

פרק ב'

ההתפתחויות בשוק מטבע החוץ המקומי

בשנת 2003

במהלך שנת 2003 יוסף שער החליפין של השקל ב-1.6% לעומת סל המטבעות, ב-7.6% לעומת הדולר וב-11.3% לעומת האירו. במונחים ריאליים פחת השקל ב-2003 לעומת סל המטבעות עקב ירידת מחירים בשיעור של 1.9% בישראל ועליית מחירים של כ-2% (ממוצע משוקלל) אצל שותפות הסחר העיקריות של ישראל.

בחודשיים הראשונים של השנה נחלש השקל עד לרמה של 4.924 לעומת הדולר ו-5.2829 לעומת סל המטבעות - על רקע חוסר ודאות בישראל לקראת הבחירות (בסוף ינואר), חששות מגידול הגירעון בתקציב הממשלה והתגברות הסכנה של מלחמה עם עיראק, עם ההשלכות האפשריות שלה.

מתחילת מארס ועד סוף השנה התחזק השקל. הרמה הגבוהה ביותר של השנה נרשמה בתחילת יולי, 4.283 לעומת הדולר ו-4.6638 לעומת סל המטבעות - ייסוף של 9.6% ו-7.6%, בהתאמה, ביחס לרמות של תחילת השנה. עם הגורמים שתמכו בייסוף נמנים שיפור האמון במדיניות הפיסקלית, בעקבות אישורו המהיר של תקציב המדינה לשנת 2003; צעדים לריסון פיסקלי לטווח ארוך יותר; אימוץ תוואי יורד של הגירעון התקציבי ל-4% בשנת 2004 ול-3% משנת 2005 ואילך ורפורמות מבניות; ירידה של רמת הסיכונים בעולם, בזכות ההכרעה המהירה של המלחמה בעיראק; ירידה כלל-עולמית בשנאת הסיכון, שגרמה להסטת השקעות מאפיקים בעלי תשואות נמוכות לשווקים מתעוררים, המניבים תשואות גבוהות יותר; קבלת הערבויות מארצות הברית; פער הריבית הרחב בין השקל לדולר (שאמנם הצטמצם בהדרגה במהלך השנה); היחלשות הדולר בשוקי מטבע החוץ העולמיים.

האינדיקטורים של שוק מטבע החוץ מצביעים על ירידה בנזילות השוק ב-2003 והאטה בקצב התפתחותו. תנודתיות שער החליפין של השקל לעומת הדולר ירדה מ-8.3% ב-2002 ל-7.5% ב-2003; המירווח בין שערי הקנייה והמכירה במגזר הבין-בנקאי התרחב מ-0.5% ב-2002 ל-0.6% ב-2003; נפח המסחר היומי בעסקות ההמרה ירד ב-10% - ממוצע יומי של 827 מיליוני דולרים ב-2002 ל-748 מיליונים ב-2003.

הנפח היומי הממוצע של המסחר בשוק השקל-מטבע חוץ הסתכם בשנת 2003 ב-1.7 מיליארדי דולרים, עלייה של 10% לעומת שנת 2002 ועלייה של 79% לעומת שנת 2000. קצב הגידול של השוק הואט במהלך השנתיים האחרונות. ייתכן שהאטה זו היא תוצאה של התבגרות השוק ושל תנאים כלכליים אחרים, וסביר כי גם התפתחותם האיטית של שוקי הכספים וההון המקומיים מונעת גידול נוסף בשוק מטבע החוץ.

1. שערי החליפין¹

מ-31 בדצמבר 2002 ועד ל-31 בדצמבר 2003 יוסף השקל ב-1.6% לעומת סל המטבעות² וב-7.6% לעומת הדולר. לעומת האירו פחת השקל ב-11.3%. במונחים ריאליים פחת השקל ב-2003 כנגד הסל עקב ירידת מחירים בשיעור של 1.9% בישראל יחד עם עליית מחירים של כ-2% (ממוצע משוקלל) אצל שותפות הסחר העיקריות של ישראל. רצועת הניוד הורחבה מ-49.4% בתחילת השנה ל-54.9% בסופה³. שיפועי הגבול העליון והגבול התחתון של רצועת הניוד נותרו ב-2003 ללא שינוי: 6% ואפס, בהתאמה. המרחק של שער השקל מגבולה התחתון של הרצועה הצטמצם מ-17.3% בתחילת התקופה ל-15.3% בסופה (דיאגרמות ב'1 ו-ב'2).

במחצית הראשונה של השנה הנסקרת התאפיין המסחר בשקל בהתגברות התנודתיות ובגידול נפחי המסחר, ואילו במחציתה השנייה פחתו שניהם. מירוח הקנייה-מכירה התרחב במהלך השנה כולה. הגורמים העיקריים שהשפיעו על שער החליפין של השקל ב-2003 היו:

א. מדיניות פיסקלית, תהליך אישור התקציב, ורפורמות מבניות - בתחילת שנת 2003 התעוררו בציבור חששות לגבי אישור תקציב המדינה. החששות התגברו בשל אי-הוודאות על רקע הבחירות לכנסת והחשש כי יחס הגירעון בתקציב לתוצר המקומי הגולמי יעלה בשיעור ניכר, בעקבות המיתון במשק והירידה בתקבולי המסים. מחודש מארס גברו האמון במדיניות הכלכלית והציפיות לחזרה אל תוואי יורד של הגירעון (מ-2004 ואילך); זאת בזכות הקמת הממשלה החדשה ואישור המהיר של התקציב, הצגת התכנית הכלכלית, שכללה צעדי ריסון פיסקליים לטווח ארוך ורפורמות מבניות שנועדו להאיץ את הצמיחה. כל אלו, יחד עם הרפורמה במס, שנכנסה לתוקף ב-2003, תרמו לחיזוקו של השקל עד סוף השנה.

ב. ירידה כלל-עולמית בשנאת הסיכון של משקיעים בין-לאומיים - על רקע תשואות נמוכות בארצות הברית ואירופה (בשל המיתון בפעילות שם), הסיטו משקיעים בין-לאומיים חלק מהון הסיכון שלהם לשווקים מתעוררים ולנכסים אחרים בעלי תשואות גבוהות יותר, כדי להעלות את תשואות ההחזקה על תיקי השקעותיהם. מסיבה זו התחזקו המטבעות של רבות ממדינות השווקים המתעוררים ושל מדינות מפותחות שבהן התשואות גבוהות יותר, כגון קנדה ואוסטרליה, ופרמיות סיכון אשראי בהן ירדו ירידה ניכרת. תהליך הירידה של פרמיות הסיכון החל באוקטובר 2002 ונמשך במהלך שנת 2003 כולה.

ג. המלחמה נגד עיראק ותוצאותיה - בשלושת החודשים הראשונים של השנה הייתה רמת הסיכון הכלל-עולמית גבוהה, בגלל ההשלכות האפשריות של המלחמה, למשל על הצמיחה, הצריכה וההוצאה לביטחון, ובשל חשש מתרחישים קשים. בישראל סיכון המלחמה היה גבוה יותר, בשל קרבתה הגיאוגרפית לעיראק. ההכרעה המהירה של

בשנת 2003 יוסף השקל לעומת סל המטבעות ב-1.6% ומול הדולר ב-7.6%. לעומת האירו פחת השקל ב-11.3%.

חששות בתחילת השנה לגבי אישור תקציב המדינה ולעלייה ניכרת של יחס הגירעון בתקציב לתמ"ג וכן רמה גבוהה של סיכון כלל-עולמי, על רקע המלחמה נגד עיראק - כל אלה החלישו את השקל בחודשים הראשונים של השנה.

הירידה הכלל-עולמית בשנאת הסיכון, על רקע תשואות נמוכות בארה"ב ובאירופה, יחד עם ירידה כללית של רמת הסיכון בעולם, כתוצאה מההכרעה המהירה של המלחמה בעיראק, הובילו ממארס ואילך להשקעות זרות בישראל ולהתחזקות השקל.

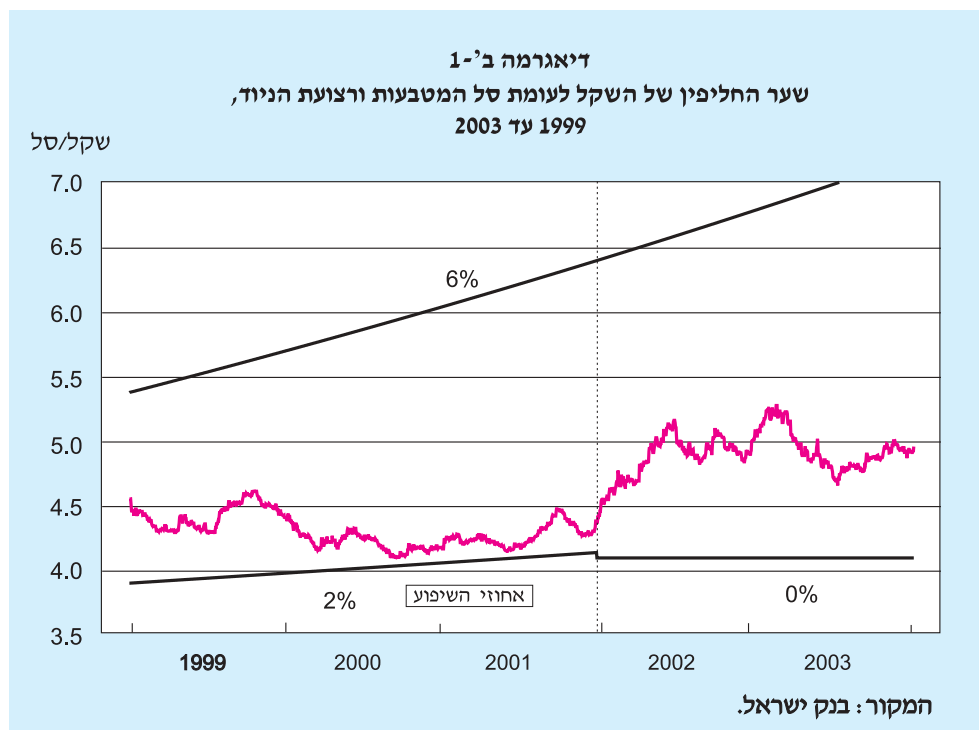
1. שערי החליפין המוצגים בפרק זה הם השערים היציגים. (ראו נספח ב'1).

2. ראו נספח ב'2.

3. רוחבה של רצועת הניוד והמרחק של שער החליפין מכל אחד משני גבולותיה מחושבים לעומת הממוצע של גבולות הרצועה. (ראו נספח ב'3).

הערבויות מממשלת ארה"ב, היחלשות הדולר בעולם ופער הריבית בין השקל לדולר תמכו גם הם בהתחזקות השקל.

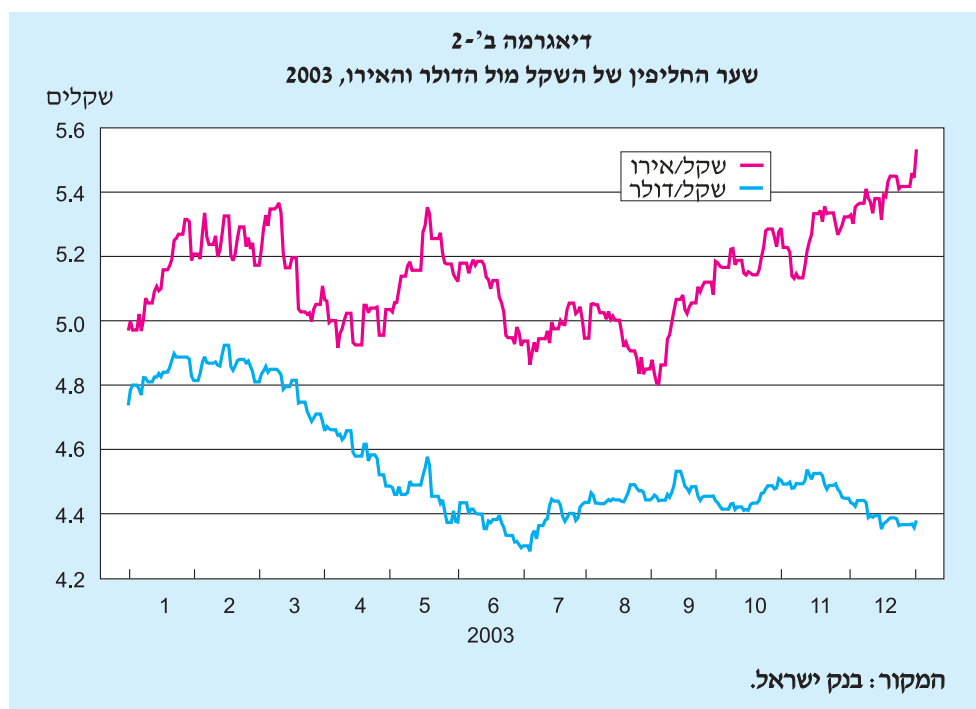
המלחמה בעיראק באפריל 2003 הובילה לירידה כללית של רמות הסיכון בעולם, ובישראל הירידה בסיכון הקשור למלחמה הייתה חזקה אף יותר. ד. הערבויות שממשלת ארצות הברית התחייבה להעניק לישראל - הסכם הערבויות החדש ל-3 שנים, בסכום של 9 מיליארדי דולרים, שיפר את מעמדה הפיננסי של מדינת ישראל וחזק את הירידה בפרמיית הסיכון שלה. ה. היחלשות הדולר בשוקי מטבע החוץ העולמיים - זו תמכה בשקל במהלך השנה. ב-2003 נחלש הדולר ב-20% לעומת האירו ובכ-14% לעומת "סל" הסחר האמריקאי המשוקלל.



ו. פער הריביות בין השקל לדולר - זה עמד על 7.65 נקודות אחוז בינואר 2003 וירד בהדרגה עד 3.8 נקודות אחוז. הפער, יחד עם מגמה עולמית של השקעה בשווקים שהריבית בהם גבוהה ועליות הניכרות בשוקי איגרות החוב והמניות בעולם, הובילו לזרמי הון לישראל. פער הריבית הרחב גם העלה מאוד את עלות המימון של פוזיציות חסר שקליות.

ז. שיפור במאזן התשלומים של מדינת ישראל - החשבון השוטף, שהשתפר במהלך השנה, היה צפוי להגיע בשנת 2003 למצב של עודף קטן, וזאת לעומת גירעון של 0.3 מיליארד דולרים בשנת 2002.

ח. ההאטה המקומית המתמשכת יחד עם העימות עם הפלשתינאים, שנכנסו באוקטובר לשנתם הרביעית, המשיכו לתת את אותותיהם, ודחפו לפיחות השקל במהלך שנת 2003, אמנם במידה פחותה מאשר ב-2002.



במשך המחצית הראשונה של השנה הנסקרת אפשר להבחין בבירור בשתי מגמות: מינואר ועד אמצע פברואר פוחת השקל, ומאמצע פברואר עד תחילת יולי הוא יוסף, הן לעומת הדולר והן לעומת סל המטבעות. ב-7 ביולי הגיע השקל לרמה החזקה ביותר של השנה, 4.283 לדולר ו-4.6638 ביחס לסל המטבעות - רמה המבטאת ייסוף של 9.6% ו-7.6%, בהתאמה, ביחס לרמותיו בתחילת השנה. להלן מתוארים הגורמים העיקריים שהשפיעו על שער השקל במהלך המחצית הראשונה.

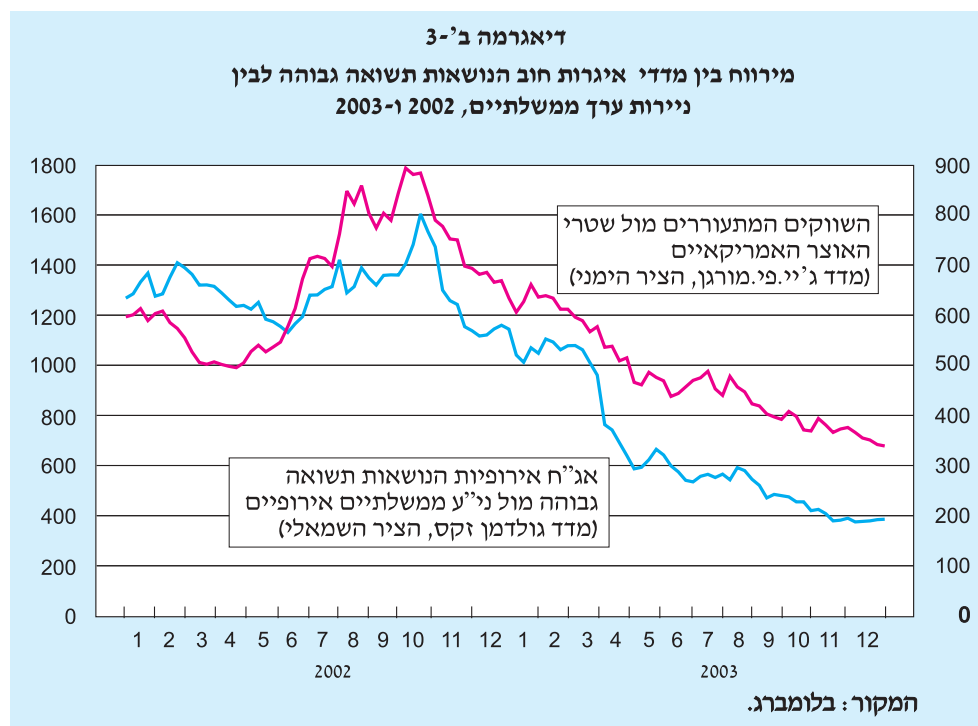
מתחילת השנה ועד לשבוע השני של פברואר נחלש השקל, על רקע אי-הוודאות הגדולה בישראל ובעולם. אי-הוודאות בישראל נבעה מהבחירות הצפויות (שהתקיימו ב-28 בינואר), מהמשך המיתון הכלכלי ומגידול הגירעון בתקציב הממשלה. אי-הוודאות התגברה גם בשל הערכת הציבור כי התקציב המוצע לשנת 2003 אינו מתיישב עם הפחתת הגירעון ליעד של 3% מהתוצר המקומי הגולמי; זאת בייחוד לנוכח ירידת ההכנסות ממסים, תוצאת המיתון, ולנוכח המשך העימות עם הפלשתינאים. להיחלשות השקל פעלה גם אי-וודאות בעולם בגלל התגברות סכנת המלחמה עם עיראק והשלכותיה הכלכליות האפשריות על העולם בכלל ועל ישראל בפרט.

השקל אמנם נחלש במהלך תקופה זו, אך פער הריבית הרחב, שעמד על 7.65 נקודות אחוז לעומת הדולר, סייע לתמוך בו, בשל העלות הגבוהה של מימון פוזיציות בחסר בשקלים. מוסדות פיננסיים זרים אחדים פתחו פוזיציות בחסר בשקלים במהלך תקופה זו, מתוך ציפייה לרכוש את השקלים בחזרה במחיר זול יותר עם פרוץ המלחמה עם עיראק. אולם מרבית השחקנים בשוק העדיפו להמתין להתפוגגות אי-הוודאות. ב-14 בפברואר הגיע השקל לרמה החלשה ביותר שלו במהלך השנה, 4.924 לעומת הדולר ו-5.2829 לעומת סל המטבעות - פיחות של 3.9% ו-4.7%, בהתאמה, ביחס לתחילת השנה.

מתחילת השנה ועד אמצע פברואר נחלש השקל, על רקע אי-הוודאות הגדולה בישראל ובעולם, אך פער הריביות הרחב בין הדולר לשקל סייע לתמוך בו.

מאמצע פברואר ואילך הביאו מספר התפתחויות בישראל ובעולם לייסוף ניכר בשקל. הממשלה החדשה בישראל, שהתבססה על קואליציה רחבה, אימצה מדיניות של ריסון פיסקלי, יעד של הפחתת הגירעון בתקציב ורפורמות מבניות. התקציב לשנת 2003 אושר במהירות, והאמון במדיניות הפיסקלית השתפר. נוסף על כך התחזקו הציפיות – שאכן התממשו – שממשלת ארצות הברית תעניק לישראל ערבויות להלוואות בעקבות המלחמה עם עיראק. כמו כן הלכה וירדה האינפלציה – בפועל והצפויה – והתחדש (זמנית) תהליך השלום עם הפלשתינאים. התפתחויות אלה הפחיתו במידה משמעותית את אי-הוודאות המקומית והביאו לירידה בפרמיית הסיכון של ישראל. הכרעתה המהירה של המלחמה בעיראק, שהתחילה באמצע חודש מארס, הקטינה מאוד את אי-הוודאות ששררה בשווקים בחודשים שלפני המלחמה והביאה לירידה ניכרת של רמת הסיכון הכלל-עולמי. בעקבות ירידת אי-הוודאות בעולם עלה עלייה חדה הביקוש לנכסים בעלי סיכון גבוה יחסית, והאיץ את מגמת הירידה בפרמיות הסיכון, שהחלה באוקטובר 2002. משקיעים בין-לאומיים השקיעו סכומים ניכרים בשווקים המתעוררים ובנכסים אחרים בעלי תשואות גבוהות, כדי להעלות את תשואות ההחזקה על תיקי ההשקעות שלהם. כך, במיוחד בין מארס ליוני 2003 יוספו המטבעות ברבים מהשווקים המתעוררים, ירדו שיעורי התשואות המקומיות לטווח ארוך בשווקים אלה, ופרמיות הסיכון בהם הצטמצמו. (דיאגרמות ב'–3 וב'–4; לדיון בנושא פרמיות הסיכון ראו תיבה ב'–1.)

מגמה זו ניכרה גם בהתחזקות השקל, ותרמו לה האמון במדיניות הכלכלית המקומית, הפער הגדול בין הריבית השקלית והדולרית, הענקת הערבויות לישראל על ידי ארה"ב וירידת האינפלציה. מוסדות פיננסיים זרים הגדילו משמעותית את רכישת השקלים ואת השקעותיהם הפיננסיות בישראל. התשואה לפדיון על איגרות חוב מקומיות של ממשלת ישראל לעשר שנים ירדה מ-12.4% באמצע פברואר ל-7.9% באמצע יולי. השקל הגיע לרמה החזקה ביותר של השנה ב-7 ביולי – 4.283 לעומת הדולר ו-4.6638 לעומת סל המטבעות, ייסוף של 13% ו-11.7%, בהתאמה, ביחס לאמצע פברואר.



תיבה ב'-1: פרמיות סיכון ועסקות החלף לגידור סיכוני אשראי

פרמיית הסיכון בשוקי איגרות החוב מוגדרת כתשואה שמעל לשיעור הריבית חסרת הסיכון, שמלווה (משקיע) דורש בגין הסיכון הכרוך בהלוואה. תיבה זו מתייחסת רק לסיכוני אשראי, כלומר לסיכון שהלווה לא יפרע את מלוא ההלוואה ו/או הריבית עליה¹. שיעור הריבית חסרת סיכון הוא זה המשולם על איגרות החוב הנחשבות כלא חשופות לסיכון אשראי. הדוגמאות הבולטות ביותר לאיגרות חוב כאלה הן שטרי האוצר של ממשלת ארצות הברית, שאינם כרוכים למעשה בכל סיכון אשראי – משום שממשלת ארצות הברית ערבה לתשלום כל הריבית והקרן בגינם, והשוק שלהם הוא העמוק והנוזל ביותר בעולם.

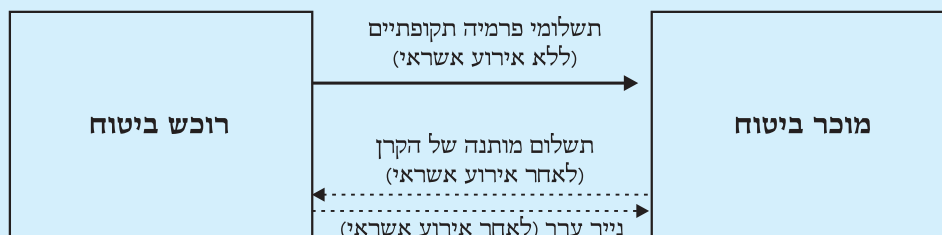
כאשר פוחתת שנאת הסיכון של משקיעים, פוחתת הפרמיה שהם דורשים עבור השקעה בנכסים מסוכנים, ולפיכך קטן המירווח בין שיעורי הריבית על נכסים חסרי סיכון לנכסים מסוכנים יותר. תופעה כזאת התרחשה בשוקי איגרות החוב הגלובליים באביב של שנת 2003, בהמשך למגמה שהחלה להסתמן באוקטובר 2002 – הצטמצמות המירווחים בין שטרי האוצר של ממשלת ארצות הברית לבין איגרות חוב של ארצות מתפתחות ובין איגרות החוב של ממשלות אירופיות לבין איגרות חוב אירופיות מסוכנות יותר (דיאגרמה ב'-3). בדומה לכך הצטמצמו באותה עת המירווחים בין התשואות על שטרי האוצר של ממשלת ארצות הברית לבין התשואות על איגרות החוב הדולריות של ממשלת ישראל – אולם מירווחים אלו הם אינדיקטור אמין פחות לשנאת הסיכון, משום שאי-הנוזלות של איגרות החוב הישראליות משפיעה אף היא על הפרש התשואות.

דרך אחרת לאמוד את רמת שנאת הסיכון של המשקיעים היא לבדוק את הפרמיות המשולמות על עסקות החלף לגידור סיכוני אשראי (CDS – Credit Default Swaps) – נגזר אשראי המאפשר למשקיעים לנהל את חשיפתם לסיכון. עסקת החלף לגידור סיכוני אשראי דומה באופיה לפוליסת ביטוח, כלומר להסכם דו-צדדי שבו צד אחד (רוכש הביטוח) משלם לצד השני (מוכר הביטוח) תשלומים תקופתיים (פרמיה) תמורת תשלום מותנה, שישולם במקרה של "אירוע אשראי" שיקרה לצד שלישי. (ראו תרשים). פרמיה גבוהה יותר המשולמת על עסקאות כאלה משקפת שנאת סיכון גדולה יותר – נכונות של המשקיע לשלם יותר כדי לגדר (להעביר הלאה) את הסיכון לכספו. לעומת זאת, כששנאת הסיכון פוחתת, נכונים משקיעים ליטול על עצמם סיכון גדול יותר ולשלם פחות לגידור הסיכון;

1 שני רכיבים נוספים של פרמיית הסיכון, שלא נסקרים כאן, הם סיכון ירידת דירוג האשראי וסיכון הנוזלות. הראשון הוא הסיכון שנאותות האשראי של הלווה תדרדר במהלך תקופת ההלוואה, ותביא להקטנת שווי ההלוואה. בשוק איגרות החוב גורם זה בא לידי ביטוי בירידה של מחיר איגרת החוב ובעלייה של התשואה-לפדיון. סיכון הנוזלות נובע ממחסור יחסי באפשרות לסחור בהשקעה בשוק (נוזלות), כלומר קושי לקנות או למכור אותה במהירות מספקת ו/או בהיקף שימנע או ימזער הפסד. בנסיבות מסוימות עלול מירווח הקנייה-מכירה של ניירות ערך "נוזלים פחות" או בלתי נוזלים להתרחב לרמה שתהפוך את המסחר בהם ללא כדאי.

במקרה כזה תקטן, כמובן, הפרמיה על עסקות החלף לגידור סיכוני האשראי. כך אירע באביב 2003, כשהפרמיות האלה הצטמצמו במידה ניכרת בתגובה על ירידה כלל-עולמית בשנאת הסיכון; בין ינואר ליולי 2003 ירדו הפרמיות על עסקות החלף לגידור סיכוני אשראי של מדינת ישראל ל-5 שנים מ-190 נקודות בסיס ל-100 נקודות בסיס (דיאגרמה ב'-4).

עסקת החלף רגילה לגידור סיכוני אשראי



עסקת החלף לגידור סיכוני אשראי

עסקות החלף לגידור סיכוני אשראי (CDS) הפכו לנגזרי האשראי החשובים ביותר בשוק האשראי המובנה² ולנגזרי האשראי הנזילים ביותר בשווקים המתעוררים. גודל השוק הכולל של נגזרי האשראי השונים עמד בסוף שנת 2001³ על 1.2 טריליוני דולרים, ונתח עסקות ההחלף לגידור סיכוני אשראי מתוך שוק זה עמד אז על 45% - כ-535 מיליארדי דולרים. אומדן היקף שוק נגזרי האשראי לשנת 2002 עמד על שני טריליוני דולרים. על פי הערכת הפעילים בשוק, היקף השוק צפוי להתרחב ל-4.8 טריליוני דולרים עד לסוף 2004.

בעסקת החלף לגידור סיכוני אשראי רוכש הביטוח משלם למוכר פרמיה תמורת תשלום מותנה שישולם במקרה של "אירוע אשראי" לצד שלישי. בדרך כלל התשלום התקופתי מבוטא בנקודות בסיס על היקף האשראי. "אירועי אשראי" מוגדרים כאי עמידה בהתחייבויות לתשלום, פשיטת רגל, חדלות פירעון, מינוי כונס נכסים או שינוי לרעה במבנה החוב. עם הגופים שיכולת האשראי שלהם מבוטחת נמנים מיגוון רחב של לוויים, כגון מדינות, רשויות ציבוריות, מוסדות פיננסיים ותאגידים.

אם מתממש אירוע אשראי, עסקת ההחלף מסתיימת, ורוכש הביטוח מקבל את התשלום המותנה. עסקות החלף לגידור סיכוני אשראי בשווקים מתעוררים מבוססות בדרך כלל על סילוק באמצעות מסירת הנכס הנזכר למוכר הביטוח

2 מוצרי אשראי מובנים כוללים עסקות החלף לגידור סיכוני אשראי, איגרות חוב צמודות אשראי (credit linked notes), פיקדונות OTC והתחייבויות חוב מגובות (collateralized debt obligations).

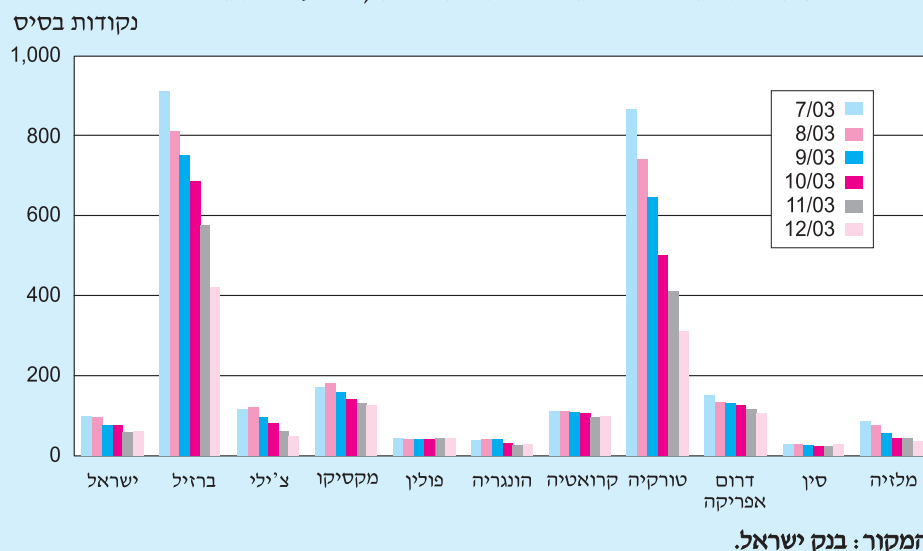
3 התאגדות הבנקים של בריטניה מפרסמת את דוח נגזרות האשראי שלה אחת לשנתיים. נתוני הדוח האחרון שפורסם מתייחסים לשנת 2001.

בתמורה לערך הנקוב של העסקה. לעיתים מסולקת ההתחייבות באמצעות התחשבנות כספית, ורוכש הביטוח שומר בידיו את הנכס (שערכו בדרך כלל אינו יורד לאפס), ומקבל מהמוכר פיצוי עבור אובדן הערך. המשתתפים העיקריים בשוק עסקות ההחלף לגידור סיכוני אשראי הם בנקים, בתי השקעות, קרנות גידור, קופות פנסיה ומנהלי כספים אחרים, תאגידים, חברות ביטוח ומבטחי משנה. עסקות החלף לגידור סיכוני אשראי קיימות בעולם לתקופות פירעון של עד 10 שנים, וביניהן העסקאות ל-5 שנים הן הנזילות ביותר.

בשנתיים האחרונות התפתח שוק של עסקות החלף לגידור סיכוני אשראי על החוב החיצוני של מדינת ישראל. למרות הנזילות הנמוכה של עסקאות אלו, יחסית לנזילות של הסכמים דומים בשווקים מתעוררים אחרים, נזילותן גבוהה במידה משמעותית מנזילות החוב עצמו. נפחן השבועי נאמד בין 30 ל-50 מיליוני דולרים, והן מוצעות למכירה על ידי חלק מהמוסדות הפיננסיים הגדולים ביותר. בנקים ישראלים אינם מנפיקים אותן, משום ש"אירוע אשראי" אשר ישפיע על המדינה כולה ישפיע קרוב לוודאי גם על יכולתם של הבנקים הישראליים לשלם לבעל החוזה. שוק ה-CDS ל-5 שנים הוא הנזיל ביותר, וישנם חוזים כאלה לתקופה של 10 שנים.

הפרמיות על עסקות החלף לגידור סיכוני אשראי בשווקים מתעוררים ירדו לאורך כל שנת 2003. הפרמיה לגידור סיכונים של ישראל עמדה בדצמבר על 60 נקודות בסיס, בדומה לזו של צ'ילה. שיעור הפרמיה היה נמוך מזה של מקסיקו, קרואטיה ודרום אפריקה, אולם גבוה מהפרמיה של משקים מובילים במרכז אירופה ומזרח אירופה, לדוגמה הונגריה ופולין (דיאגרמה).

פרמיה לגידור סיכוני אשראי של מדינות שונות, יולי עד דצמבר 2003



במשך המחצית השנייה של שנת 2003 נחלש השקל יחסית למחצית הראשונה של השנה, והטווח שבו הוא נסחר היה צר: הוא נחלש עד אמצע ספטמבר, נע בתוך הטווח מאמצע ספטמבר עד אמצע נובמבר, ומאז התחזק עד סוף דצמבר. ב-31 בדצמבר עמד השער היציג של השקל על 4.379 לעומת הדולר ו-4.9646 לעומת סל המטבעות. אף שהשקל נחלש במהלך תקופה זו, המשיכו מספר גורמים לתמוך בו – ביניהם היחלשות הדולר בעולם, פער הריבית לעומת הדולר (שהצטמצם בהדרגה במהלך השנה לרמה של 3.8 נקודות אחוז בסופה), הערבויות של ממשלת ארצות הברית להלוואות, שנוצלו לגיוס הון בחו"ל, הירידה הנמשכת בפרמיית הסיכון של ישראל, ההשקעות של תושבי חוץ ישירות ובתיקי ניירות הערך למסחר והשיפור בחשבון השוטף. מתחילת יולי עד אמצע ספטמבר נחלש השקל, על רקע התהפכות המגמה העולמית של השקעה בשווקים מתעוררים, שנבעה משתי סיבות עיקריות. הראשונה הייתה התנודתיות הגבוהה בשוק שטרי האוצר בארה"ב, שבעטיה חלק מהמשקיעים הפחיתו את החשיפה לסיכון הכלל-עולמי בתיקהם; השנייה – התחדשות האופטימיות באשר לצמיחה הכלכלית בארצות הברית ולרווחיות המגזר העסקי בה, שהניעה משקיעים בין-לאומיים להעביר כספים מהשווקים המתעוררים לשוקי המניות בארצות הברית ובמדינות מפותחות אחרות. בישראל מכרו מוסדות פיננסיים זרים שקלים תמורת דולרים וסגרו בין יולי לתחילת ספטמבר את מרבית הפוזיציות השקליות שלהם. הדרדרות המצב הביטחוני בישראל והתפוררות תהליך השלום תרמו אף הן להיחלשות השקל במהלך תקופה זו. ב-12 בספטמבר עמד השער היציג של השקל לעומת הדולר על 4.532. בין אמצע ספטמבר לאמצע נובמבר נע השקל בטווח שבין 4.40 ו-4.53 שקלים לדולר. משקיעים בין-לאומיים לא היו פעילים בשוק מטבע החוץ השקלי במהלך תקופה זו. מאמצע נובמבר ועד סוף דצמבר הלך השקל והתחזק. מוסדות פיננסיים זרים חזרו לרכוש שקלים תמורת דולרים, על רקע שיפור בתחזית לגבי הכלכלה הישראלית, שנבע מציפיות להתאוששות מואצת בשוק הבין-לאומי של טכנולוגיה עילית ומהיחלשות הדולר בשווקים הבין-לאומיים, במיוחד לעומת האירו. ב-31 בדצמבר היה השער היציג של השקל 4.379 לעומת הדולר ו-4.9646 לעומת סל המטבעות – ייסוף של 7.6%, ו-1.6%, בהתאמה, לעומת תחילת השנה.

במחצית השנייה של השנה נסחר השקל בטווח צר יחסית, ונחלש מעט. זאת בעיקר משום שמוסדות פיננסיים זרים הקטינו את הפוזיציות שלהם בעד השקל.

אף שהשקל נחלש, היחלשות הדולר בעולם, פער הריביות בין הדולר לשקל, הערבויות של ממשלת ארה"ב והירידה הנמשכת בפרמיית הסיכון של ישראל המשיכו לתמוך בשקל במחצית השנייה של השנה הנסקרת.

2. אינדיקטורים של שוק מטבע החוץ

התנודתיות הממוצעת של שער השקל לעומת הדולר הייתה בשנת 2003 7.5%, נמוכה מעט מאשר בשנת 2002 (דיאגרמה ב'–5 ולוח ב'–1). במחצית הראשונה של השנה הייתה התנודתיות הממוצעת 9%, ובמחצית השנייה היא ירדה ל-6%, והתקרבה לרמות הנמוכות של השנים שלפני 2002.

התנודתיות של שער השקל לעומת הדולר הייתה ב-2003 7.5%, נמוכה מעט מאשר בשנת 2002.

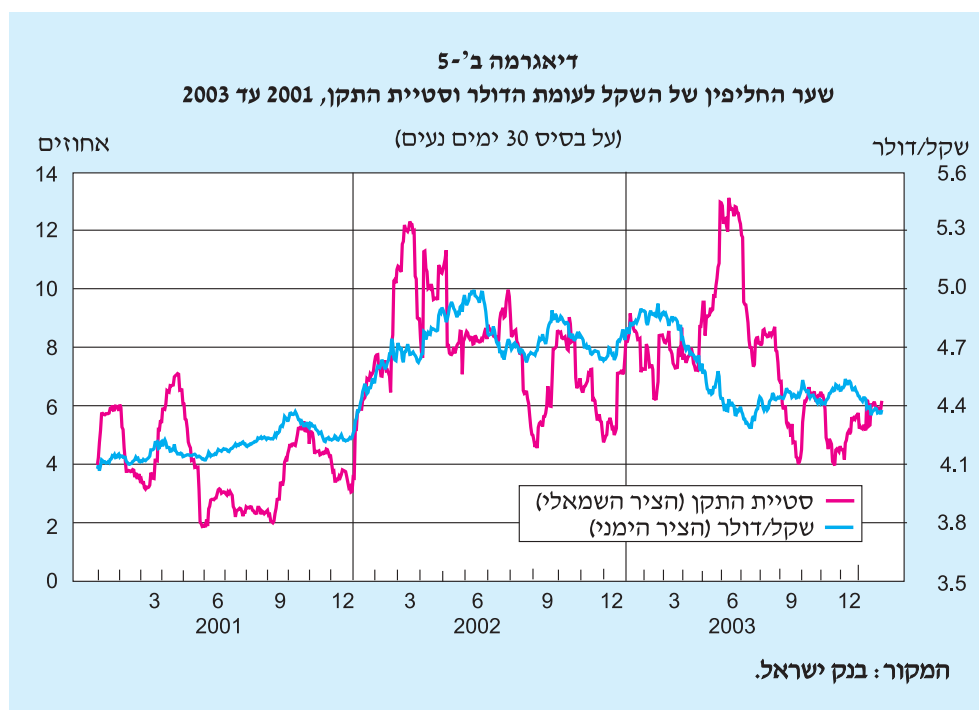
4 התנודתיות של שער החליפין של השקל מוגדרת כסטיית התקן של שינויים בו ב-22 ימי העסקים הקודמים ליום החישוב (ב-30 ימי לוח, או חודש אחד). סטיית התקן היא מדד סטטיסטי לפיזור ההתפלגות של נתונים סביב הממוצע שלהם, והיא משמשת לעיתים קרובות למדידת הסיכון של נכסים פיננסיים.

התנודתיות של השקל מול הדולר החלה לעלות בסוף דצמבר 2002 (דיאגרמה ב-5), עם היחלשות השקל ואי-הוודאות בעולם לגבי העימות עם עיראק. התנודתיות המשיכה לעלות גם עם התהפכות מגמתו של השקל והתחזקותו המשמעותית בין מארס לתחילת יולי, על רקע מגמה הכלל-עולמית של השקעה בשווקים מתעוררים ורכישות משמעותיות של שקלים על ידי מוסדות פיננסיים זרים. לרמתה הגבוהה ביותר בשנה זו, בין 12% ל-13%, הגיעה התנודתיות במאי וביוני. היא ירדה במקביל לסגירת פוזיציות לטובת השקל וליציאתם של המוסדות הפיננסיים הזרים מהשוק. בין ספטמבר לנובמבר, נעה התנודתיות, בדרך כלל, בין 4% לבין 6%, בדומה לרמתה לפני 2002, שיעורים המשקפים את הרמה הנמוכה של פעילות המוסדות הפיננסיים הזרים בשוק בחודשים אלו. התנודתיות עלתה לקראת סוף השנה, כשהמוסדות הפיננסיים הזרים חידשו את פעילותם בשוק ורכשו שוב שקלים.

מהשוואה בין-לאומית עולה, כי לאורך זמן הייתה התנודתיות של השקל נמוכה בעקבות מזו של המטבעות במדינות מפותחות ומתפתחות (דיאגרמה ב-6). העלייה החדה של תנודתיותו מול הדולר במהלך שנת 2002 ובמחצית הראשונה של שנת 2003 קירבה אותה לזו של המטבעות האחרים, אך היא הייתה עדיין נמוכה מעט משלהם. שני גורמים עשויים להסביר את התנודתיות הנמוכה: ראשית, המסחר הספקולטיבי, המהווה ככל הנראה יותר ממחצית סך המסחר בשוקי מטבע החוץ הבין-לאומיים, מצומצם מאוד בשוק השקל-דולר. כך, למשל, פעילות המוסדות הפיננסיים הזרים, שכמה מהם מנהלים דרך קבע מסחר ספקולטיבי עבור עצמם ועבור לקוחותיהם, הייתה בשנה הנסקרת רק 16.7% מכלל עסקות ההמרה בשוק (לוח ב-2). ספקולנטים נוטים לפעול בשווקים תנודתיים, כי בהם ההזדמנויות לעשיית רווחים רבות יותר מאשר בשווקים

אי-הוודאות בשוק בתחילת השנה והייסוף המהיר של השקל לעומת הדולר בחודשים הבאים גרמו לעלייה ניכרת בתנודתיות של השקל עד חודש יוני.

במחצית השנייה של השנה ירדה התנודתיות, במקביל להקטנת היקף הפוזיציות לטובת השקל על ידי מוסדות פיננסיים זרים, והתקרבה לרמות הנמוכות יותר, ששררו לפני 2002.

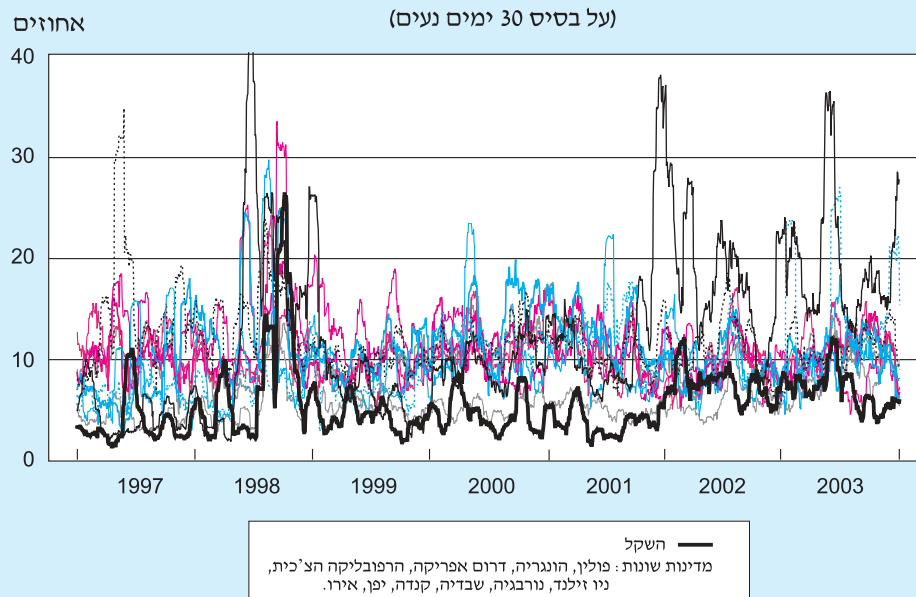


לוח ב'-1 התפתחות התנודתיות בשער החליפין של השקל לעומת הדולר, 1995 עד 2003 (ממוצע יומי)

השנה	תנודתיות שער השקל/דולר (30 ימים נעים, אחוזים)	טווח המסחר התוך-יומי של השקל/דולר (אגורות)
1995	4.9	1.4
1996	5.2	1.3
1997	4.0	0.8
1998	8.4	1.4
1999	4.7	1.0
2000	5.1	1.0
2001	4.0	0.9
2002	8.3	2.1
2003	7.5	1.9

המקור: בנק ישראל.

דיאגרמה ב'-6 תנודתיות שערי החליפין של מטבעות שונים כלפי הדולר, 1997 עד 2003 (על בסיס 30 ימים נעים)



המקור: בנק ישראל.

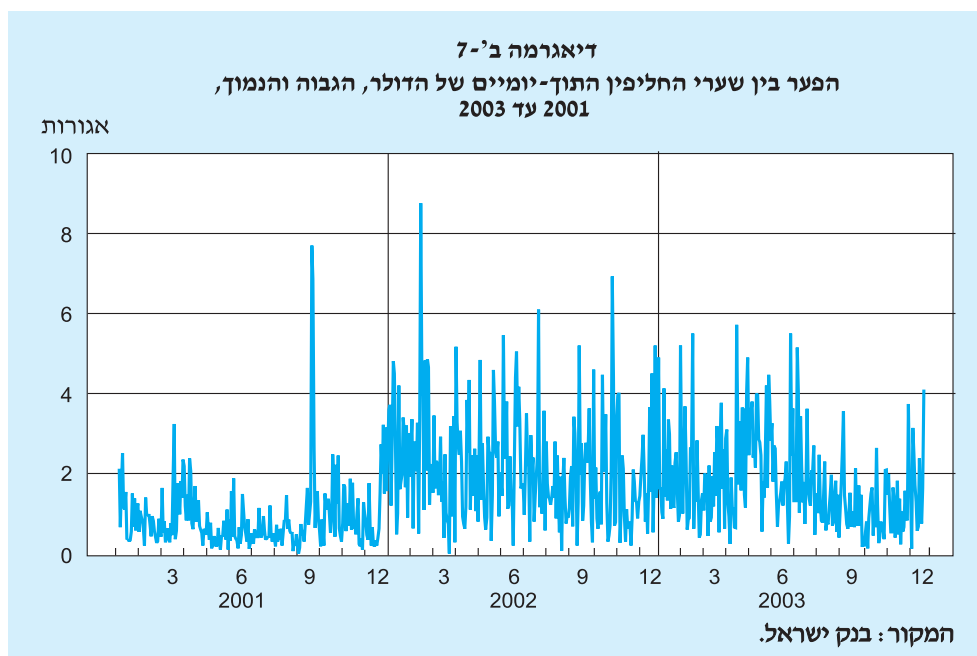
תנודתיות השקל נמוכה
בעקבות מזו של
מטבעות אחרים, למרות
עלייתה בשנתיים
האחרונות. מסחר
ספקולטיבי מצומצם יחד
עם ריכוזיות של המסחר
עשויים להסביר תופעה
זו.

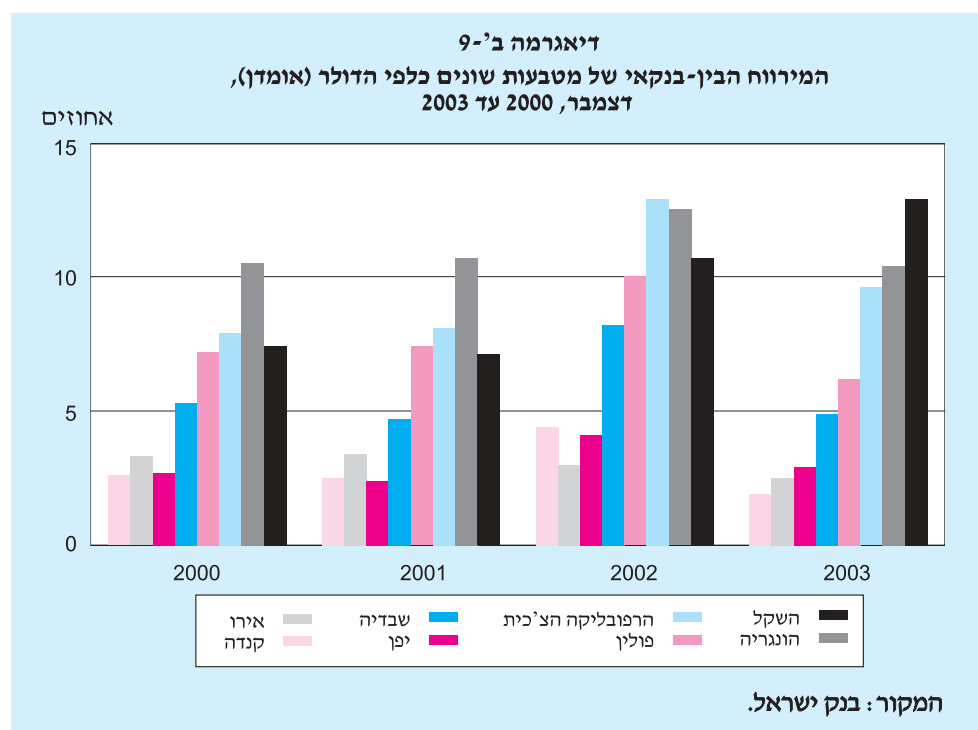
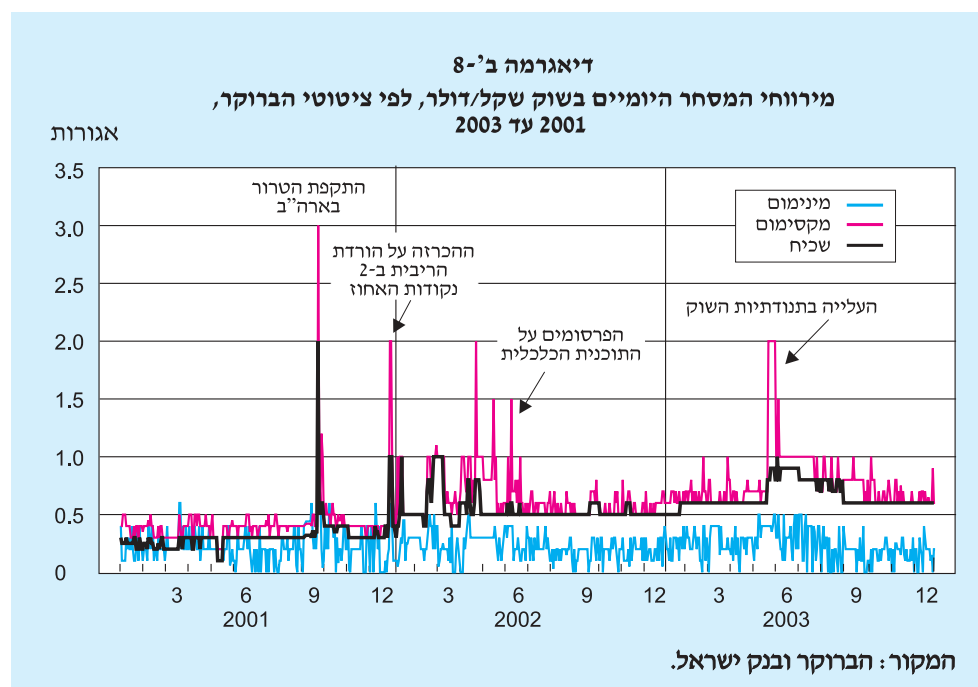
המירווח בין שערי
הקנייה והמכירה של
השקל התרחב מעט
השנה ובמהלך השנתיים
האחרונות. מגמה זו
עלולה להצביע על נסיגה
במצב השוק.

בעלי תנודתיות נמוכה. שנית, השקל נסחר בעיקר בשוק המקומי, בעוד שהמטבעות האחרים, לרבות אלו של מדינות מתפתחות אחרות, נסחרים גם בשווקים הבין-לאומיים. לעומת הגורמים האמורים לרמתה הנמוכה של תנודתיות השקל, ההתרחקות מהגבול התחתון של רצועת הניוד של השקל מול סל המטבעות תרמה לעליית התנודתיות בשנתיים האחרונות.

טווח המסחר התוך-יומי של שער החליפין, המוגדר כפער בין שער החליפין הגבוה ביותר לנמוך ביותר שנרשמו במסחר הבין-בנקאי במהלך יום אחד, עמד בשנה הנסקרת בממוצע על 1.9 אגורות - מעט מתחת לממוצע של שנת 2002 (2.1 אגורות), אולם גבוה מהממוצעים שנרשמו מ-1994 עד 2001 (סביב 1.0 אגורות) (לוח ב'-1 ודיאגרמה ב'-7).

המירווח בין שערי הקנייה והמכירה, המצוטט על ידי הברוקרים במסחר הבין-בנקאי, עמד במהלך רוב שנת 2003 על 0.6 אגורות, מעט גבוה מהממוצע של שנת 2002, 0.5 אגורות, וגבוה במידה רבה מהממוצע של 2000 ו-2001, 0.3 אגורות (דיאגרמה ב'-8). בין מאי לאוגוסט 2003 התרחב מירווח הקנייה-מכירה ל-0.8 אגורות. התרחבותו משקפת גידול של תנודתיות שער החליפין באותה עת וזרמים חד-כיווניים גדולים מצד מוסדות פיננסיים זרים, שהיקפם הגדול ביחס להיקף הפעילות של עושי השוק המקומיים המעטים לא איפשר לקולטם בלי השפעה על מירווח הקנייה-מכירה. בעבר, לאחר תופעה של התרחבות המירווח יחד עם עלייה בתנודתיות, על רקע אירועים מיוחדים (למשל מתקפת הטרור של ה-11 בספטמבר בארצות הברית), הצטמצם המירווח לרמה השכיחה הנמוכה יותר. לעומת זאת בשנתיים האחרונות ניכרת התרחבות הדרגתית של מירווח הקנייה-מכירה, המשקפת נסיגה במצב השוק.





השוואת מירווחי הקנייה-מכירה (המבוטאים כאחוז משער החליפין) של מטבעות שונים לעומת הדולר מעלה (דיאגרמה ב'–9) כי המטבעות הנסחרים בהיקף הגדול ביותר בשוקי מטבע החוץ בעולם (כגון היין והאירו) נסחרים במירווחים הצרים ביותר, ואילו המטבעות שנפח המסחר בהם נמוך יותר (למשל הקורונה הצ'כית והפורינט ההונגרי) נסחרים במירווחים רחבים יותר. בשנים 2000 ו-2001 היה מירווח הקנייה-מכירה של השקל באמצע הטווח (0.07%) – רחב מהמירווחים של מטבעות השווקים המפותחים, אולם צר מהמירווחים בשווקים המתעוררים. התרחבות של מירווח השקל במהלך השנתיים האחרונות מציבה אותו בראש קבוצת ההשוואה שלנו (0.13% בשנת 2003), דבר שעשוי לשקף ירידה של הנזילות בשוק.

3. נפח המסחר בשוק שקל-מטבע החוץ⁵

הנתונים הנכללים כאן כוללים רק אחת משתי העסקאות הנכללות בכל עסקת החלף במטבע חוץ, וזאת בהתאם לשיטה של ה-BIS (Bank for International Settlements). בשנים קודמות היו נכללות בדוח זה שתי העסקאות.

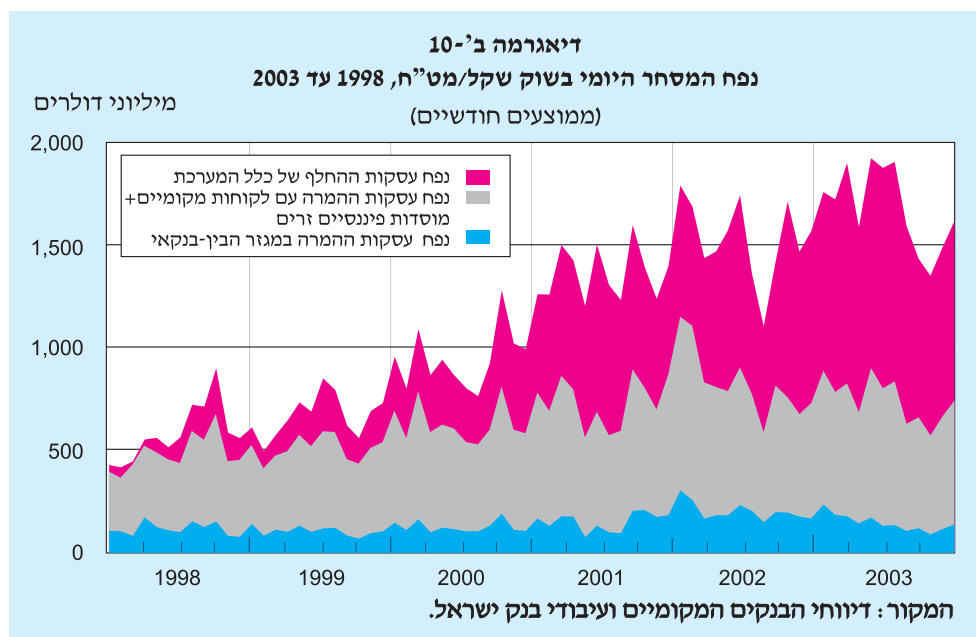
נפח המסחר היומי הממוצע בשוק השקל-מטבע חוץ הגיע בשנת 2003 ל-1.7 מיליארדי דולרים, לעומת 1.5 מיליארדים ב-2002 – גידול של 10%. שיעור גידול זה היה נמוך מעט משיעור הגידול ב-2002, 12%, ונמוך משמעותית מזה של 2000 ו-2001 – שנים שבהן הנפח כמעט הוכפל לעומת קודמותיהן. נפח עסקות ההמרה (עסקות ה-spot) ירד ב-10% – מ-827 מיליוני דולרים בשנת 2002 ל-748 מיליונים ב-2003 – ואילו נפח עסקות ההחלף (עסקות ה-swap) עלה מ-699 מיליוני דולרים בשנת 2002 ל-931 מיליונים ב-2003, גידול של 33% (דיאגרמה ב'–10 ולוחות ב'–2 א-ג). כמעט 90% מהמסחר בשקל הוא לעומת הדולר, בדומה לחלקו של הדולר בנפח המסחר הבין-לאומי במטבע חוץ. זאת על פי נתונים שפירסם ה-BIS באוקטובר 2001.

קצב הגידול של השוק פחת במידה ניכרת בשנתיים האחרונות. הסבר אפשרי אחד הוא, כי לאחר מספר שנים של התרחבות מהירה, השוק מתבגר ומתקרב לשיווי משקל. עם זאת ייתכן גם שההתפתחות האיטית של שוקי הכסף וההון המקומיים בולמת צמיחה נוספת בשוק מטבע החוץ. התפתחות מהירה יותר בשווקים המקומיים הייתה עשויה להגדיל את האטרקטיביות שלהם בעיני משקיעים זרים, ולעודד גידול של פעילותם בהם. הירידה בעסקות ההמרה ב-2003, בעיקר בשוק הבין-בנקאי, ראויה אף היא לציון, ומשקפת ככל הנראה ירידה בנזילות השוק.

5 הניתוח בסעיף זה כולל רק נתונים המדווחים ישירות למחלקת מטבע חוץ. לפיכך מופיעים כאן נתונים רק על עסקות ההמרה (ה-spot) ועסקות ההחלף (ה-swap), ולא נתונים על האופציות במטבע חוץ, אף כי ידוע שקיים שוק פעיל של אופציות שקל-דולר, ופוזיציות באופציות ניתנות לגידור בשוק עסקות ההמרה. הנתונים הקיימים הם נתוני זרמים, כלומר קניות ומכירות של מטבע חוץ; הם אינם מספקים תמונה מלאה של חשיפות המגזרים השונים הפועלים בשוק לשערי חליפין. עסקות ההמרה כוללות גם עסקאות עתידיות (עסקות forward) במטבע חוץ, דהיינו עסקות המרה הנסלקות כעבור יותר משני ימי עסקים, ואפילו עד למעלה משנה. עסקת החלף במטבע חוץ היא צירוף של שתי עסקאות – עסקת המרה מיידית של מטבע חוץ, בתחילת עסקת ההחלף, ועסקת המרה עתידית בכיוון ההפוך, בתום עסקת ההחלף.

נפח המסחר היומי בשוק השקל-מט"ח הגיע בשנת 2003 ל-1.7 מיליארדי דולרים, עלייה של 10% מהשנה הקודמת. נפח עסקות ההמרה ירד ב-10%, ואילו נפח עסקות ההחלף גדל ב-33%.

קצב הגידול של נפח המסחר בשוק השקל-מט"ח פחת במידה ניכרת בשנתיים האחרונות, אולי בגלל הקצב האיטי של התפתחות שוקי הכסף וההון המקומיים.



לוח ב'-2
שוק השקל/מט"ח, לפי סוג העסקה והשותף לה, 2000 עד 2003

השנה	עסקות המרה				עסקות החלף ²			
	בנקים מקומיים ומוסדות פיננסיים זרים	בנקים מקומיים ולקוחותיהם	המסחר הבין-בנקאי	סך הכול	בנקים מקומיים ומוסדות פיננסיים זרים	בנקים מקומיים ולקוחותיהם	המסחר הבין-בנקאי	סך הכול
א. נפח המסחר היומי (ממוצעים, מיליוני דולרים)								
2000	79	407	122	608	216	92	20	328
2001	116	468	150	734	395	169	60	624
2002	133	495	198	827	475	160	64	699
2003	125	479	143	748	588	240	103	931
ב. שיעור השינוי בנפח המסחר (אחוזים)								
2001	46	15	23	21	83	83	202	90
2002	15	6	32	13	21	-5	6	12
2003	-6	-3	-28	-10	24	50	61	33
ג. נתח השוק (אחוזים)								
2000	13.1	66.9	20.0	100	65.9	28.0	6.1	100
2001	15.8	63.8	20.4	100	63.3	27.1	9.7	100
2002	16.1	59.9	24.0	100	68.0	22.8	9.2	100
2003	16.7	64.1	19.2	100	63.1	25.8	11.1	100

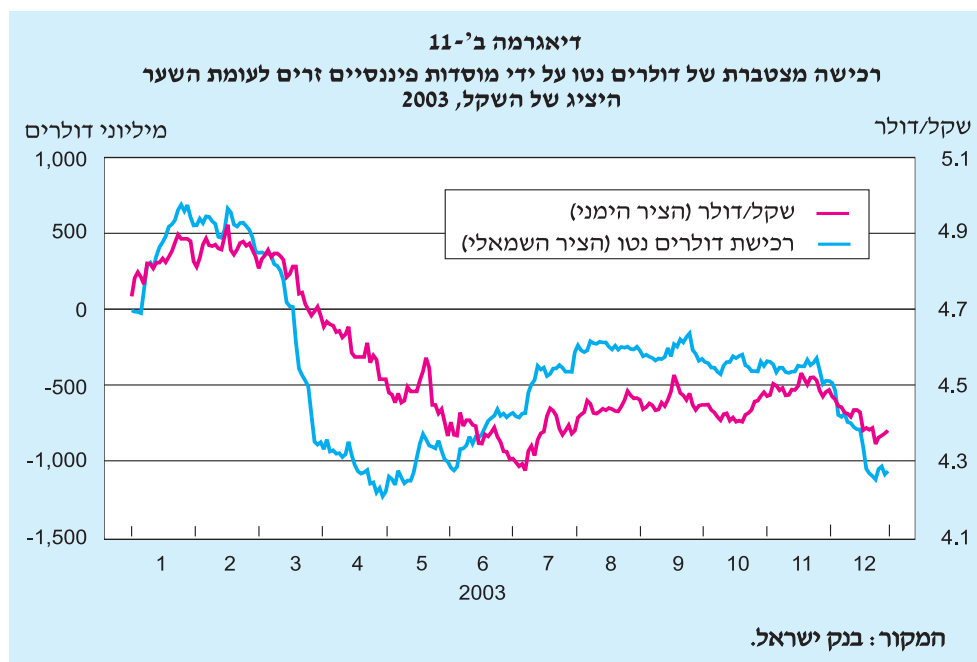
(1) הנתונים לשנת 2000 מתייחסים לתקופה יוני-דצמבר, בה נתקבלו לראשונה נתונים מפורטים על הצד השותף לעסקה.

(2) כולל צד אחד של עסקות החלף.

המקור: בנק ישראל.

התפתחויות אחרונות אלה בשוק השקל-מטבע חוץ יש לבחון גם על רקע הצטמצמות הפעילות העולמית במטבע חוץ, בשיעור של 19%, בין השנים 1998 ל-2001, על פי הנתונים שפירסם ה-BIS, ומה עוד שב-2004 צפויה הצטמצמות נוספת⁶. הסיבות העיקריות לכך הן הגידול של נתח העסקאות האלקטרוניות בשוק ההמרה הבין-בנקאי, מיזוגים בענף הבנקאות והשקת האירו (ב-1999).

בדיאגרמה ב' 10- ובלוחות ב' 2-א-ג מתוארים נפח המסחר היומי בשוק השקל-מטבע חוץ בשנת 2003 ובשנים קודמות. העסקאות בין הבנקים המקומיים לבין לקוחותיהם בשנת 2003 הסתכמו ב-43% מהיקף השוק, כמו ב-2002. עסקאות בין הבנקים המקומיים לבין מוסדות פיננסיים זרים היוו אף הן 43% מהשוק בשנת 2003, לעומת 40% ב-2002. בעסקות ההחלף היה חלקם של המוסדות הפיננסיים הזרים בשנת 2003 63% מהיקף הפעילות, כמו בשנת 2001, אולם פחות מאשר ב-2002 (68%). עסקות החלף משמשות את המוסדות הפיננסיים הזרים למימון פוזיציות פתוחות בשקלים - הן פוזיציות על שיעורי ריבית והן פוזיציות על שערי חליפין. עסקות החלף ניתן לגלגל על פני תקופות קצרות, ואפילו יומיות, ולפיכך הן מגדילות את נפחו הכולל של המסחר. בשוק עסקות ההמרה גדל מעט חלקם של המוסדות הפיננסיים הזרים - מ-16.1% בשנת 2002 ל-16.7% ב-2003. בשתי תקופות במהלך השנה היו המוסדות הפיננסיים הזרים פעילים במיוחד במכירת דולרים ורכישת שקלים: מאמצע פברואר עד סוף מאי ומאמצע נובמבר עד אמצע דצמבר (דיאגרמה ב' 11-). השתתפותם הפעילה של המוסדות הפיננסיים הזרים בשוק אפיינה אותן תקופות שבהן השינוי בשער החליפין שקל-דולר היה גדול יחסית ותנודתיות השער גברה - ואילו התקופות שבהן המוסדות הפיננסיים הזרים היו פעילים פחות בשוק אופיינו בשינויים קטנים יותר בשער החליפין ובתנודתיות נמוכה יותר שלו.



6 אחת לשלוש שנים מפרסם ה-BIS סקר בנקים מרכזיים על הפעילות בשוק מטבע החוץ והנגזרים. הנתונים האחרונים בסקר מתייחסים לשנת 2001.

ריכוזיות השוק. שוק השקל-מטבע חוץ מאופיין בריכוזיות גבוהה: ראשית, מספר עושי השוק קטן; שנית, שלושת הבנקים הגדולים מבצעים כ-57% מנפח הפעילות בשוק ההמרה, וחמשת הבנקים הגדולים - כ-83%. אמנם רמת הריכוזיות של השוק ירדה מעט מ-1998 עד 2002 (חלקם של שלושת הבנקים הגדולים ירד מ-60% ל-55%, ושל חמשת הבנקים הגדולים מ-85% ל-79%) - אולם מגמה זו התהפכה בשנת 2003. מפני הריכוזיות הגבוהה, עושי שוק מעטים מאוד מספקים את הנוזלות לשוק, ולכך יכולה להיות השפעה מעכבת על התפתחותו בעתיד.

שוק השקל-מט"ח מאופיין בריכוזיות גבוהה: עושי שוק מעטים מאוד מספקים את כל הנוזלות לשוק זה.

הפעילות של המוסדות הפיננסיים הזרים בשוק השקל-מט"ח מאופיינת אף היא בריכוזיות רבה (לוח ב'-3): מתוך למעלה מ-100 מוסדות פיננסיים זרים שסחרו בשוק זה בשנת 2003, רק מוסדות מועטים עשו זאת באופן פעיל. בשוק עסקות ההמרה, למשל, 76 מוסדות פיננסיים זרים, בממוצע, פעלו בכל חודש. בממוצע, רק 17 מוסדות ביצעו יותר מ-10 עסקאות בחודש, ואילו 38 מוסדות ביצעו רק עסקה אחת או שתיים בכל חודש. אשר לנתחי השוק - שלושה מוסדות ביצעו 46% מפעילות ההמרה של המוסדות הפיננסיים הזרים, וחמישה מוסדות ביצעו 63% מפעילות זו. בשוק עסקות ההחלף 46 מוסדות, בממוצע, עשו עסקאות בכל חודש, פחות במידה ניכרת מאשר בשוק ההמרה. סביר להניח ששוק ההמרה מורכב למעשה ממספר מוסדות המבצעים עסקאות מטעמים מסחריים גרידא, ואינם נוהגים להשתמש בשוק ההחלף כדי לממן את הפוזיציות שלהם ו/או לנהל את תזרימי המזומנים שלהם במטבע חוץ. בממוצע, 22 מוסדות ביצעו יותר מ-10 עסקות החלף, וכ-13 מוסדות ביצעו רק עסקת החלף אחת או שתיים - פחות, משמעותית, מאשר בשוק ההמרה. נראה שמרבית המוסדות המבצעים עסקות החלף מגלגלים (מחדשים) עסקאות אלו מספר פעמים בחודש כדי לממן את הפוזיציות שלהם במטבע חוץ. 38% מנתח השוק של עסקות ההחלף בוצעו על ידי שלושה מוסדות, ו-52% בוצעו על ידי חמישה מוסדות.

פעילותם של מוסדות פיננסיים זרים בשוק השקל-מט"ח מאופיינת גם היא בריכוזיות רבה.

הומוגניות-הטרונגניות של השוק. מדד למידת ההומוגניות-הטרונגניות של שוק ההמרה מראה שהפעילות היומית נטו של המוסדות הפיננסיים הזרים גדולה מזו של הלקוחות המקומיים, ופירוש הדבר שהראשונים מהווים קבוצה הומוגנית יותר

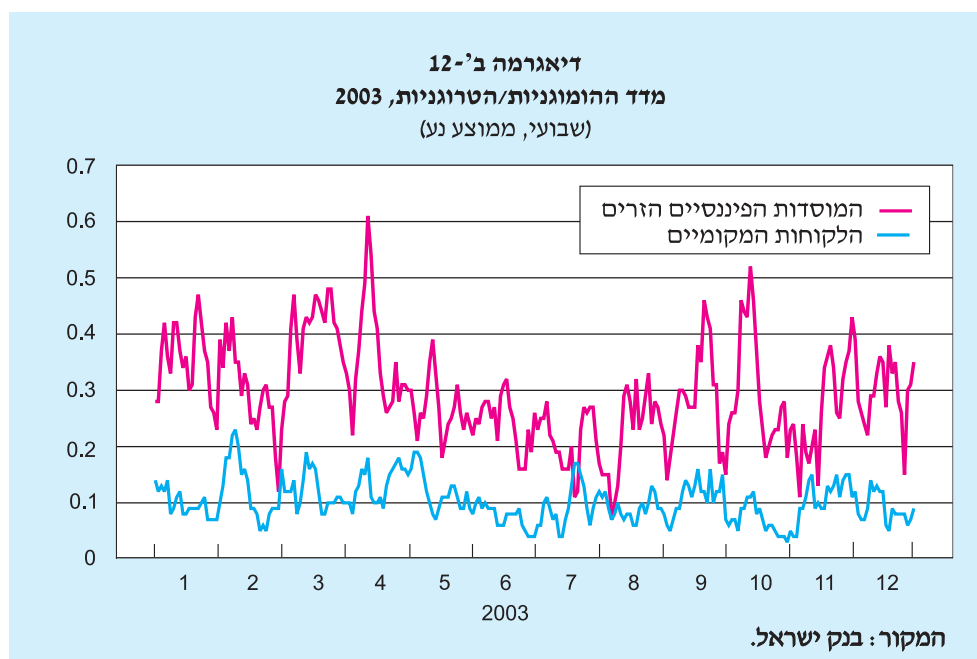
לוח ב'-3
פעילותם של המוסדות הפיננסיים הזרים בשוק השקל/מט"ח, 2003
(ממוצע חודשי)

נתח השוק (אחוזים)		מספר המוסדות			
של חמשת המוסדות הגדולים	של שלושת המוסדות הגדולים	שביצעו רק עסקה אחת או שתיים בחודש	שביצעו יותר מ-10 עסקאות בחודש	שביצעו יותר מ-20 עסקאות בחודש	שפעלו בשוק בכל חודש
63	46	38	17	8	76
52	38	13	22	9	46

המקור: בנק ישראל.

פעילותם של מוסדות
פיננסיים זרים בעסקות
ההמרה הומוגנית יותר
מזו של הלקוחות
המקומיים של הבנקים,
אך אי אפשר לראות
באחת משתי הקבוצות
קבוצה הומוגנית ממש.

מהאחרונים. עם זאת אי אפשר לראות באחת משתי הקבוצות קבוצה הומוגנית ממש. המדד מחושב על ידי חלוקת הערך המוחלט של הפער בין סך הקניות ולבין סך המכירות של מטבע חוץ בנפח המסחר הכולל, על בסיס יומי. המדד משקף הומוגניות מוחלטת כשהוא שווה ל-1 והטרוגניות מוחלטת כשהוא שווה לאפס. המדד הממוצע עמד על 0.29 למוסדות פיננסיים זרים במהלך שנת 2003, לעומת 0.10 ללקוחות מקומיים – בדומה לרמות של 0.28 ו-0.09, בהתאמה, בשנת 2002. תוצאות אלה מתקבלות על הדעת, אינטואיטיבית, משום שהלקוחות המקומיים הם קבוצה הטרוגנית, הסוחרת במטבע חוץ למיגוון מטרות (יבוא, יצוא, ניהול כספים, השקעה, ספקולציה, תיירות ואחרים). במהלך שנת 2003 המדד למוסדות פיננסיים זרים היה גדול מ-0.30 ב-110 ימי מסחר (כמחצית מימי המסחר במהלך השנה). כלומר, בתקופות מסוימות המוסדות הפיננסיים הזרים פועלים כמעין קבוצה הומוגנית (דיאגרמה ב'-12).



4. נפח המסחר בשוק מטבע חוץ-מטבע חוץ

נפח המסחר היומי בשוק
המט"ח-מט"ח הגיע
בשנת 2003 ל-2.2
מיליארדי דולרים, עלייה
של 10% משנת 2002.

נפח המסחר היומי הממוצע בשוק המט"ח-מט"ח הגיע בשנת 2003 ל-2.2 מיליארדי דולרים, לעומת 2.0 מיליארדי דולרים ב-2002 – גידול של 10%. בשנת 2003 הסתכמו עסקות ההמרה ב-1.5 מיליארדי דולרים, ואילו עסקות ההחלף הסתכמו ב-667 מיליוני דולרים. זאת לעומת 1.3 מיליארדי דולרים ו-722 מיליוני דולרים, בהתאמה, בשנת 2002.

כפי שניתן לראות בלוח ב'-4, אופיו של המסחר בשוק המט"ח-מט"ח שונה מאופי המסחר בשוק השקל-מט"ח. הבדל אחד הוא שבשוק עסקות ההמרה המוסדות הפיננסיים הזרים הם יותר ממחצית מכלל הפעילות, 56.9%, ואילו פעילות הלקוחות המקומיים מסתכמת ב-42.2% מהשוק. הפעילות הבין-בנקאית זניחה. מכאן עולה כי הבנקים בישראל מאזנים את עסקות המט"ח-מט"ח של לקוחותיהם כנגד הבנקים הזרים, שהם

עושי השוק הטבעיים של המסחר בשוק המט"ח-מט"ח. נוסף על כך נראה שחלק מעסקות המט"ח-מט"ח הן תוצאה של עסקות שקל-מט"ח: מאחר שהשקל נסחר בעיקר מול הדולר, כשלוקח מקומי רוצה לסחור בשקל מול מטבע שלישי, הבנק המקומי יאזן את הפוזיציה שלו בשתי עסקאות - עסקת שקל-דולר נגד עושה שוק מקומי אחר ועסקה בדולר מול המטבע השלישי נגד מוסד זר. ההבדל השני בין המסחר בשוק שקל-מט"ח לבין המסחר בשוק מט"ח-מט"ח הוא שחלק הארי של הפעילות בעסקות ההחלף, 83.4%, מתנהל בין הבנקים המקומיים לבין המוסדות הפיננסיים הזרים, ואילו פעילות הלוקחות מהווה 16.1% מהשוק. על פי הערכת הפעילים בשוק, מרבית הפעילות בעסקות ההחלף בשוק המט"ח-מט"ח היא ביזמת הבנקים המקומיים, המשתמשים בעסקאות אלו לשם הניהול הפנימי של תזרים המזומנים היומיומי שלהם. חידוש עסקות החלף על בסיס יומי, כאמור, מנפח את היקפן של העסקאות בשוק. כן נראה שכאשר לקוחות ישראלים נוטלים פוזיציות בשוק מטבע החוץ, הם עושים זאת בראש ובראשונה באמצעות המרות ועסקאות עתידיות במטבע חוץ. כדי לממן פוזיציות אלה, הם לווים מטבע חוץ במישרין מהבנקים המקומיים, ולכן אינם זקוקים למימון באמצעות עסקות החלף. הבנקים המקומיים יכולים לממן פעילות זו באמצעות עסקות החלף עם המוסדות הפיננסיים הזרים.

לוח ב'-4

שוק המט"ח/מט"ח, לפי סוג העסקה והשותף לה, 2000 עד 2003

השנה	עסקות המרה				עסקות החלף ²			
	בנקים מקומיים ומוסדות פיננסיים זרים	בנקים מקומיים ולקוחותיהם	המסחר הבין-בנקאי	סך הכול	בנקים מקומיים ומוסדות פיננסיים זרים	בנקים מקומיים ולקוחותיהם	המסחר הבין-בנקאי	סך הכול
א. נפח המסחר היומי (ממוצעים, מיליוני דולרים)								
2000	451	392	28	871	272	23	1	296
2001	655	587	33	1,275	433	25	5	463
2002	712	562	39	1,313	678	41	3	722
2003	889	660	13	1,562	556	107	4	667
ב. שיעור השינוי בנפח המסחר (אחוזים)								
2001	45	50	18	46	59	9	400	56
2002	9	-4	18	3	57	64	-40	56
2003	25	17	-67	19	-18	161	33	-8
ג. נתח השוק (אחוזים)								
2000	51.8	45.0	3.2	100	91.9	7.8	0.3	100
2001	51.4	46.0	2.6	100	93.5	5.4	1.1	100
2002	54.2	42.8	3.0	100	93.9	5.7	0.4	100
2003	56.9	42.3	0.8	100	83.4	16.0	0.6	100

(1) הנתונים לשנת 2000 מתייחסים לתקופה אוקטובר-דצמבר, בה נתקבלו לראשונה נתונים מפורטים על הצד השותף לעסקה.

(2) כולל צד אחד של עסקות החלף.

המקור: בנק ישראל.

נספח ב'-1: השערים היציגים¹

השערים היציגים הם שערי חליפין של מטבעות החוץ ושל סל המטבעות במונחי שקלים. השער היציג של מטבע חוץ מסוים הוא אינדיקטור לשער החליפין של אותו מטבע במשק²; הוא מבוסס על ממוצע שערי הקנייה והמכירה שמפרסמים הבנקים, ואינו משקף בהכרח שערים של עסקאות שבוצעו. אין לשערים היציגים מעמד רשמי מחייב על פי דין, ואין הם מתפרסמים ב"רשומות". עיקר השימוש בהם הוא לצורכי שיערוך וכשערים שאליהם מתייחסים חוזים. עם זאת צדדים בעסקה הצמודה למטבע חוץ רשאים לבצע בהכל שער חליפין המוסכם ביניהם. השער היציג לא יחול על עסקה כזאת, אלא אם כן הסכימו הצדדים על כך במפורש.

מדינות שונות במערב, שבהן מתקיים מסחר דו-צדדי בשוק מטבע החוץ, נוהגות אף הן לפרסם שער "יציג": הבנק המרכזי האמריקאי ה-Federal Reserve Bank (מפרסם פעמיים ביום שערי אמצע של המסחר בשוק הבין-בנקאי בניו יורק, על מסכי Reuters. (ראו מסך 1FED); הבנק המרכזי האנגלי ה-Bank of England (מפרסם בכל יום שער אמצע, הנקבע על פי הערכותיו. שער זה מתפרסם בשעה 11.00, אף הוא מעל מסך Reuters. (ראו מסך BOE/SAF).

בנק ישראל מחשב את השערים היציגים פעם אחת ביום, בימי העבודה במטבע חוץ בלבד, ומוסר אותם לידיעת הציבור כשירות מידע גרידא. בימי שבת וראשון ובימי שבתון בישראל אין שערים יציגים; כמו כן אין שערים יציגים בחג המולד, בראש השנה האזרחית ובחג הפסחא, שבהם שוקי מטבע החוץ ברוב מדינות העולם סגורים³. ייתכנו, כמובן, מקרים נוספים שבהם לא יהיה ניתן לפרסם שערים יציגים, לכל המטבעות או לחלק מהם – מפאת מחסור בנתונים, אי קיום עסקים במטבע חוץ וכדומה.

מידע על השערים היציגים החדשים נמסר בדרך כלל החל בשעות אחר הצהריים. (ראו להלן). מועד זה אינו מוחלט, וייתכנו מקרים שבהם השערים ייקבעו ויימסרו לציבור בשעות אחרות. לפיכך מן הראוי כי הצדדים לעסקה הצמודה לשער היציג יסכימו ביניהם מראש מהו השער היציג שיחול על העסקה – השער היציג שנקבע ביום העסקה, השער היציג שנקבע לאחרונה לפני יום העסקה, או השער היציג שנקבע ביום מסוים אחר, לפני יום העסקה או אחריו.

1 מידע זה תקף בעת פרסומו. אין הוא תחליף לחוק, לתקנה או להוראה. פרטים והסברים נוספים ניתן לקבל במחלקת מטבע חוץ, מרכז מידע כללי, טל' 02-6552321.

2 השער היציג למטבע מסוים אינו זהה בהכרח לאחד משערי החליפין שעשויים להיות לאותו מטבע, למשל: שערים שונים של הבנקים המסחריים ללקוחותיהם, שערי קנייה ומכירה של שטרי כסף (בנקוטים) ושל העברות והמחאות ושערים בין-בנקאיים.

3 עד ה-31 ביולי 1986 לא פורסמו שערים יציגים למטבעות של המדינות השונות גם בימי שבתון של אותן מדינות.

השער היציג של דולר-ארה"ב חושב עד ל-23 במאי 1990 כממוצע של שער הקנייה והמכירה (העברות והמחאות) של הדולר בבנקים, כפי שאלה דיווחו לבנק ישראל. החל ב-24 במאי 1990, מועד שבו הונהג המסחר הרב-צדדי בדולרים כנגד שקלים בין בנק ישראל לבנקים הסוחרים המוסמכים, ועד לביטול המסחר הרב-צדדי, השער היציג היומי היה השער שבו נסגר המסחר באותו היום. עם ביטול המסחר הרב-צדדי בין הבנקים לבין בנק ישראל, ב-3 באפריל 1995, והעברת כל המסחר לשיטה הדו-צדדית⁴, עודכנה גם שיטת קביעתו של השער היציג. החל ממועד זה השער היציג של הדולר ליום מסוים הוא השער הממוצע שהתקיים במסחר הבין-בנקאי הדו-צדדי סמוך לשעת סיומו של יום העסקים בשקלים, כפי שנקבע בידי המפקח על הבנקים. השער הממוצע מחושב על סמך דגימה של שערי החליפין שמפרסמים הבנקים על מסכי Reuters, דגימה שנלקחת ברגע אקראי בין השעות 14.15 ו-15.15. (בימי ו' ובערבי חגים - בין השעות 11.15 ו-12.15). השער היציג מחושב על בסיס שערי האמצע של הבנקים שנדגמו, והוא אינו מביא בחשבון שערים שנדגמו אך חרגו מהממוצע שהתקבל במדגם ביותר משתי סטיות תקן. במקרים נדירים, שבהם השער המחושב אינו משקף את השערים ששררו בשוק, מופעל שיקול דעת בקביעתו. השער היציג מתפרסם זמן קצר אחרי השעה 15.15. (בימי ו' וערבי חגים - זמן קצר אחרי השעה 12.15).

השערים היציגים של מטבעות אחרים מחושבים לפי השער היציג של הדולר ולפי שערי אותם מטבעות לעומת הדולר בשוקי המטבע הבין-לאומיים ברגע קביעת השער היציג. לפיכך היחסים בין השערים היציגים של מטבעות שונים משקפים את שערי החליפין בין מטבעות אלה בחו"ל בשעת קביעתם.

ב-4 בינואר 1999, בעקבות הנהגת מטבע האירו (euro) במדינות האיחוד המוניטרי האירופי, התחיל בנק ישראל לפרסם שער יציג למטבע האירו במקום שער יציג ל"יחידת המטבע האירופית" (ECU). הבנק המשיך לפרסם שערים יציגים למטבעות הלאומיים של המדינות החברות באיחוד המוניטרי האירופי עד וכולל ה-25 בינואר 2002⁵. ב-1 בינואר 2002 נכנסו למחזור שטרות ומטבעות הנקובים במטבע האירו, והוא יהיה המטבע היחיד במדינות האיחוד המוניטרי האירופי. המטבעות הלאומיים של מדינות אלו חדלו לשמש הילך חוקי במהלך החודשיים הראשונים של 2002, במועדים שונים ממדינה למדינה. על רקע זה, הפסיק בנק ישראל, ב-26 בינואר 2002, לפרסם שערים יציגים למטבעות הלאומיים של האיחוד המוניטרי האירופי.

4 על המעבר לשיטת המסחר הדו-צדדי הרציף ראו: בנק ישראל, מחלקת מטבע חוץ, שערי חליפין של מטבעות חוץ בישראל, 1994, עמ' 15-16.

5 ייתכנו הפרשים בין השערים (בשקלים) המחושבים למטבעות של המדינות החברות באיחוד האירופי באמצעות השער היציג של האירו, לבין השערים היציגים שבנק ישראל מפרסם למטבעות אלו. הסבר מפורט לעניין זה ראו בהודעה לעיתונות מיום 15 בספטמבר 1998.

נספח ב'-2: סל המטבעות

ב-19 ביולי 1976 הונהג לראשונה "סל המטבעות". הרכבו היה מבוסס על ההרכב המטבעי של חלק מיצוא הסחורות והוא הכיל חמישה מטבעות: דולר של ארה"ב, מרק גרמני, לירה שטרלינג, פרנק צרפתי וגילדר הולנדי. באותה התקופה בוצעו "פיחותים זוחלים" בשער הל"י לעומת הסל. ניהול מדיניות שער החליפין כלפי סל המטבעות נמשך עד סוף אוקטובר 1977, ואז הונהגה מדיניות של ניוד מנוהל.

ביולי 1985, עם הפעלת תכנית הייצוב, הונהג משטר של שער חליפין קבוע כלפי הדולר של ארה"ב, וב-1 באוגוסט 1986 הונהג סל מטבעות חדש. המטבעות המרכיבים אותו ומשקלונותיהם (לוח נ'-ב'2) משקפים את הרכב סחר החוץ של ישראל בסחורות ושירותים (היבוא והיצוא למעט יהלומים). מאז שנקבע הסל מוגדרים הפרמטרים של משטר שער החליפין (כיום רצועת הניוד) במונחי שער השקל ביחס לסל המטבעות, ולא ביחס למטבע אחד.

מספר היחידות של כל מטבע בסל נקבע בהתאם למשקלו בסחר החוץ בשנה הקלנדרית הקודמת ולשערי החליפין הצולבים (cross rates) בעולם בעת קביעת הרכב הסל. מספר היחידות בסל קבוע, אך משקלו של כל מטבע עשוי להשתנות בכל יום, בהתאם לשינויים בשערי החליפין הצולבים. כך, למשל, כשהדולר מתחזק בעולם, משקלו בסל עולה, ולהפך.

מאז שנקבע ההרכב המקורי של הסל בודק בנק ישראל מעת לעת את הרכב הסחר בשנה החולפת, ומשווה אותו עם הרכב הסל הממוצע באותה שנה. מאחר שעד תחילת 1995 נמצאו הבדלים קלים בלבד בין הרכב הסחר בפועל להרכב סל המטבעות, לא שונה הרכב הסל עד אז, מעבר לשינויים השוטפים החלים במשקלות כתוצאה מתנודות השערים הצולבים בעולם. בבדיקה שנערכה ב-1995 על פי נתוני הסחר של שנת 1994, נמצא כי באותה שנה היה משקלו של הדולר בסל נמוך ממשקלו בסחר החוץ ב-3.2 נקודות אחוז. לכן הוחלט ב-5 ביוני 1995 להגדיל את משקל הדולר בסל המטבעות בשיעור דומה, תוך הקטנה מקבילה של משקלות שאר המטבעות. בדיונים בין משרד האוצר לבנק ישראל סוכם כי בכל שנה ייבדקו נתוני הסחר הסופיים של השנה הקודמת, ואם יימצא פער של 2 נקודות אחוז לפחות בין משקלו של אחד המטבעות בסל לבין משקלו בסחר, תבוצע, ב-30 באפריל, התאמה של הרכב הסל.

על פי אותה החלטה הוגדל ב-30 באפריל 1996 משקל הדולר בסל ב-3.3 נקודות אחוז, ובמקביל הוקטנו משקלונותיהם של יתר המטבעות. באפריל 1997 נערכה השוואה בין הרכב הסל לבין הרכב הסחר הממוצע בשנת 1996, ונמצא כי לא היה פער משמעותי ביניהם. לכן הוחלט שלא לשנות את הרכב יחידות המטבע בסל לשנת 1997. בדיקות דומות נערכו באפריל 1998 ובאפריל 1999 (על פי נתוני הסחר בשנים 1997 ו-1998). גם במועדים אלו לא שונה הרכב יחידות המטבע של הסל. לפי הבדיקה שנערכה באפריל 2000, הורד משקלה של הלירה שטרלינג בסל המטבעות ב-2.1 נקודות אחוז, ומשקלונותיהם של המטבעות האחרים שונו בהתאם. לפי בדיקות נתוני הסחר של השנים 2000, 2001 ו-2002, לא שונה הרכבו של הסל באפריל 2001, 2002 ו-2003.

בעקבות הנהגת מטבע האירו במדינות האיחוד המוניטרי האירופי חל, ב-4 בינואר 1999, שינוי בסל: מטבע האירו החליף את המרק הגרמני ואת הפרנק הצרפתי. חשוב להדגיש כי שינוי זה הוא טכני בלבד, ואין בו כדי להשפיע על ערכו של סל המטבעות. שינוי זה אף אינו קשור להתאמה השגרתית הנערכת בהרכב הסל, במידת הצורך, ב-30 באפריל.

לוח נ'ב'-2-1
משקל המטבעות בסל, 1986 עד 2003
(אחוזים)

הסל	תאריך	דולר ארה"ב	מרק גרמני	לירה שטרלינג	פרנק צרפתי	יין יפני	אירו
בעת קביעת ההרכב							
סל 86	01.08.86	60.0	20.0	10.0	5.0	5.0	
סל 95	05.06.95	54.8	24.2	8.3	5.6	7.1	
סל 96	30.04.96	60.3	21.0	8.0	5.1	5.6	
סל 00	02.05.00	64.8		6.8		6.4	22.0
בסופי שנה							
	31.12.96	60.3	20.7	9.0	5.0	5.0	
	31.12.97	63.0	18.7	9.1	4.6	4.7	
	31.12.98	62.0	19.7	8.2	4.8	5.3	
	31.12.99	63.4	-	9.0	-	6.0	21.6
	31.12.00	64.9	-	6.5	-	6.1	22.5
	31.12.01	66.2	-	6.5	-	5.5	21.8
	31.12.02	62.9	-	6.9	-	5.7	24.5
	31.12.03	59.1	-	7.2	-	5.9	27.8

המקור: בנק ישראל.

כפי שצוין לעיל, משקלוֹתיהם של המטבעות שבסל משתנים בכל יום עסקים. מספר היחידות של כל מטבע בסל הוא כפי שמוצג בלוח נ'ב-2-2.

לוח נ'ב-2-2 יחידות המטבע המרכיבות את הסל						
הסל	דולר ארה"ב	מרק גרמני	לירה שטרלינג	פרנק צרפתי	יין יפני	אירו
סל 86	0.6000	0.4177	0.0670	0.3394	7.7000	
סל 95	0.6372	0.3964	0.0604	0.3222	7.0106	
סל 96	0.6741	0.3588	0.0589	0.2933	6.5437	
סל 96 (אירו) ¹	0.6741	-	0.0589	-	6.5437	0.2282
סל 00	0.6698	-	0.0453	-	7.2411	0.2493

(1) התאמה לאירו ב-1999, ללא שינוי בהרכב יחידות המטבע בסל שנקבע ב-1996.
המקור: בנק ישראל.

נספח ב'-3: רצועת הניוור של שער החליפין

ב-3 בינואר 1989 שינה בנק ישראל, בהתייעצות עם משרד האוצר, את מדיניות קביעת שער החליפין של סל המטבעות: במקום שער קבוע לאורך זמן, שרמתו מותאמת מדי פעם בפעם, הוגדר לשער החליפין תחום השתנות בגבולות של 3 אחוזים מעל ומתחת לשער האמצעי. במירווח התנועה סביב שער האמצעי באו לידי ביטוי הביקוש וההיצע של מטבע החוץ. אחת למספר חודשים בוצעה התאמה (פיחות) של שער האמצעי. ב-1 במאוס 1990 הורחבו גבולות הרצועה ל- $\pm 5\%$ אחוזים.

ב-17 בדצמבר 1991 הוכנס במדיניות של קביעת שער החליפין שינוי נוסף, שעל פיו התבצעה התאמה הדרגתית, קבועה וידועה מראש, של שער האמצעי ושל תחום הניוור: שער האמצעי עלה מדי יום ביום בשיעור קבוע, כך ששיעור עלייתו השנתי המצטבר היה קבוע וידוע מראש (וכך גם לגבי הגבול העליון והגבול התחתון של תחום הניוור). רצועת הניוור של שער החליפין הייתה משופעת, ומכאן שמה - "רצועת האלכסון". עם הנהגת הרצועה האלכסונית נשאר רוחב הרצועה כפי שהיה - 5% מעל ומתחת שער האמצעי. ב-31 במאי 1995 הורחבה הרצועה ל- $\pm 7\%$, וב-18 ביוני 1997 היא הורחבה לכ- $\pm 15\%$.

המטרה של משטר האלכסון הייתה לסמן תוואי מוגדר וידוע מראש להתפתחות שער החליפין, ובכך להקטין את אי-הוודאות במשק. השיטה הייתה אמורה גם להקטין את ההסתברות להתהוות תנועות הון ספקולטיביות, כפי שהיה בעבר כל אימת שהתפתחו ציפיות להתאמה חד-פעמית גדולה יחסית של הרצועה האופקית. זו התבצעה מדי פעם בפעם בשל הפרשי אינפלציה בין ישראל לבין הארצות שהיא סוחרת איתן. התאמות אלו היו מלוות בתנודות חריפות של שיעורי הריבית.

שיעור השיפוע של הרצועה האלכסונית נגזר תחילה מן הפער בין יעד האינפלציה בישראל במהלך השנה הקרובה, כפי שנקבע בידי הממשלה, לבין האינפלציה החזויה בחו"ל. עם הנהגתה של רצועת הניוור, נקבע לה שיפוע של 9% . ב-9 בנובמבר 1992 הוקטן השיפוע ל- 8% , וב-26 ביולי 1993 - ל- 6% . בשנים האחרונות השתנו הכללים: בפועל הותאם רק גבולה התחתון של הרצועה, לפי האפשרויות, בעוד שגבולה העליון נשאר ללא שינוי, בשיפוע תלול יותר. כתוצאה מכך הולכת הרצועה ומתרחבת. ב-18 ביוני 1997 הוקטן שיפוע הגבול התחתון ל- 4% , ושיפוע הגבול העליון הושאר ללא שינוי - 6% . ב-7 באוגוסט 1998 הוקטן שוב שיפוע הגבול התחתון ל- 2% .

ב-24 בדצמבר 2001 הורד הגבול התחתון של הרצועה באחוז אחד, ושיפועו הושטח, בשער חליפין קבוע של 4.1021 שקלים ליחידה של סל המטבעות. לכן הרצועה אינו נחשבת עוד לאלכסונית. רוחבה עמד בסוף 2003 על 54.9% (מחושב על בסיס הממוצע של גבולותיה).

6 על מדיניות שער החליפין בשנים 1948 עד 1988 ראו: בנק ישראל, מחלקת מטבע חוץ, דין וחשבון 2002, נספח ב'-4.

לוח נ-ב'3-1
השינויים ברצועת הניוד של הסל, 1989 עד 2001

הדולר		סל המטבעות			מזהות השינוי	מועד השינוי
השינוי לעומת היום הקודם (אחוזים)	השער היציג (ש"ח)	השינוי לעומת היום הקודם (אחוזים)	השער היציג (ש"ח)	שער האמצע (ש"ח)		
					הנהגת רצועה	03.01.89
				1.9480	עלייה של 13% בשער האמצע ¹ ; גבולות: ±3%	03.01.89
4.4	2.0175	4.3	2.0639	2.0649	עלייה של 6% בשער האמצע	23.06.89
					עלייה של 6% בשער האמצע הרחבת הרצועה ל-±5%	01.03.90
0.2	1.9626	-0.1	2.0941	2.1888		
2.8	2.0800	2.4	2.3086	2.4077	עלייה של 10% בשער האמצע	10.09.90
6.7	2.1920	5.8	2.4252	2.5522	עלייה של 6% בשער האמצע	11.03.91
					הנהגת רצועה אלכסונית	17.12.91
					עלייה של 3% בשער האמצע שיפוע האלכסון -9%	17.12.91
0.1	2.3100	0.1	2.5647	2.6288		
					עלייה של 3% בשער האמצע הורדת השיפוע ל-8%	09.11.92
0.6	2.6350	0.3	2.8707	2.9251		
					עלייה של 2% בשער האמצע הורדת השיפוע ל-6%	26.07.93
2.1	2.8650	1.9	3.0709	3.1511		
					עלייה של 0.8% בשער האמצע הרחבת הרצועה ל-±7% ללא שינוי בשיפוע	31.05.95
0.3	3.0050	0.4	3.5200	3.5372		
					הרחבה הדרגתית של הרצועה ל-±15% בתום שנה; שיפוע הגבול התחתון -4% ושיפוע הגבול העליון -6%	18.06.97
0.1	3.4200	0.2	3.7155	³ 3.7072 ³ 4.9213		
					שיפוע הגבול התחתון -2% ושיפוע הגבול העליון -6%	07.08.98
1.8	3.7160	1.7	3.9661	³ 3.8760 ³ 5.2583		
					הגבול התחתון הורד ב-1% שיפוע גבול התחתון -0% בשער קבוע - 4.1021 שקל/סל ושיפוע הגבול העליון -6%	24.12.01
0.3	4.3350	0.2	4.3786	³ 4.1021 ³ 6.4033		

רוחבה של רצועת הניוד עמד בסוף 2003 על 54.9% (מחושב על בסיס הממוצע של גבולותיה) והוא צפוי להתרחב בכ-5 נקודות אחוז לשנה בשנים הבאות.

(1) כולל עלייה של 5% ב-27.12.88.

(2) ללא הגבלת זמן.

(3) אלה הם השער העליון והשער התחתון של הרצועה. החל מה-18.06.97 מתייחסת מדיניות שער החליפין לגבולות הרצועה ולא לשער האמצע. שער האמצע ממשיך לשמש את מחלקת מטבע חוץ לצרכים סטטיסטיים בלבד, ואין לו משמעות מבחינת משטר שער החליפין.

המקור: בנק ישראל.