

פרק ב'

ההתפתחויות בשוק מטבע החוץ המקומי בשנת 2004

במהלך 2004 היה השקל יציב כנגד סל המטבעות: הוא פוחת ב-0.8% בלבד. זאת כתוצאה מייסוף מתון לעומת הדולר, 1.6%, ופיחות של 6.2% לעומת האירו. השקל פוחת לעומת סל המטבעות גם במונחים ריאליים, משום שעלייתו של מדד המחירים לצרכן בישראל הייתה קטנה מאשר בשותפות הסחר העיקריות שלה.

במהלך חמשת החודשים הראשונים של השנה פוחת השקל לעומת הדולר. רמתו הגיעה ל-4.634 מול הדולר באמצע מאי, על רקע התאמת תיקי נכסים על ידי תושבי ישראל, שהפכו השקעות שקליות להשקעות במטבע חוץ במהלך ינואר ופברואר, ועל רקע מכירות נטו של שקלים כנגד מטבע חוץ על ידי המוסדות הפיננסיים הזרים במארס, באפריל ובתחילת מאי.

ממאי ועד סוף השנה התחזק השקל לעומת הדולר, כתוצאה ממגמת ההיחלשות של הדולר בעולם. בסוף השנה היה השער היציג של השקל 4.308 לעומת הדולר. גורמים נוספים שתמכו בשקל מול הדולר במהלך השנה הם: הערכה כי הסביבה הגיאוגרפית והרגיעה היחסית במצב הביטחוני, גידול ההשקעות הזרות בישראל, התרחבות בשוקי ההון הגלובליים, גידול הפעילות המקומית, שנתמך בצמיחה גלובלית מתמשכת, שיפור במשמעת התקציבית, עודף בחשבון השוטף וירידה בפרמיית סיכון האשראי בעולם.

מהשוואה בין-לאומית עולה, כי שיעור הייסוף של השקל לעומת הדולר היה קטן במידה ניכרת מזה של מטבעות אחרים, של מדינות מפותחות ומתפתחות. סיבות אפשריות לכך הן שיעור הריבית הנמוך בישראל, פער הריבית הצר לעומת הדולר, שנבע ממנו, והתנודתיות הנמוכה בשער החליפין של השקל מול הדולר.

המסחר בשוק השקל-מטבע חוץ ב-2004 התאפיין ביציבות, הן בהשוואה לשנים קודמות והן בהשוואה למסחר במטבעותיהן של מדינות מתפתחות אחרות. הדבר בא לידי ביטוי בשער שקל-דולר יציב, בירידת התנודתיות של שער החליפין לשיעור של 4.3%, לעומת 7.5% בשנת 2003, בטווח הצר של המסחר בשקל-דולר, ובהקטנת מירווח הקנייה-מכירה הבין-בנקאי - מ-0.6 אגורה ב-2003 ל-0.45 אגורה ב-2004.

נפח המסחר היומי הממוצע בשוק השקל-מטבע חוץ הסתכם ב-2004 ב-1.65 מיליארדי דולרים - ירידה בשיעור זניח לעומת 1.68 מיליארדים ב-2003. הייתה זו השנה הראשונה מאז תחילת המסחר הדו-צדדי שבה נפח המסחר היומי הממוצע לא גדל. נפח המסחר היומי הממוצע בעסקות ההמרה הצטמצם בשנת 2004 עד ל-722 מיליוני דולרים, לעומת 748 מיליונים ב-2003 ו-827 מיליונים ב-2002 - ירידה המיוחסת כמעט בלעדית להצטמצמות הפעילות הבין-בנקאית.

1. שער החליפין של השקל¹

במהלך 2004 היה השקל יציב לעומת סל המטבעות²; הוא פוחד בשיעור של 0.8% בלבד. זאת כתוצאה מייסוף מתון לעומת הדולר, 1.6%, ופיחות של 6.2% לעומת האירו. השקל פוחד לעומת סל המטבעות גם במונחים ריאליים, משום שעלייתו של מדד המחירים לצרכן בישראל הייתה קטנה מאשר בשותפות הסחר העיקריות שלה. רצועת הניוד התרחבה מ-54.9% בתחילת השנה ל-60.2% בסופה³. שיפועי הגבול העליון והגבול התחתון של הרצועה נותרו ללא שינוי - 6% ואפס, בהתאמה, כמו בשנת 2003. המרחק של שער השקל מגבולה התחתון של הרצועה היה בסוף 2004 15.4%, ללא שינוי ביחס לסוף 2003 (דיאגרמות ב'1- וב'2).

מגמת השקל לעומת הדולר במהלך 2004 הושפעה בעיקר מהתפתחות הדולר בשווקים הבין-לאומיים: כשהדולר התחזק, מינואר עד אמצע מאי, השקל נחלש; כשמגמת הדולר הכללית הייתה היחלשות, מאמצע מאי עד סוף 2004, השקל התחזק. על השקל השפיעו גורמים נוספים, מקומיים וחיצוניים, אך השפעתם הייתה מתונה וקצרת טווח.

בשנת 2004 היה השקל יציב לעומת סל המטבעות, כתוצאה מייסוף מתון לעומת הדולר, 1.6%, ופיחות של 6.2% לעומת האירו.

מגמת השקל לעומת הדולר ב-2004 הושפעה בעיקר מהתפתחות הדולר בשווקים הבין-לאומיים.



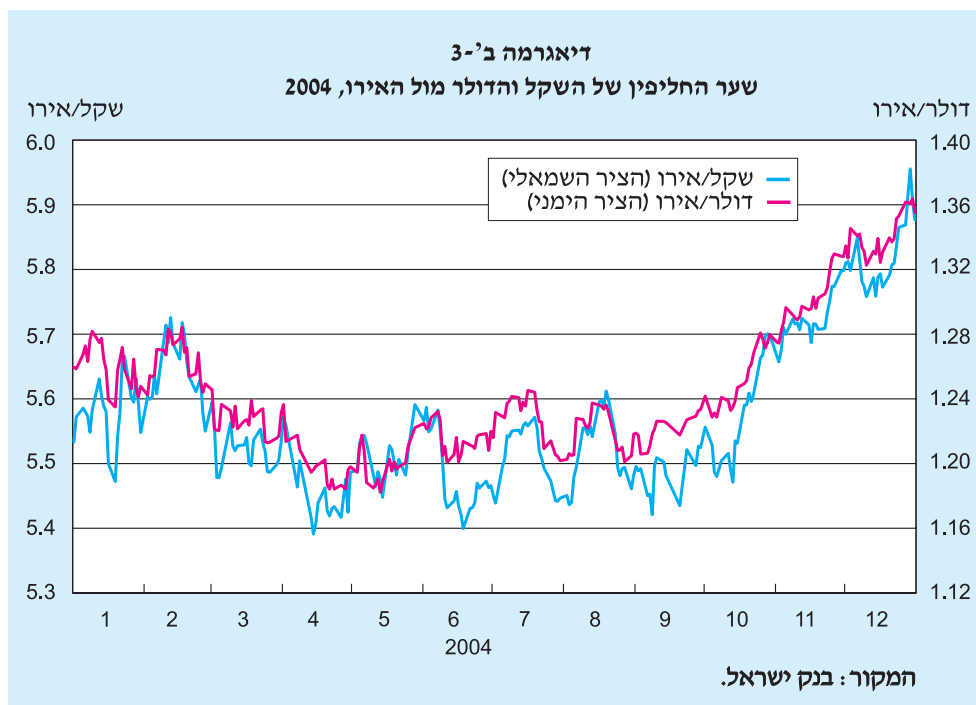
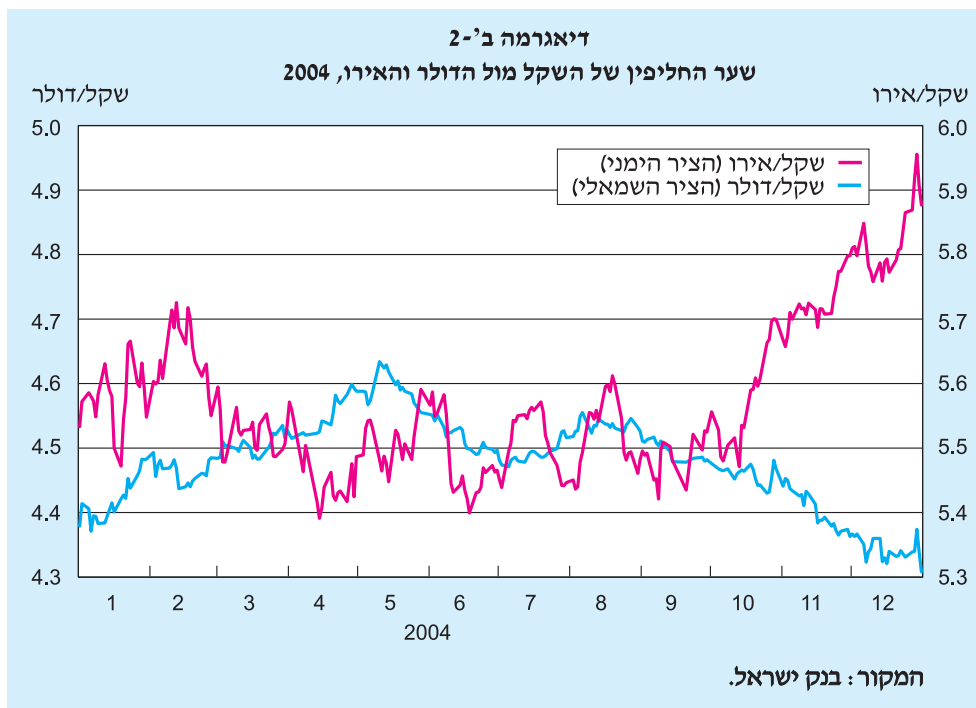
מגמת השקל לעומת האירו הייתה דומה לזו של הדולר מול האירו: השקל התחזק עד אמצע אפריל, נסחר בטווח צר יחסית מאמצע אפריל עד סוף אוגוסט, ולאחר מכן נחלש.

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-).

בצורה חדה מספטמבר עד דצמבר. בסך הכול ירד השקל לעומת האירו מרמה של 5.5331 בתחילת השנה עד ל-5.8768 בסופה (דיאגרמה ב'-3).



א. ההתפתחות במהלך השנה

בתחילת 2004 היו ציפיות כי במהלך השנה ימשיך הדולר במגמת ההיחלשות שנרשמה בשנתיים הקודמות, על רקע הגירעון הכפול העצום של ארצות הברית - הגירעון בחשבון השוטף והגירעון התקציבי. בין ינואר 2002 לדצמבר 2003 פחת הדולר ביותר מ-40% לעומת האירו ובכ-11% על בסיס משוקלל-סחר. במהלך החודשים הראשונים של 2004 נעצרה מגמה זו, והדולר החל להתחזק. הרקע להתפתחות זו היה התגברות האופטימיות באשר להתאוששות הכלכלה האמריקנית וציפיות לעליות בשיעורי הריבית. מלבד זאת נהנתה ארצות הברית, בסוף 2003 ובתחילת 2004, מזרמי השקעות נטו, שסייעו, לפחות זמנית, להקל על חששות השוק לגבי מימון הגירעון בחשבון השוטף, וכתוצאה מכך התחזק הדולר עד תחילת מאי לעומת כל המטבעות העיקריים, וכן לעומת השקל.

גורם נוסף שלחץ להחלשת השקל היה מכירת שקלים תמורת מטבע חוץ על ידי תושבי ישראל בחודשים ינואר ופברואר. לאחר מכן, במהלך מארס, אפריל ובתחילת מאי נרשמו מכירות נטו של שקלים תמורת מטבע חוץ על ידי מוסדות פיננסיים זרים. פעילותם של תושבי ישראל בינואר ופברואר באה בתגובה על השינויים בכללי המיסוי בישראל ועל ההצטמצמות הנמשכת, בפועל והצפויה, של פער הריביות בין השקל לדולר. השינויים בכללי המיסוי הביאו לירידת המס על השקעות במטבע חוץ עד לרמה שווה לזו של השקעות שקליות, דבר שהקטין את הכדאיות היחסית של השקעות שקליות. כיוון שרק חלק משינויים אלה נכנסו לתוקף ב-2004, ושינויים נוספים נקבעו לינואר 2005, תיתכן התחדשות המגמה של מכירת שקלים תמורת מטבע חוץ בטווח הארוך⁴. אשר לפער הריביות בין השקל לדולר - הצטמצמותו מ-3.8 נקודות אחוז בינואר ל-3.1 נקודות אחוז באפריל, כתוצאה מהורדות הריבית של בנק ישראל בתחילת 2004, יחד עם הציפייה להצטמצמות נוספת בהמשך השנה, עקב עליות בשיעורי הריבית של ארה"ב, הביאו למכירת שקלים תמורת מטבע חוץ על ידי תושבי ישראל, וכן להחלשת השקל.

במארס, באפריל ובתחילת מאי מכרו המוסדות הפיננסיים הזרים, נטו, שקלים תמורת דולרים. פעילות זו הייתה חלק ממגמה עולמית של סגירת עסקות carry - מכירתן של השקעות בשווקים מתעוררים ובשווקים אחרים עתירי תשואה, אשר מומנו על ידי הלוואות ממשלתיות נושאי סיכון נמוך יותר, שתשואותיהם עלו לנוכח פרסום נתונים כלכליים שהצביעו על עלייה, מוקדמת ומהירה מן הצפוי, של ריבית הבנק המרכזי האמריקני. המדינות המתעוררות נתגלו כפגיעות לעלייה של הריביות הדולריות, מפאת הזדקקותן למימון חיצוני. גם הסיכויים הגבוהים לעליית מחירי הנפט ולהאטת הצמיחה בסין העיבו על ההתפתחות הכלכלית הצפויה באחדות ממדינות אלה.

ההשקעות בניירות ערך של השווקים המתעוררים היו אטרקטיביות בשנת 2003, הודות לתשואותיהן הגבוהות ולירידה ברמת הסיכון הכלל-עולמית. כתוצאה מכך הצטמצם פער התשואות בין ניירות הערך של שווקים מתעוררים לאיגרות החוב הממשלתיות של ארה"ב - הנחשב לפרמיה על סיכון אשראי - מרמה של כ-765 נקודות

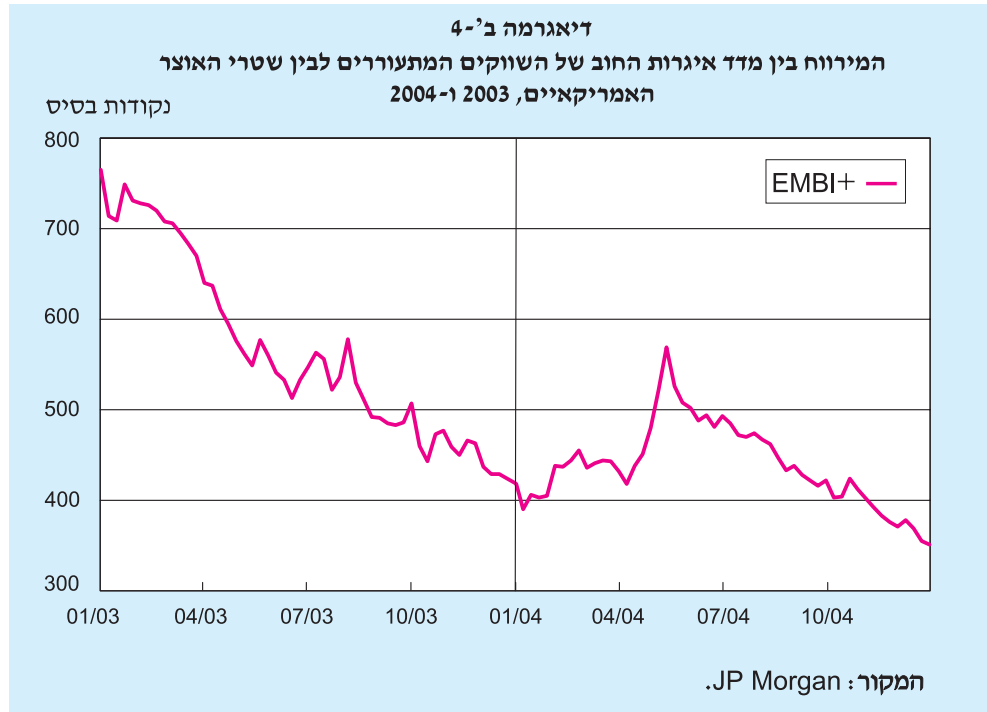
עד תחילת מאי נחלש השקל לעומת הדולר, כתוצאה מהתחזקות הדולר בשווקים הבין-לאומיים יחד עם מכירות נטו של שקלים תמורת מטבע חוץ - על ידי תושבי ישראל בינואר ובפברואר ועל ידי מוסדות פיננסיים זרים במארס, באפריל ובמאי.

תושבי ישראל מכרו שקלים בתגובה על שינויים בכללי המיסוי, שהביאו לירידת רמת המס על השקעות במט"ח עד לרמה שווה לזו של השקעות שקליות ובתגובה על הצטמצמות פער הריביות בין השקל לדולר.

המוסדות הפיננסיים הזרים מכרו שקלים במארס עד תחילת מאי, כחלק ממגמה עולמית של מכירת השקעות בשווקים מתעוררים אשר מומנו על ידי הלוואות שבהן הריבית נמוכה. זאת משום שהמדינות המתעוררות נתגלו כפגיעות לעלייה הצפויה של הריבית הדולרית.

4 לדיון נוסף בהשפעות הפוטנציאליות של השינויים בתקנות המס ראו גולן בניטה וחיים לוי: "פוטנציאל ההשפעה של ביטול אפליית המס בין ניירות ערך ישראלים לניירות ערך זרים על הרכב תיק הנכסים של הציבור", ספטמבר 2004. מפורסם באתר בנק ישראל.

בסיס בינואר 2003 ל-390 נקודות בסיס בינואר 2004 (דיאגרמה ב'-4). סגירת עסקות ה-carry בין מארס למאי 2004 גרמה להתרחבות פער זה עד לרמה של 570 נקודות בסיס.

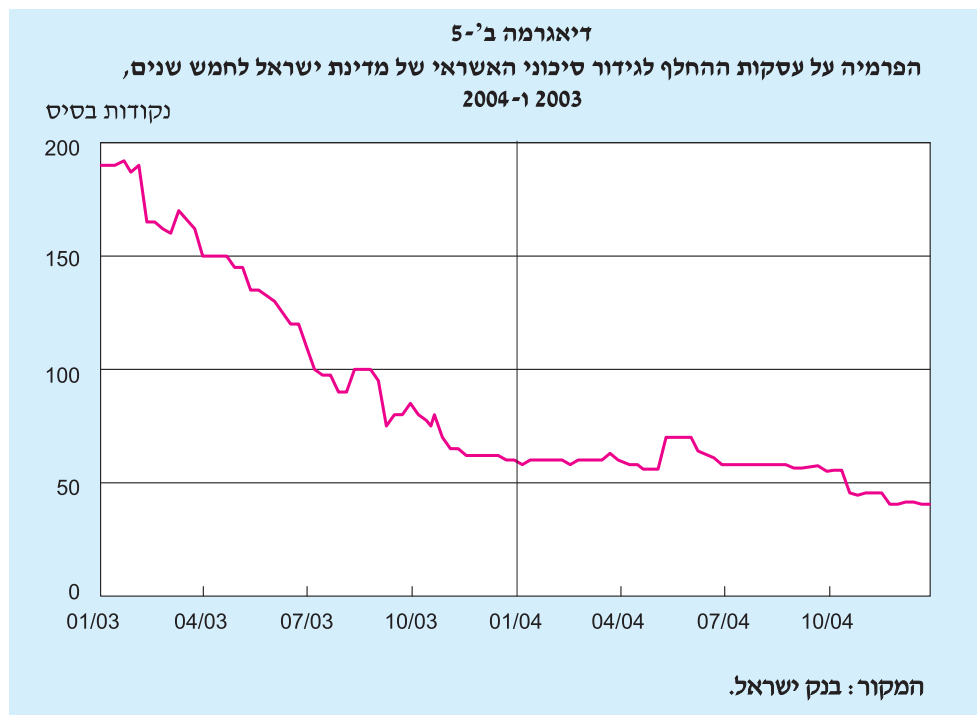


אמון במדיניות הפיסקלית של ממשלת ישראל, איזון בחשבון השוטף המקומי, שיפור בכלכלה המקומית, יבוא הון לטווח הארוך לישראל, וירידה של פרמיית סיכון האשראי של ישראל - כל אלה תמכו בשקל בחודשים הראשונים של 2004 על אף המגמה של היחלשותו.

למרות המגמה של היחלשות השקל במהלך החודשים הראשונים של השנה, היו מספר גורמים שתמכו במטבע המקומי, ובכללם: (1) אמון במדיניות הפיסקלית בעקבות אישור תקציב 2004, שכלל צעדים להפחתת הגירעונות התקציביים; (2) חשבון שוטף מאוזן; (3) שיפור בכלכלה המקומית, ובמיוחד במגזר הטכנולוגיה העילית, על רקע התאוששות הכלכלה הגלובלית; (4) יבוא הון לטווח ארוך, שמקורו בגיוסי הון של חברות ישראליות בחו"ל, אשר שיקפו את התאוששות הכלכלה הגלובלית; (5) ירידת פרמיית סיכון האשראי של ישראל, שהגיעה בשנת 2004 לרמה נמוכה מאוד, בדומה לפרמיות הסיכון של מדינות מתפתחות אחרות (דיאגרמה ב'-5).⁵

ב-10 במאי הגיע שער השקל לעומת הדולר לרמה החלשה ביותר של השנה - 4.634. מול האירו רמתו החזקה ביותר של השנה נרשמה ב-14 באפריל - 5.3911. מאמצע מאי ועד סוף אוגוסט נסחר הדולר בעולם בטווח צר, עם נטייה להיחלשות. זאת בעקבות דיווחים מתמידים, חודש-אחר-חודש, על התרחבות נוספת של הגירעון בחשבון השוטף של ארה"ב, פרסום נתונים ששיקפו פעילות כלכלית מתונה, הצהרות פומביות של ראשי הבנק המרכזי האמריקני כי קצב הריסון המוניטרי יהיה איטי מהצפוי ועליית מחירי הנפט.

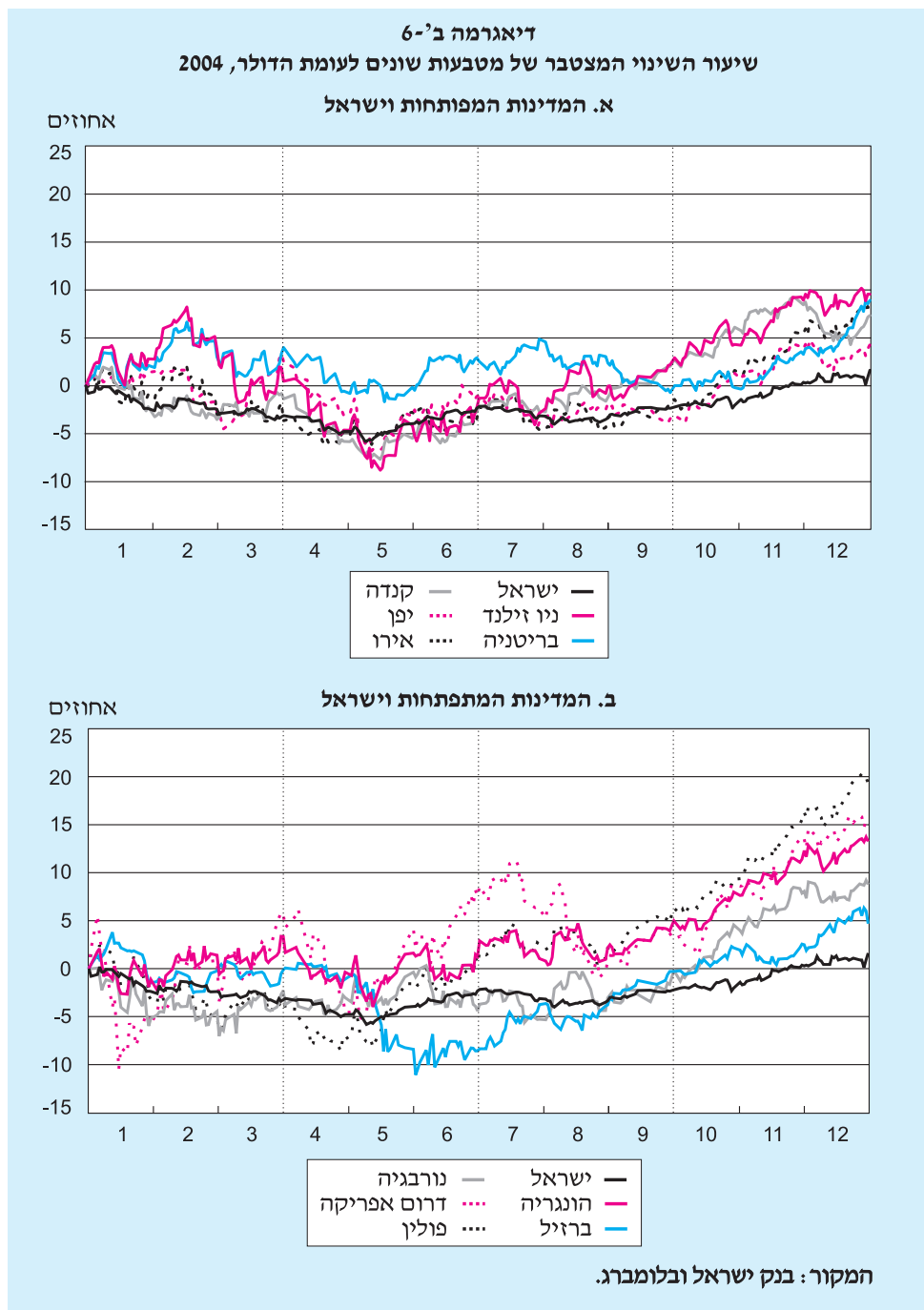
5 בדיאגרמה ב'-5 מוצגת פרמיית סיכון האשראי של ישראל כפי שהיא מתבטאת בפרמיה על עסקות החלף לגידור סיכונים אשראי (CDS - credit default swaps) של ישראל ל-5 שנים. עסקות החלף לגידור סיכונים אשראי מתוארות בדוח השנתי של מחלקת מטבע חוץ לשנת 2003.



על רקע זה תרו משקיעים בין-לאומיים, במהלך יוני ובתחילת יולי, אחר השקעות המניבות תשואות גבוהות יותר. הם חידשו את עסקות ה-carry בשווקים המתפתחים, וכך גרמו להצטמצמות המירווחים ולהתחזקות המטבעות של שווקים אלה. ההשפעה של התפתחות זו על השקל הייתה מועטה: הוא אמנם התחזק, אך הרבה פחות מאשר מטבעותיהן של מדינות מתפתחות אחרות (דיאגרמה ב'-6). נראה שהמוסדות הפיננסיים הזרים נמנעו מהשקעה בשקל בגלל התנודתיות הנמוכה שלו, שמשמעותה פוטנציאל רווח מוגבל. גם רמתם הנמוכה של שיעורי הריבית בישראל הפחיתה את התעניינות הזרים, במיוחד לנוכח שיעורי ריבית גבוהים יותר במדינות מתפתחות, וכן בכמה מדינות מפותחות כאנגליה ואוסטרליה (דיאגרמה ב'-7).

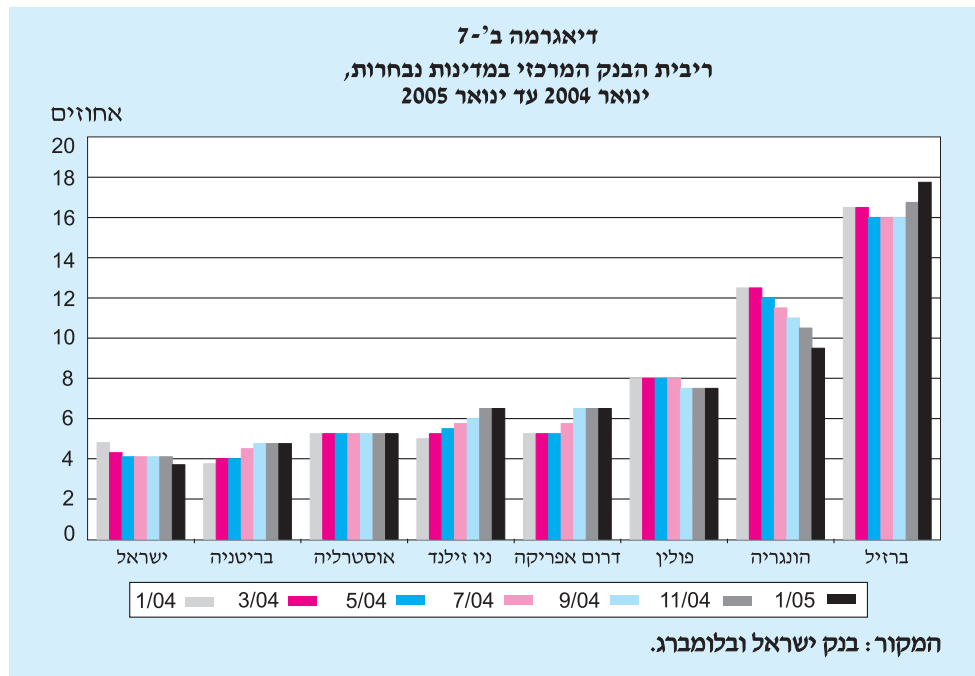
בספטמבר החלה מגמת היחלשות של הדולר, שנמשכה עד סוף השנה. בתחילתה היא נבעה מאי הוודאות לקראת הבחירות הקרובות לנשיאות ארה"ב (בנובמבר) ומהעלייה התלולה של מחירי הנפט. לתחושות השליליות תרמו נתונים שהתפרסמו באמצע אוקטובר, שלפיהם הגירעון המסחרי של ארה"ב באוגוסט היה השני בגודלו אי פעם, וכן ידיעות על האטה לא צפויה באוגוסט, ברכישת ניירות ערך אמריקניים על ידי זרים. ההאטה, במיוחד ברכישות הזרים, נתפסה בעיני פעילים בשוק כאישור לכך שהבנקים המרכזיים באסיה ויצואניות הנפט נוטים את הדולר לטובת האירו. דחיפה להיחלשות הדולר נתנו גם דברים שאמר נגיד הבנק המרכזי של ארה"ב לקראת סוף השנה - כי הגירעון הגדול עלול להניע משקיעים זרים להקטין את החזקותיהם בבכסים אמריקניים. כן הסיקו הפעילים בשוק כי הבנק המרכזי האירופי והבנק המרכזי של יפן לא יתערבו כדי לבלום את הדרדרות הדולר.

מאמצע מאי ועד סוף אוגוסט התחזק השקל במקצת לעומת הדולר, אך פחות מאשר מטבעותיהן של מדינות מתפתחות אחרות. נראה כי המוסדות הפיננסיים הזרים נמנעו מהשקעה בשקל בגלל התנודתיות הנמוכה שלו ורמתם הנמוכה של שיעורי הריבית בישראל.



השקל התחזק לעומת הדולר בין ספטמבר לסוף דצמבר, בעיקר על רקע היחלשות הדולר בעולם. עם זאת, שיעור התחזקותו של השקל היה מתון יחסית להתחזקות מטבעותיהן של מדינות אחרות.

יחד עם מטבעותיהן של המדינות המפותחות והמתפתחות, התחזק השקל לעומת הדולר בין ספטמבר לסוף דצמבר, אף כי שיעור התחזקותו היה מתון יחסית. המוסדות הפיננסיים הזרים היו פעילים במיוחד במשך תקופה זו - רכשו שקלים ומכרו דולרים, נטו. נראה כי חלק מהשקלים שהם רכשו הושקעו בשוקי ההון המקומיים, על רקע הגיאות בשוקי ההון הגלובליים.



גורמים נוספים שתמכו בשקל היו: (1) הערכה כי המצב הגיאו-פוליטי השתפר בעקבות אישור הממשלה לתכנית ההינתקות, וההנהגה הפלסטינית החדשה, לאחר הסתלקותו של ערפאת, שעוררה תקוות לחידוש המו"מ עם הפלסטינים; (2) רגיעה יחסית במצב הביטחוני, שהאיצה את גידול התיירות במהלך השנה; (3) גידול של השקעות הזרים בישראל, במיוחד בחברות הזנק; (4) גאות בשוקי ההון הגלובליים, ובכללם בורסת המניות המקומית, שהגיעה לשיאים חסרי תקדים בנובמבר ובדצמבר; (5) אקלים חיובי בכלכלה המקומית, שנתמך בציפיות להמשך הצמיחה הגלובלית ב-2005; (6) גירעון של 3.9 אחוזי תמ"ג בתקציב 2004, לעומת היעד שנקבע - 4.0%; (7) ירידה נמשכת של פרמיות סיכון האשראי לרמות נמוכות ביותר; (8) עודף קטן בחשבון השוטף; (9) לקראת סוף השנה - עלייה בציפיות להקמת קואליציה ממשלתית יציבה ורחבה.

שלושה גורמים לחצו להיחלשות השקל מול הדולר בחודשים האחרונים של 2004, אך קשה לבודד את השפעתם בגלל המגמה החזקה של היחלשות הדולר: (1) המשבר הפוליטי שהוביל להתפרקות הקואליציה בזמן הדיונים על תקציב 2005; (2) האפשרות שתקציב 2005 יחרוג מהיעד של 3% מהתמ"ג, אשר קבעה ארה"ב למתן הערבויות שאושרו ב-2003 - עקב תשלומים הקשורים לתכנית ההינתקות מעזה; (3) הצטמצמות פער הריביות מול הדולר, שהגיע בסוף השנה לשפל חסר תקדים של 1.45 נקודות אחוז, כתוצאה מהעלאת הריבית הדולרית על ידי הבנק המרכזי האמריקני במהלך המחצית השנייה של 2004 והורדה של ריבית בנק ישראל בנובמבר ובדצמבר. בניגוד לעליות הריבית בארה"ב, שהיו ברובן צפויות, הורדת הריבית המקומית בנובמבר הפתיעה את השוק. אף על פי כן, מהלך זה, והורדה נוספת של הריבית בדצמבר, נתפסו על ידי הפעילים בשוק כתגובה הולמת לאקלים הכלכלי ששרר בעת ההיא, במיוחד לנוכח שיעור האינפלציה השנתי, שעמד ב-2004 על 1.2% בלבד.

שיפור במצב הגיאו-פוליטי, רגיעה יחסית במצב הביטחוני, גידול ההשקעות של זרים בישראל, גאות בשוקי המניות ושיפור במדיניות הפיסקלית ובמצב הכלכלי היו בין הגורמים שתמכו בשקל בחודשים האחרונים של השנה.

בסוף השנה היה השער היציג 4,308 שקלים לדולר – ייסוף של 1.6% מתחילת השנה. לעומת האירו פחת השקל והגיע עד לרמה של 5.8768 – פיחות של 6.2% יחסית לרמתו בתחילת השנה.

ב. מדוע ייסוף השקל היה כה מתון?

השוואת התפתחות שער החליפין של השקל-דולר להתפתחות שערי מטבעותיהם של משקים מפותחים ומתפתחים מול הדולר מעלה את השאלה מדוע ייסוף השקל היה כה מתון (דיאגרמה ב'–6, א–ב). שאלה זו מטרידה עוד יותר לנוכח הגורמים הבאים: אקלים כלכלי חיובי בזירות המקומית והכלל-עולמית גם יחד, ירידת פרמיית הסיכון של ישראל, תחושה כי גדלים הסיכויים ליוזמות שלום חדשות וירידת ערכו של השקל במונחים ריאליים לאורך מספר שנים. אנו מציעים מספר הסברים אפשריים לביצועי-החסר היחסיים של השקל בטווח הקצר עד הבינוני.

ההסבר הראשון הוא, שרמתה הנמוכה של הריבית השקלית, במונחים אבסולוטיים, והצטמצמות פערי הריבית בין הדולר לשקל הרתיעו משקיעים פוטנציאליים. כפי שמתואר בדיאגרמה ב'–7, הרמה האבסולוטית של שיעורי הריבית לטווח קצר במספר מטבעות הייתה, במהלך השנה, גבוהה מזו של השקל, והקנתה למשקיעים תשואה גבוהה יותר. יתירה מכך, במספר מדינות הודקה המדיניות המוניטרית במהלך השנה, והמשקיעים לטווח קצר נהנו מתשואה גבוהה עוד יותר. לעומת זאת בישראל הופחת שיעור הריבית המוניטרית של הבנק המרכזי במהלך השנה עד לשפל היסטורי של 3.7%, ופער הריביות מול הדולר ירד לשפל היסטורי של 1.45 נקודות אחוז. הסבר נוסף הוא שהתנודתיות הנמוכה של שער החליפין שקל-דולר הניאה משתתפים בשוק מליטול פוזיציות על המטבע המקומי, בשל פוטנציאל הרווח המוגבל. דיון נוסף בתנודתיות שער החליפין שקל-דולר מובא בפרק הבא. אפשר שגם המצב הביטחוני, שאמנם השתפר, המשיך להרתיע משקיעים מחשיפה, או לפחות מהגדלת חשיפתם, לישראל ולמטבע שלה. ולבסוף – הרפורמה במס, המבטלת את אפליית המס בין ניירות ערך ישראליים לזרים, פעלה להחלשת השקל בשנת 2004 עקב מעבר של משקיעים ישראלים משקלים למטבע חוץ, בעיקר בחודשים הראשונים של השנה. השפעה זו צפויה להימשך בטווח הארוך, יחד עם המשך התהליך ההדרגתי של התאמת התיקים לשינויים במיסוי.

2. אינדיקטורים של שוק מטבע החוץ

התנודתיות הממוצעת⁶ של שער השקל לעומת הדולר הייתה בשנת 2004 4.3%, נמוכה במידה משמעותית מאשר בשנים 2002 ו-2003 (דיאגרמה ב'–8 ולוח ב'–1) ודומה לאלה שנרשמו מ-1999 עד 2001. בין יוני לאוקטובר הייתה התנודתיות נמוכה במיוחד, 3.3% – ככל הנראה בגלל נפח המסחר הנמוך בעסקות ההמרה בתקופה זו. עם גידולו של נפח

6 התנודתיות של שער החליפין של השקל מוגדרת כסטיית התקן, במונחים השנתיים, של שינויים בו ב-22 ימי העסקים הקודמים ליום החישוב (כ-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.

הרמה הנמוכה של הריבית השקלית והצטמצמות פערי הריבית בין הדולר לשקל, התנודתיות הנמוכה של שער החליפין שקל-דולר והרפורמה במס המבטלת את אפליית המס בין ניירות ערך ישראליים לזרים הרתיעו משקיעים מהגדלת חשיפתם לשקל, ותרמו להיותו של ייסוף השקל מול הדולר כה מתון.

התנודתיות של שער השקל לעומת הדולר הייתה ב-2004 4.3%, נמוכה משמעותית מאשר בשנים 2002 ו-2003.

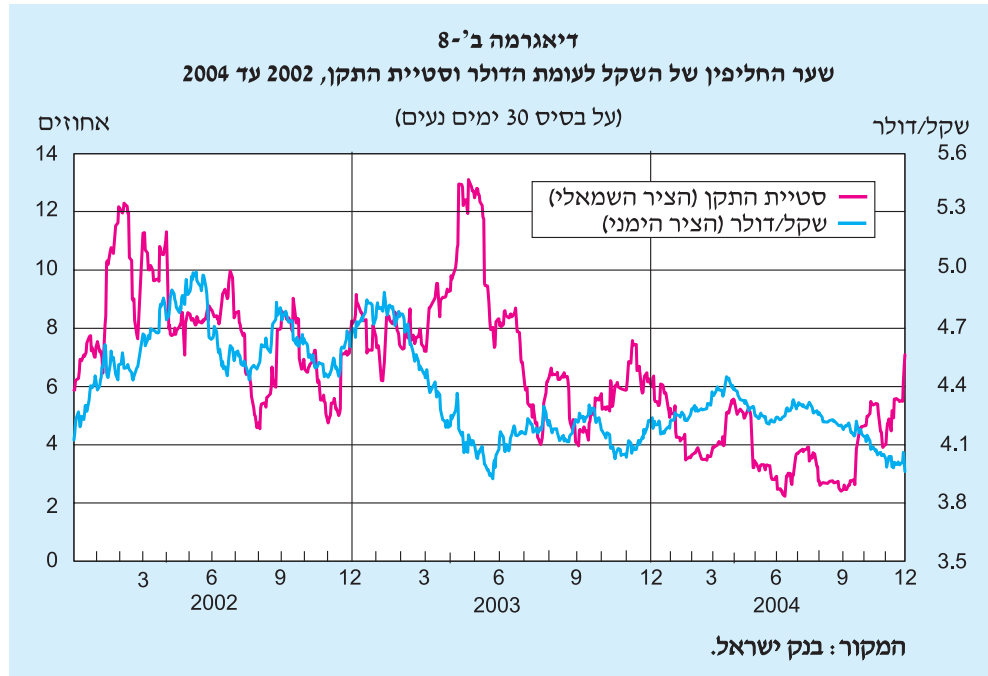
המסחר בשני החודשים האחרונים של השנה, על רקע היחלשות הדולר בעולם והתגברות העניין של זרים בשוק המקומי, עלתה התנודתיות לרמות של החודשים קודמים.

לוח ב'-1 התפתחות התנודתיות בשער החליפין של השקל לעומת הדולר, 1999 עד 2004 (ממוצע יומי)		
השנה	תנודתיות שער השקל/דולר	טווח המסחר התוך-יומי של השקל/דולר
	(30 ימים נעים, אחוזים)	(אגורות)
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
2004	4.3	1.0
המקור: בנק ישראל.		

ספקולנטים נוטים לפעול בשווקים תנודתיים, כי בהם ההזדמנויות לעשיית רווחים רבות יחסית, ונמנעים מלפעול בשווקים שבהם התנודתיות נמוכה. לדוגמה: בזירת המסחר הגלובלי כיום, קרנות בין-לאומיות רבות מנהלות את המסחר שלהן על פי מודלים כמותיים מתוחכמים, הכוללים נתוני תנודתיות ומאותתים למנהלי הקרנות מתי להיכנס לשווקים שונים ומתי לצאת; התנודתיות הנמוכה של שער החליפין שקל-דולר יכולה לגרום למיעוט איתותי הקנייה והמכירה לגבי השקל, ומכאן - להקטנת היקף המסחר בו. ואכן, משתתפים בשוק דיווחו כי בתקופות מסוימות השנה לא נרשמה בשוק השקל-דולר פעילות מרובה של משקיעים המסתייעים במודלים אלה, אף כי פעילותם בלטה בשווקים מתעוררים אחרים.

השוואה בין-לאומית מעלה כי לאורך זמן הייתה התנודתיות של השקל לעומת הדולר נמוכה בעקיבות מזו של המטבעות במדינות מפותחות ומתפתחות (לוח ב'-2א). מספר גורמים, הקשורים זה לזה, עשויים להסביר את התנודתיות הנמוכה: ראשית, השקל נסחר בעיקר בשוק המקומי, בשעה שמטבעות אחרים, ובהם מטבעות של שווקים מתפתחים, נסחרים יותר בזירה הבין-לאומית. שנית, המסחר הספקולטיבי, שהוא 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 18% מכלל עסקות ההמרה בשוק (לוח ב'-3). גורם אפשרי נוסף לתנודתיות הנמוכה הוא שהמדיניות המוניטרית של בנק ישראל, אשר מטרתה להביא לייצוב שיעור האינפלציה הנמוך, השפיעה בעקיפין על ייצוב שער החליפין של השקל-דולר, שכן שינויים בשער זה משפיעים במהירות על ציפיות האינפלציה, ומכאן על שיעור האינפלציה; זאת בעיקר - אך לא רק - באמצעות רכיב הדיור במדד המחירים לצרכן. לבסוף, ניתן לטעון כי השקל הוא מטבע של גוש הדולר, דבר הגורם באופן טבעי לתנודתיות נמוכה שלו לעומת

תנודתיות השקל נמוכה בעקיבות מזו של מטבעות אחרים. מסחר ספקולטיבי מצומצם יחד עם ריכוזיות של המסחר, וכן הקשר בין התפתחות שער החליפין והתפתחות הציפיות האינפלציה, המיוצבות על ידי המדיניות המוניטרית, עשויים להסביר תופעה זו.



הדולר. כך גם הדולר הקנדי נחשב לחלק מגוש הדולר, ואכן, להוציא את השנתיים האחרונות, הייתה תנודתיותו מול הדולר יציבה סביב 5 עד 6 אחוזים. טיעון זה עשוי להתקבל על הדעת לגבי השקל, מפני הקשר האפשרי בין המדיניות המוניטרית לבין שער החליפין, כמתואר לעיל; זאת נוסף על ההשפעה המוכרת היטב והרבה יחסית של שער הדולר על המשק הישראלי - במידה החורגת מחלקו במסחר הבין-לאומי - עקב תמחור בדולרים של שירותים שונים בישראל, ובראשם הדיור. בטיעון זה תומכת גם התנודתיות הנמוכה של מטבעות הנחשבים לחלק מגוש האירו (לוח ב'-22); תנודתיות הפרנק השוויצרי מול האירו, לדוגמה, נעה בין 3 ל-4 אחוזים.

טווח המסחר. אחד הביטויים ליציבות השקל מול הדולר ב-2004 היה טווח המסחר הצר של השקל. ההפרש בין שער החליפין הנמוך ביותר של השקל-דולר (שקל חזק), 4.308, ובין השער הגבוה ביותר (שקל חלש), 4.634, עמד על 32.6 אגורות, או 7.6%. זאת לעומת טווח של 64.1 אגורות (15.0%) ו-55.7 אגורות (12.6%) בשנים 2003 ו-2002, בהתאמה.

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 1.0 אגורות - נמוך משמעותית מ-2.0 אגורות, הממוצע לשנת 2002 ו-2003 (דיאגרמה ב'-9), אך דומה לממוצעים שנרשמו מ-1999 עד 2001 - סביב 1.0 אגורות (לוח ב'-1).

המירווח הממוצע בין שערי הקנייה והמכירה, המצוטט על ידי הברוקרים במסחר הבין-בנקאי, עמד בשנת 2004 על 0.44 אגורה, נמוך מהממוצעים של 2003 ו-2002 - 0.6 ו-0.5 אגורה, בהתאמה (דיאגרמה ב'-10). המירווח הצר יותר השנה, אשר בשונה משנים

יציבות שער השקל-דולר מתבטאת, ב-2004, בטווח צר הן של המסחר במהלך השנה והן של המסחר התוך-יומי.

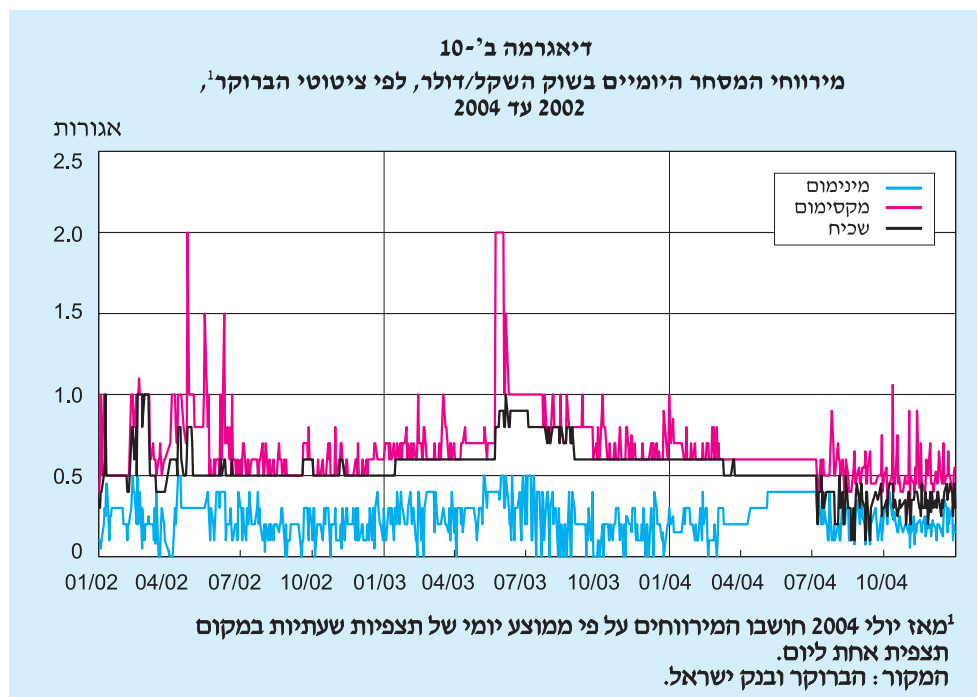
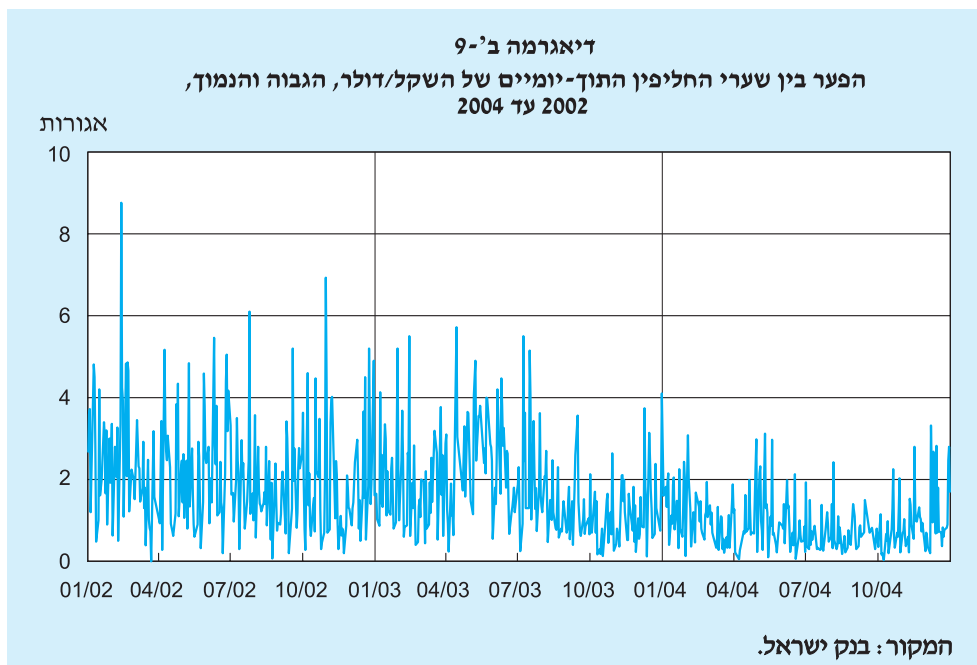
המירווח בין שערי הקנייה והמכירה של השקל היה ב-2004 נמוך מזה של השנתיים הקודמות, והוא שיקף את היציבות שאפיינה השנה את שער השקל.

לוח ב'-2 תנודתיות שער החליפין של מטבעות שונים, 1999 עד 2004 (אחוזים)					
2004	2003	2002	2001	2000	1999
א. כלפי הדולר					
4.3	7.5	8.3	4.0	5.1	4.7
10.5	10.2	9.1	11.7	13.8	9.7
9.4	8.2	9.9	10.2	10.2	13.7
8.8	8.7	6.2	5.4	5.4	6.0
11.5	11.0	9.7	12.1	12.3	9.4
12.1	11.5	9.6	10.7	11.0	9.4
13.9	10.3	10.0	13.0	13.3	10.6
12.6	11.3	11.3	11.3	11.9	10.0
13.1	14.2	10.1	12.6	12.8	8.0
11.3	10.4	9.6	10.6	11.7	9.9
20.8	19.7	19.1	13.2	9.8	9.3
ב. כלפי האירו					
9.2	13.1	13.3	12.4	15.0	11.1
3.5	4.0	3.2	4.3	4.2	2.8
3.7	5.0	7.1	7.9	7.1	5.3
6.5	6.9	5.1	5.9	5.4	4.8
5.3	6.3	7.4	5.5	5.8	6.3
6.6	7.5	6.2	9.0	10.4	8.0
המקור: בלומברג ועיבודי בנק ישראל.					

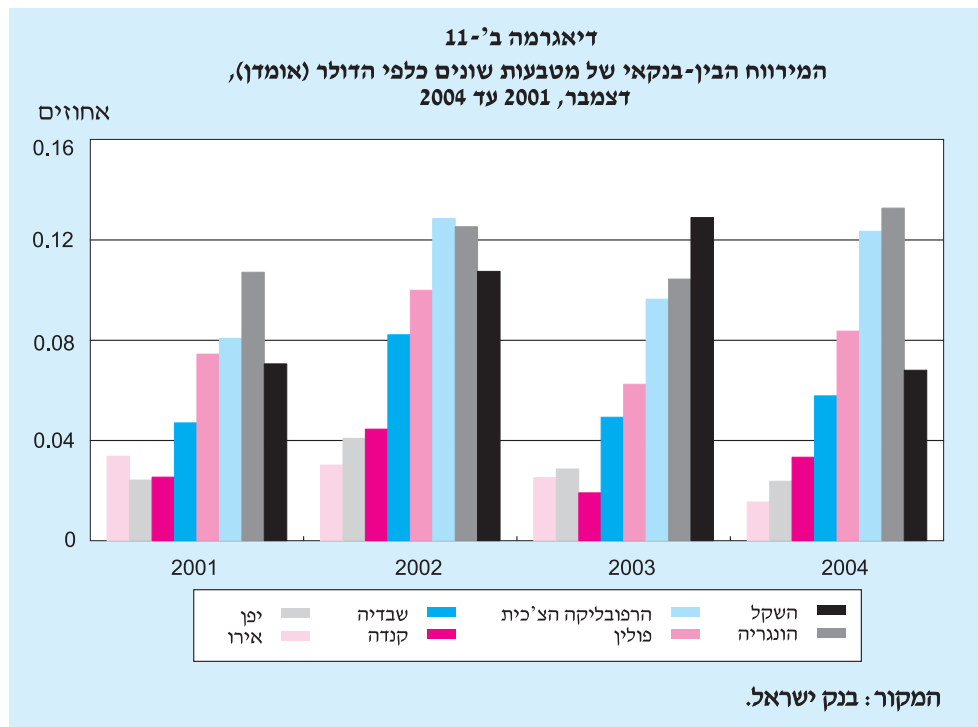
קודמות אופיין בהעדר שיאים קיצוניים - משקף ככל הנראה את היציבות ואת התנודתיות הנמוכה שאפיינו את שער השקל ב-2004 ואת היעדרם של אירועים בעלי השפעה בולטת.

השוואת המירווחים בין שערי הקנייה והמכירה (המבוטאים כאחוז משער החליפין) של מטבעות שונים לעומת הדולר מעלה (דיאגרמה ב'-11) כי המטבעות הנסחרים בהיקף הגדול ביותר בשוקי מטבע החוץ בעולם (כגון האירו והיין) נסחרים במירווחים הצרים יותר, ואילו המטבעות שנפח המסחר בהם נמוך יותר נסחרים במירווחים רחבים יותר.

(לפרטים על נפחי המסחר הגלובלי שפורסמו על ידי ה-BIS, ראו תיבה ב'-1). בשנים 2002 ו-2003, היה מירווח הקנייה-מכירה של השקל בחלקו העליון של טווח המירווחים, ואילו במהלך 2001 ו-2004 הוא היה קרוב יותר לאמצע הטווח. הדבר משקף את הקשר בין



תנודתיות שער החליפין ובין מירווח הקנייה-מכירה: המירווחים מתרחבים ככל שהתנודתיות גוברת. עושי השוק המקומיים הרחיבו, ככל הנראה, את מירווחי הקנייה-מכירה שלהם בתקופות של תנודתיות גבוהה יותר, כדי להגן על עצמם מהפסד פוטנציאלי.



תיבה ב'-1: תוצאות הסקר התלת-שנתי של ה-BIS על הפעילות בשוקי מטבע החוץ ובשוקי הנגזרים, אפריל 2004

באפריל השנה השתתפו הבנקים המרכזיים והרשויות המוניטריות של 52 מדינות, ובכללן ישראל, בסקר התלת-שנתי על נפח המסחר בשוקי מטבע החוץ המסורתיים (שוקי ההמרה - spot; העסקאות העתידיות - forwards; עסקות ההחלף - swap) ועל נפח המסחר מעבר לדלפק (OTC) בנגזרי שערי חליפין וריביות. ה-BIS (Bank for International Settlements) שימש מתאם בין סקרי כל המדינות במטרה להשיג מידע מקיף ועקבי, בהיבט הבין-לאומי, על גודלם ומבנם של

1 חלקים ממאמר זה לקוחים מפרסומי ה-BIS ומופיעים כאן ברשות. ראו:

Bank for International Settlements, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004, preliminary global results, September 2004 and G. Galati and M. Melvin, "Why has FX trading surged? Explaining the 2004 triennial survey" BIS Quarterly Review, December 2004.

שני המאמרים מופיעים באתר ה-www.bis.org.

השווקים הגלובליים העוסקים בפעילות זו. זהו הסקר הכלל-עולמי השישי לפעילותם של שוקי מטבע החוץ מאז אפריל 1989, והסקר הרביעי הכולל את פעילות ה-OTC בשוק הנגזרים מאז אפריל 1995.

הסקר לשנת 2004 מצביע על גידול משמעותי של הפעילות בשוקי מטבע החוץ המסורתיים לעומת שנת 2001. נפח המסחר היומי בכל המטבעות הגיע בממוצע באפריל 2004 ל-1.9 טריליוני דולרים – גידול של 57% במונחים של שערי חליפין שוטפים ושל 36% במונחים של שערי חליפין קבועים (לוח 1)². גידול זה הביא להיפוך מגמת הירידה בהיקפי המסחר הכלל-עולמיים בין 1998 ל-2001, ואף מעבר לכך.

לוח 1

נפח המסחר היומי בשוק מטבע החוץ הגלובלי באפריל¹

(ממוצע יומי, מיליארדי דולרים של ארה"ב)

2004	2001	1998	1995	1992	1989	
621	387	568	494	394	317	עסקות המרה
208	131	128	97	58	27	עסקאות עתידיות
944	656	734	546	324	190	עסקות החלף
107	26	60	53	44	56	הפרשים
1,880	1,200	1,490	1,190	820	590	סך כל המסחר המסורתי

נפח המסחר בשער החליפין

1,880	1,380	1,590	1,120	840	650	של אפריל 2004 ²
-------	-------	-------	-------	-----	-----	----------------------------

1 מתוקן בגין ספירה כפולה, במדינה ומחוץ לה.

2 צדדים שאינם דולר בעסקות מטבע חוץ הומרו למטבע המקור בשער החליפין הממוצע לאפריל בכל שנה של הסקר, ואחר כך הומרו לדולרים בשער החליפין הממוצע של אפריל 2004.

המקור: ה-BIS.

גדל היקף המסחר בכל המכשירים ועל ידי כל סוגי השותפים לעסקאות. המסחר בין הבנקים ללקוחות הפיננסיים גדל במידה ניכרת, וחלקו בכלל נפח המסחר גדל מ-28% ב-2001 ל-33% ב-2004 (לוח 2). הפעילות הבין-בנקאית התרחבה אף היא בין 2001 ל-2004, אף כי חלקה בכלל המסחר המשיך לקטון – מ-59% ב-2001 ל-53% ב-2004. חלק זה נמוך השנה במידה ניכרת מחלקו של השוק הבין-בנקאי

2 הפיחות המשמעותי של הדולר בין 2001 ותחילת 2004 מסביר את הפער הגדול בנפח המסחר בין שער החליפין השוטף לשער החליפין הקבוע.

באמצע שנות ה-1990, 64% חלקו של המסחר בין הבנקים ללקוחות לא-פיננסיים גדל במקצת ועמד ב-2004 על 14%.

לוח 2

נפח המסחר היומי בשוק מטבע החוץ לפי השותף לעסקה באפריל¹ (ממוצע יומי, מיליארדי דולרים של ארה"ב ואחוזים)

2004		2001		1998		1995	
נתח	סך	נתח	סך	נתח	סך	נתח	סך
השוק	הכול	השוק	הכול	השוק	הכול	השוק	הכול
100	1,773	100	1,174	100	1,430	100	1,137
סך הכול ²							
53	936	59	689	64	908	64	728
דילרים מדווחים							
33	585	28	329	20	279	20	230
מוסדות פיננסיים אחרים							
14	252	19	156	17	242	16	179
לקוחות לא-פיננסיים							
38	674	43	499	46	657	46	526
מקומי							
62	1,099	57	674	54	772	54	613
חוצות גבולות							

1 ראו הערה 1 בלוח 1.

2 בניכוי ההפרשים המוצגים בלוח 1.

המקור: ה-BIS.

כמה מהכוחות שהיו חשובים להבנת השינויים בנפח המסחר בעבר ממשיכים להשפיע היום, אף כי הופיעו גורמים חדשים, חשובים יותר, המסבירים את גידולו של נפח המסחר בתקופה האחרונה. בין 1998 ל-2001 פחתה הפעילות במטבע חוץ במידה ניכרת עקב כניסתו של האירו, המיוזגים בענף הבנקאות, צמיחת התיווך האלקטרוני, המיוזגים במגזר העסקי והאירועים של 1998 (בעיקר חדלות הפירעון של רוסיה והתמוטטות LTCM), שהגדילו את שנאת הסיכון וכך הביאו להפחתת הנזילות הכלל-עולמית. עם המגמות הנמשכות כיום נמנים המיוזגים בענף הבנקאות והצמיחה בתחום התיווך האלקטרוני. עם זאת, חשיבותם של גורמים אלה ב-2004 נתפסת כפחותה מאשר ב-2001.

גידול הפעילות בשוק בשנים 2001 ו-2004 היה קרוב לוודאי תולדה של מספר גורמים בעלי זיקה הדדית, ביניהם החיפוש של משקיעים בין-לאומיים אחר תשואות גבוהות. חיפוש זה הביא לפיתוח אסטרטגיות השקעה המבוססות על פערי הריביות, על המגמות המתמשכות בשערי החליפין, ועל ההשקעה במטבע חוץ כנכס, וכן לעלייה בפעילות הגידור. ראשית, סביבת הריבית הנמוכה בארה"ב ובאירופה המערבית ומגמות ברורות בשוקי מטבע החוץ הובילו לגידול ניכר של ההשקעות במטבעות נושאי ריבית גבוהה, הממומנות על ידי פוזיציות קצרות במטבעות נושאי ריבית נמוכה. לפי אסטרטגיה זו, הידועה בשם "carry trade", מהמר המשקיע כי שער החליפין לא ישתנה עד כדי קיזוז פער התשואה שהצטבר מהפער בשיעורי הריבית. שלושת מטבעות המימון העיקריים להשקעות אלה היו, לפי הדיווחים, הדולר האמריקני, היין היפני והפרנק השוויצרי. מטבעות ההשקעה

העיקריים היו הלירה שטרלינג, הדולר האוסטרלי והדולר הניו-זילנדי, וכן מספר מטבעות של שווקים מתפתחים. הפיחות הרב-שנתי של הדולר לצד קיומם של פערי הריבית החיוביים גרמו לרווחיותה של אסטרטגיית השקעה זו, וכך היא נעשתה לאחד הגורמים שתורמו לגידול נפח המסחר. נוסף על כך השפיעה אסטרטגיית השקעה זו בחזרה על המחירים ותמכה בתנודות או במגמות ממושכות של שערי החליפין. כתוצאה מכך, בהקשר של החיפוש הכלל-עולמי אחר תשואות, מנהלי כספים ריאליים ומשקיעים בעלי מינוף³ פנו למטבע חוץ כסוג של נכס - חלופה למניות ולאיגרות חוב. לבסוף, לנוכח התנודות בערכי המטבעות, גדלו התמריצים לחברות רב-לאומיות לגדר נגד סיכון שער החליפין במטרה למזער את ההפסדים הקשורים לפוזיציות המטבעיות.

בהתפלגות הפעילות לפי מטבעות לא נרשמו הבדלים מהותיים בין 2001 ל-2004. הדולר היה מצדם האחד של 89% מכל העסקאות, ואחריו האירו (37%), היין (29%) והלירה שטרלינג (17%). הדולר-אירו המשיך להיות צמד המטבעות הנסחר ביותר באפריל 2004, 28% מנפח המסחר הכלל-עולמי - שיעור נמוך במקצת מאשר ב-2001 - ואחריו צמדי המטבעות דולר-יין, 17%, ודולר-לירה שטרלינג, 14%.

ההתפלגות הגיאוגרפית של המסחר במטבע חוץ לא השתנתה במידה משמעותית, שכן נפח המסחר גדל באופן אחיד למדי ברוב המדינות. אנגליה המשיכה להיות מרכז המסחר הפעיל ביותר, ובה התנהלו 31% מכלל נפח המסחר, ואחריה ארה"ב (19%), יפן (8%), סינגפור וגרמניה (5% כל אחת).

לגבי ישראל ממצאיו העיקריים של הסקר המקומי הם: (1) נפח המסחר היומי של השקל-מט"ח גדל בממוצע ב-38% בין אפריל 2001 לאפריל 2004 - מ-1.4 מיליארדי דולרים ל-2.0 מיליארדים; (2) נפח המסחר היומי הממוצע בשוק המטבעות חוץ מהשקל, המורכב מכל העסקאות המטבעיות שאינן כוללות שקלים - כדוגמת דולר מול יין ואירו מול לירה שטרלינג - גדל ב-70% בממוצע בין אפריל 2001 לאפריל 2004, מהיקף של 1.65 מיליארדי דולרים ל-2.8 מיליארדים. השוואת שיעור הגידול של השוק המקומי לזה של מדינות אחרות, הכוללת עסקאות בכל המטבעות, מוצגת בלוח 3.

3 מנהלי כספים ריאליים - "real money managers". המונח מתייחס לגורמים המשקיעים את כספם שלהם - קרנות פנסיה, חברות ביטוח וגזבר תאגידים. משקיעים בעלי מינוף - "leverages investors" (למשל, קרנות גידור) - הלווים חלק ניכר מהכסף שהם משקיעים.

לוח 3

נפח המסחר היומי בשוק מטבע החוץ במדינות שונות באפריקה¹

(ממוצע יומי, מיליארדי דולרים של ארה"ב)

2004	2001	
2,406	1,619	סך כל הנפח - כלל עולמי
753	504	אנגליה
461	254	ארה"ב
199	147	יפן
118	88	גרמניה
54	42	קנדה
31	24	שבדיה
14	13	נורבגיה
10	10	דרום אפריקה
6	8	פולין
4	5	יוון
7	4	ניו זילנד
5	3	ישראל
2	2	הרפובליקה הצ'כית
3	1	הונגריה
3	1	טורקיה

1 כולל את המסחר בכל המטבעות, מתוקן בגין ספירה כפולה, בכל מדינה.

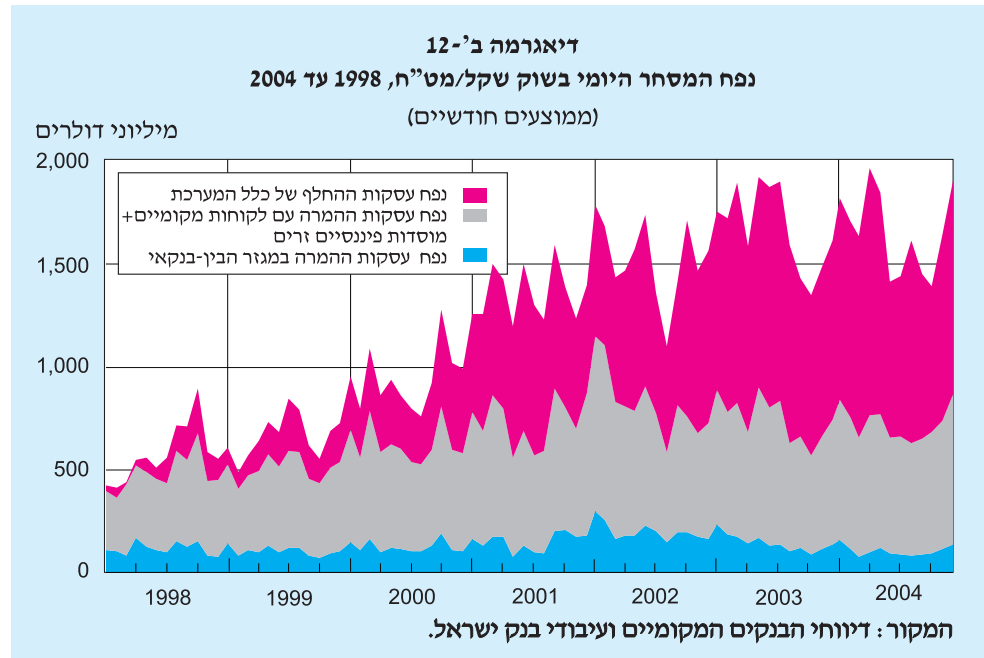
המקור: ה-BIS ובנק ישראל.

3. נפח המסחר בשוק שקל-מטבע חוץ⁷

נפח המסחר היומי הממוצע בשוק השקל-מטבע חוץ הגיע בשנת 2004 ל-1.65 מיליארדי דולרים, לעומת 1.68 מיליארדים ב-2003 - השנה הראשונה שבה התכווץ היקף המסחר (אף כי בשיעור זניח) לעומת השנה הקודמת. נפח עסקות ההמרה (עסקות ה-spot) ירד ב-3% - מ-748 מיליוני דולרים בשנת 2003 ל-722 מיליונים ב-2004. נפח עסקות ההחלף (עסקות ה-swap) הסתכם ב-932 מיליוני דולרים בשנת 2004 - בדומה ל-931 המיליונים שנרשמו ב-2003 (דיאגרמה ב'12 ולוחות ב'3, א-ג). המסחר בשקל מול הדולר היווה בין 87% ל-90% מכלל נפח המסחר בחמש השנים האחרונות - בדומה למסחר במטבע חוץ בעולם, לפי נתונים שפרסם ה-BIS בספטמבר 2004.

נפח המסחר היומי בשוק השקל-מט"ח הסתכם בשנת 2004 ב-1.65 מיליארדי דולרים, מעט פחות מאשר בשנה הקודמת. נפח עסקות ההמרה ירד ב-3%, ואילו נפח עסקות ההחלף נשאר יציב.

7 הניתוח בסעיף זה כולל רק נתונים המדווחים ישירות למחלקת מטבע חוץ. לפיכך מופיעים כאן נתונים 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 נתונים על זרמים, כלומר על קניות ומכירות של מטבע חוץ. אין נתונים על מלאי החשיפות 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. הנתונים על עסקות ההחלף כוללים רק אחת משתי העסקאות, בהתאם לשיטה של ה-BIS.



ייתכן כי התייצבות נפח המסחר ב-2004 הושפעה מההתפתחות האיטית של שוקי הכספים וההון המקומיים.

התייצבות נפח המסחר ב-2004 לאחר תקופה ממושכת של צמיחה מעידה ככל הנראה כי השוק התבגר והגיע לשיווי משקל. עם זאת ייתכן גם שההתפתחות האיטית של שוקי הכסף וההון המקומיים בולמת צמיחה נוספת בשוק מטבע החוץ. התפתחות מהירה בשוקי הכספים וההון הייתה יכולה להגדיל את האטרקטיביות שלהם בעיני משקיעים זרים, ולעודד גידול של פעילותם בהם. הירידה בעסקות ההמרה ב-2003, ושוב ב-2004, ראויה אף היא לציון, וניתן לייחס אותה כמעט אך ורק לירידה בפעילות הבין-בנקאית.

בעסקות ההחלף היה חלקם של המוסדות הפיננסיים הזרים ב-2004 41%, לעומת 43% ב-2003. עסקאות בין הבנקים המקומיים לבין מוסדות פיננסיים זרים היוו 47% מהשוק בשנת 2004, לעומת 43% בשנת 2003. בעסקות ההחלף היה חלקם של המוסדות הפיננסיים הזרים בשנת 2004 68% מהיקף הפעילות, כמו בשנת 2002, ומעט יותר מאשר ב-2003 (63%). עם זאת יש לציין, כי עסקות החלף משמשות את המוסדות הפיננסיים הזרים למימון פוזיציות פתוחות בשקלים - פוזיציות הן על שיעורי ריבית והן על שיערי חליפין. עסקות החלף ניתן לגלגל על פני תקופות קצרות, ואפילו יומיות, ולפיכך הן מגדילות את נפחו הכולל של המסחר. התפלגות עסקות ההחלף לפי התקופה לפירעון תומכת בטענה זו: הנתונים המוצגים בלוח ב'-4 מראים כי 93.5% מעסקות ההחלף שבוצעו על ידי מוסדות פיננסיים זרים היו לתקופות של פחות משבוע. לשם השוואה, לקוחותיהם של הבנקים המקומיים ביצעו 76.5% מעסקות ההחלף שלהם למשך פחות משבוע, ו-22% מהעסקות היו לתקופות שבין שבוע אחד לשלושה חודשים. מנתונים אלה עולה האפשרות שלקוחות הבנקים השתמשו בעסקות ההחלף לצורך ניהול הנזילות בין המטבעות השונים, בין יתר המטרות. נפח עסקות ההחלף ליותר משלושה חודשים היה זניח בכל מגזרי השוק.

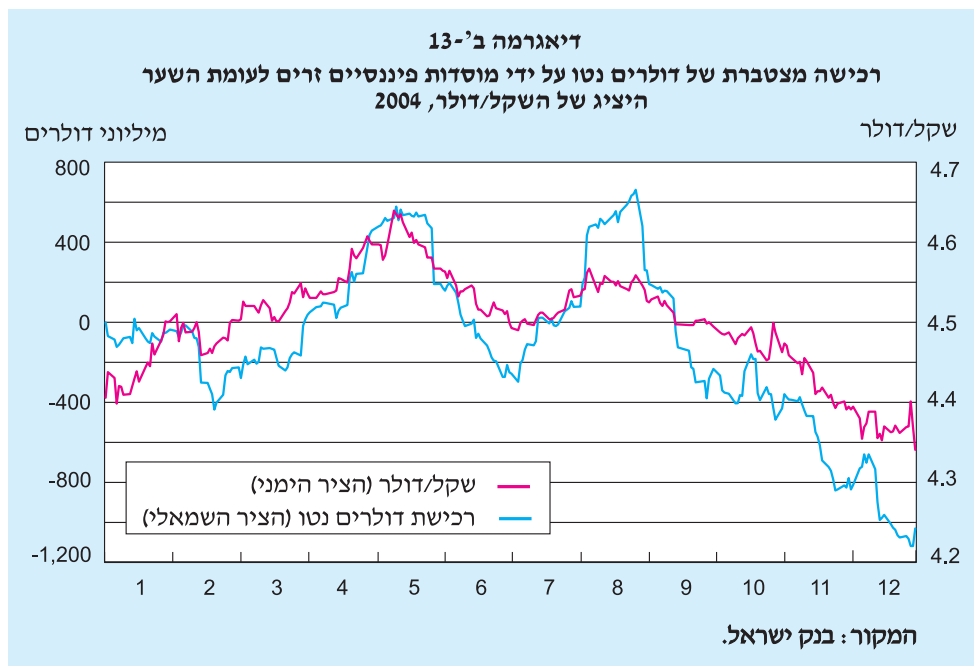
המוסדות הפיננסיים הזרים הגדילו את נתח השוק שלהם בשוק עסקות ההמרה מ-16.7 ב-2003, ל-18.1% ב-2004. בארבעת החודשים האחרונים של השנה הגבירו המוסדות הפיננסיים הזרים את פעילותם בשוק - מכרו דולרים וקנו שקלים, נטו (דיאגרמה ב'-13). זאת כחלק ממגמה בין-לאומית של מכירת דולרים ורכישת מטבעות של מדינות מפותחות ומתפתחות גם יחד. השתתפותם הפעילה של המוסדות הפיננסיים הזרים בשוק המקומי בחודשים אלה תרמה לגידולו של נפח המסחר בשוק ולעלייה בתנודתיות של שער החליפין.

נתח השוק של המוסדות הפיננסיים הזרים בשוק עסקות ההמרה עמד ב-2004 על 18%, לעומת 16.7% ב-2003.

לוח ב'-3
שוק השקל/מט"ח, לפי סוג העסקה והשותף לה, 2000 עד 2004
(אחוזים, מונחים שנתיים)

עסקות המרה					עסקות החלף ²				
השנה	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	סך כל נפח המסחר
א. נפח המסחר היומי (ממוצעים, מיליוני דולרים)									
2000	79	407	122	608	216	92	20	328	936
2001	116	468	150	734	395	169	60	624	1,358
2002	133	495	198	827	475	160	64	699	1,526
2003	125	479	143	748	588	240	103	931	1,679
2004	131	487	105	722	636	198	98	932	1,654
ב. שיעורי השינוי בנפח המסחר (אחוזים)									
2001	46	15	23	21	83	83	202	90	45
2002	15	6	32	13	21	-5	6	12	12
2003	-6	-3	-28	-10	24	50	61	33	10
2004	5	2	-27	-3	8	-18	-5	0	-1
ג. נתח השוק (אחוזים)									
2000	13.1	66.9	20.0	100	65.9	28.0	6.1	90	100
2001	15.8	63.8	20.4	100	63.3	27.1	9.7	12	100
2002	16.1	59.9	24.0	100	68.0	22.8	9.2	33	100
2003	16.7	64.1	19.2	100	63.1	25.8	11.1	0	100
2004	18.1	67.4	14.5	100	68.3	21.2	10.6		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.



לוח ב'-4
פיזור עסקות ההחלף בשוק השקל/מט"ח לפי התקופה לפירעון והשותף לעסקה, 2004¹
(אחוזים)

סך הכול	מעל שנה	3 עד 12 חודשים	חודש עד 3 חודשים	שבוע עד חודש	פחות משבוע	
100	0.3	1.1	2.3	3.0	93.5	מוסדות פיננסיים זרים
100	0.3	1.0	4.7	17.3	76.5	לקוחות
100	0.8	1.7	6.1	5.9	85.5	בנקים מקומיים

1. הנתונים מתייחסים לתקופה פברואר-דצמבר, שבה נתקבלו לראשונה נתונים מפורטים. המקור: בנק ישראל.

ריכוזיות השוק. שוק השקל-מטבע חוץ מאופיין בריכוזיות גבוהה. אף שבשוק פעילים עשרה בנקים מקומיים, מעטים מהם מספקים למעשה נזילות רצופה, והבנקים הגדולים מחזיקים נתח ניכר מן השוק. לדוגמה: שלושת הבנקים הגדולים ביצעו 61% מנפח הפעילות בשוק ההמרה, וחמשת הבנקים הגדולים ביצעו 82% מהפעילות ב-2004, לעומת 57% ו-83%, בהתאמה, בשנת 2003. נתוני נפח המסחר הכולל (עסקות החלף ועסקות המרה) דומים - שלושת הבנקים הגדולים ביצעו ב-2004 62% מנפח המסחר, וחמשת הגדולים - 82%.

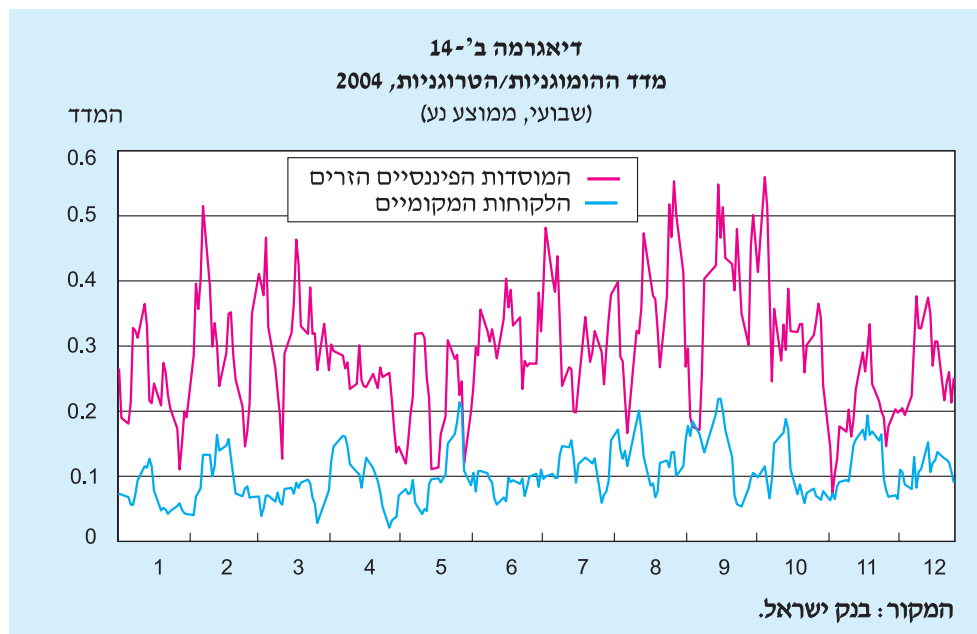
שוק השקל מטבע-חוץ
מאופיין בריכוזיות גבוהה:
עושי שוק מעטים מאוד
מספקים את הנזילות
לשוק זה.

פעילותם של המוסדות הפיננסיים הזרים בשוק מאופיינת אף היא בריכוזיות רבה. מתוך למעלה מ-100 מוסדות פיננסיים זרים ששחרו בשוק השקל-מטבע חוץ בשנת 2004, רק מוסדות מועטים עשו זאת על בסיס יומי. בשוק עסקות ההמרה ביצעו שלושה מוסדות 49% מהפעילות, וחמישה מוסדות ביצעו 62% ממנה. אשר לעסקות ההחלף - שלושה מוסדות ביצעו 42% מנפח העסקאות, וחמישה מוסדות - 56%. אותם שלושה מוסדות היו הדומיננטיים הן בעסקות ההמרה והן בעסקות ההחלף.

הומוגניות-הטרונגיות של השוק. מדד למידת ההומוגניות-הטרונגיות של שוק ההמרה מראה שהמוסדות הפיננסיים הזרים הם קבוצה הומוגנית יותר מהלקוחות המקומיים. עם זאת אי אפשר לראות באחת משתי הקבוצות קבוצה הומוגנית ממש. המדד, לכל קבוצה, מחושב על ידי חלוקת הערך המוחלט של הפער בין סך הקניות לסך המכירות של מטבע חוץ בסך נפח המסחר שלה, על בסיס יומי. המדד משקף הומוגניות מוחלטת כשהוא שווה ל-1 והטרונגיות מוחלטת כשהוא שווה לאפס. בשנת 2004, כמו בשנת 2003, עמד המדד הממוצע על 0.29 למוסדות פיננסיים זרים ועל 0.10 ללקוחות מקומיים (דיאגרמה ב'-14). תוצאות אלה מתקבלות על הדעת, אינטואיטיבית, משום שהלקוחות המקומיים הם קבוצה הטרונגית, הסוחרת במטבע חוץ למיגוון מטרות (יבוא, יצוא, ניהול כספים, השקעה, ספקולציה, תיירות ועוד).

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

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.



תיבה ב'-2: שינויים ביום העסקים בשקלים ובשער היציג של השקל

בימים אלה מתכנן בנק ישראל רפורמה ושדרוג במערכת התשלומים בישראל. הרפורמה כוללת הפעלה של מערכת תשלומים וסליקה - Real Time Gross Settlement (RTGS) - שתפעל בהתאם לתקנים בין-לאומיים. יישומה של המערכת והטכנולוגיה המודרנית שלה יאפשרו להאריך את יום העסקים לעסקאות בנקאיות עד לשעה 18:30, במקום עד השעה 15:00 כנהוג היום. בד בבד עם שינוי זה מתעתד בנק ישראל לשנות את השעה שבה נקבע השער היציג של השקל.

כיום מתפרסם השער היציג של השקל לקראת סוף יום העסקים בשקלים, בהתבסס על השער הממוצע של השקל במסחר הבין-בנקאי בסביבת שעה זו. (לפרטים נוספים ראו נספח ב'-1.) עיתוי זה נבחר מסיבות של נוחות למגזר הבנקאי, וכן מפני שבשעה זו הנזילות בשוק עומדת על רמה סבירה, דבר המבטיח כי השער היציג אמנם "מייצג" את השוק נאמנה.

במסגרת מערכת ה-RTGS החדשה יסתיים יום העסקים בשקלים זמן רב לאחר השעה שבה השוק נזיל ביותר. כאשר הנזילות יורדת, כפי שקורה בדרך כלל בשעות אחר הצהריים המאוחרות, נתון שער החליפין לתנועות חדות; שער יציג הנקבע בשעה זו עלול שלא לשקף את רמת שערי החליפין שנסחרו בשוק באותו היום. לפיכך יקדים בנק ישראל את פרסום השער היציג לשעה 12:00. השער היציג ימשיך להתבסס על דגימות המסחר הבין-בנקאי קרוב לשעת קביעתו. קביעת שעת הפרסום 12:00 נובעת, בין היתר, מהסיבות הבאות: ראשית, זאת השעה שבה המסחר במטבע חוץ בשוק המקומי הוא הנזיל ביותר; שנית, בשעה זו שוקי מטבע החוץ באירופה ובבריטניה פתוחים ונזילים, כך שהשער היציג של השקל לעומת מטבעות אחרים, נוסף על שערו מול הדולר, ישקף את רמת שערי החליפין הבין-לאומיים. עיתוי זה גם יעלה בקנה אחד עם עיתוי הפרסום במדינות אחרות שבהן נהוג מסחר דו-צדדי בשער החליפין, המפרסמות את השערים היציגים קרוב לאמצע היום, כגון ארה"ב ואנגליה.

נושא נוסף העומד עתה לדיון הוא קביעת ימי השבוע שיוגדרו כימי עסקים: נשקלת האפשרות שיום שישי יחדל להיות יום עסקים. משמעות החלטה כזאת תהיה שהשער היציג של השקל לא יתפרסם עוד בימי שישי, וכן שיום שישי יחדל להיות יום ערך לביצוע פעולות בנקאיות. שינוי זה בהגדרת יום העסקים לא יעלה בקנה אחד עם הנוהג הבין-לאומי, והוא עלול לעכב את המשך השתלבותה של ישראל בכלכלה הגלובלית.

תיבה ב'–3: הפסקת שירותי הסליקה לבנקים המקומיים

ב-1 בינואר 2005 חדל בנק ישראל לספק שירותי סליקה לבנקים המקומיים עבור המסחר הבין-בנקאי בשקל מול הדולר. שירותים אלה הוענקו לבנקים המקומיים מאז 1994, שנת המעבר לשיטת המסחר הדו-צדדי הרציף. מלכתחילה הוצעו שירותים אלה לבנקים המקומיים במטרה להקטין את הסיכונים הכרוכים בסליקת עסקאות במטבע חוץ כנגד שקלים ולעודד את המסחר הדו-צדדי, בפרט בין הבנקים המקומיים הגדולים לקטנים יותר. מתן שירותי סליקה לבנקים המקומיים התאפשר מפני קיומם של פיקדונות מטבע החוץ של הבנקים בבנק ישראל ומפני האפשרות שהייתה לבנקים להעביר לחשבונות אלו מטבע חוץ מחו"ל ולמשוך מהם מטבע חוץ לחו"ל. במשך הזמן, ולנוכח התפתחות שוק מטבע חוץ מקומי פעיל, התברר כי אין עוד צורך בשירותי הסליקה של בנק ישראל לבנקים המקומיים. בפועל חדל בנק ישראל לספק שירותים אלה לבנקים המקומיים כבר בסוף אוקטובר 2004, כתוצאה מעיצומים בבנק, בגלל סכסוכי עבודה. נראה כי הבנקים המקומיים הסתגלו למצב החדש במהירות וללא בעיות מיוחדות.

4. נפח המסחר בשוק מטבע חוץ-מטבע החוץ

נפח המסחר היומי הממוצע בשוק המט"ח-מט"ח הגיע בשנת 2004 ל-2.7 מיליארדי דולרים, לעומת 2.2 מיליארדים ב-2003 – גידול של 20%. בשנת 2004 הסתכמו עסקות ההמרה ב-1.9 מיליארדי דולרים, ואילו עסקות ההחלף הסתכמו ב-793 מיליונים. זאת לעומת 1.6 מיליארדי דולרים ו-666 מיליוני דולרים, בהתאמה, בשנת 2003. כפי שניתן לראות בלוח ב'–5, אופיו של המסחר בשוק המט"ח-מט"ח שונה מאופי המסחר בשוק השקל-מט"ח. הבדל אחד הוא שבשוק עסקות ההמרה פעילותם של המוסדות הפיננסיים הזרים מהווה כמעט שני-שלישים מכלל הפעילות, 61.0%, ואילו פעילות הלקוחות המקומיים מסתכמת ב-38.2% מהשוק. הפעילות הבין-בנקאית בשוק זה זניחה. מכאן שהבנקים 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, כשלקוח מקומי רוצה לסחור בשקל מול מטבע שלישי, ייתכן שיהיה עליו לבצע שתי עסקאות – עסקת שקל-דולר ועסקה בדולר מול מטבע שלישי. כתוצאה מכך, הבנק המקומי יאזן את הפוזיציה שלו בשתי עסקאות – עסקת שקל-דולר כנגד עושה שוק מקומי אחר ועסקה בדולר מול המטבע השלישי נגד מוסד זר. כמו כן אפשר שהבנקים המקומיים מנהלים פוזיציות במטבע חוץ, ולשם כך עושים עסקאות עם מוסדות פיננסיים זרים. הגידול של נפח עסקות ההמרה מול המוסדות הפיננסיים הזרים בשנת 2004, בשיעור של 29%, מצביע ככל הנראה על התרחבות של הפעילות בפוזיציות. השערה זו מתיישבת עם הגידול הכולל של הפעילות במטבע חוץ, שעליו דיווח ה-BIS. ההבדל השני בין המסחר בשוק שקל-מט"ח לבין המסחר בשוק מט"ח-מט"ח

נפח המסחר היומי בשוק המט"ח-מט"ח הגיע בשנת 2004 ל-2.7 מיליארדי דולרים, גידול של 20% לעומת 2003.

פעילותם של המוסדות הפיננסיים הזרים בשוק עסקות ההמרה מט"ח-מט"ח מהווה 61% מכלל הפעילות. פעילות זו משקפת איזון של הפעילות שמבצעים הבנקים עם לקוחותיהם המקומיים, וככל הנראה גם התרחבות של הפעילות בפוזיציות.

הוא שחלק הארי של הפעילות בעסקות ההחלף, 79.4%, מתנהל בין הבנקים המקומיים לבין המוסדות הפיננסיים הזרים, ואילו פעילות הלקוחות מהווה 20.1% 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 ההחלף על בסיס יומי, כאמור, מנפח את היקפן של העסקאות בשוק. כן נראה שכאשר לקוחות ישראליים נוטלים פוזיציות בשוק מטבע החוץ, הם עושים זאת בראש ובראשונה באמצעות המרות ועסקאות עתידיות במטבע חוץ. כדי לממן פוזיציות אלה, הם לוויים 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'-5

שוק המט"ח/מט"ח, לפי סוג העסקה והשותף לה, 2000 עד 2004

(אחוזים, מונחים שנתיים)

מסחר במוצרים פיננסיים (מיליוני דולרים)									
עסקות החלף ²					עסקות המרה				
סך כל נפח המסחר	סך הכול	המסחר הבין- בנקאי	בנקים מקומיים ולקוחותיהם	בנקים ומוסדות פיננסיים זרים	סך הכול	המסחר הבין- בנקאי	בנקים מקומיים ולקוחותיהם	בנקים ומוסדות פיננסיים זרים	השנה
א. נפח המסחר היומי (ממוצעים, מיליוני דולרים)									
1,168	296	1	23	272	871	28	392	451	2000
1,736	463	5	25	433	1,275	33	587	655	2001
2,033	722	3	41	678	1,313	39	562	712	2002
2,235	666	2	110	554	1,569	12	656	900	2003
2,691	793	4	159	630	1,899	15	725	1,158	2004
ב. שיעורי השינוי בנפח המסחר (אחוזים)									
49	56	400	9	59	46	18	50	45	2001
17	56	-40	64	57	3	18	-4	9	2002
10	-8	33	168	-18	19	-69	17	26	2003
20	19	94	45	14	21	29	11	29	2004
ג. נתח השוק (אחוזים)									
100	0.3	7.8	91.9	100	3.2	45.0	51.8	2000	
100	1.1	5.4	93.5	100	2.6	46.0	51.4	2001	
100	0.4	5.7	93.9	100	3.0	42.8	54.2	2002	
100	0.3	16.5	83.2	100	0.8	41.8	57.4	2003	
100	0.5	20.1	79.4	100	0.8	38.2	61.0	2004	

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 בה ככל 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 1.FED). 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.

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 הנהגתו של 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

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.

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. בעתיד הקרוב יקדים בנק ישראל את שעת קביעתו של השער היציג ל-12:00, עקב הארכת יום העסקים, כפי שמוסבר בתיבה ב'-2 בגוף הסקירה.

השער הממוצע מחושב על סמך דגימה של שערי החליפין שמפרסמים הבנקים על מסכי Reuters, דגימה הנלקחת ברגע אקראי - כיום בין השעות 14.15 ו-15.15 ביום עסקים רגיל ובין השעות 11.15 ו-12.15 בימי ו' ובערבי חגים. השער היציג מחושב על בסיס שערי האמצע של הבנקים שנדגמו, והוא אינו מביא בחשבון שערים שנדגמו אשר 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 כיום זמן קצר אחרי השעה 15.15. (בימי ו' וערבי חגים - זמן קצר אחרי השעה 12.15). במקביל לשינוי הצפוי בשעת פרסום השער היציג תשתנה גם שעת הדגימה של השער.

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 החודשים 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 נידוד 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 ומשקליותיהם (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 הנייד) 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 משקלותיהם 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, ומשקלותיהם 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. כתוצאה מבדיקת נתוני הסחר של שנת 2003, שנערכה באפריל 2004, הוגדל משקל הדולר בסל ב-4.37 נקודות בסיס, ומשקלותיהם של המטבעות האחרים שונו בהתאם.

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'-1 משקל המטבעות בסל, 1986 עד 2004 (אחוזים)						
הסל	תאריך	דולר ארה"ב	מרק גרמני	לירה שטרלינג	פרנק צרפתי	יין יפני
בעת קביעת ההרכב						
סל 1986	01.08.86	60.0	20.0	10.0	5.0	5.0
סל 1995	05.06.95	54.8	24.2	8.3	5.6	7.1
סל 1996	30.04.96	60.3	21.0	8.0	5.1	5.6
סל 2000	02.05.00	64.8		6.8		6.4
סל 2004	30.04.05	64.5		5.9		5.6
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
	31.12.00	64.9	-	6.5	-	6.1
	31.12.01	66.2	-	6.5	-	5.5
	31.12.02	62.9	-	6.9	-	5.7
	31.12.03	59.1	-	7.2	-	5.9
	31.12.04	61.8	-	6.2	-	5.8

המקור: בנק ישראל.

כפי שצוין לעיל, משקלויהם 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 1986	0.6000	0.4177	0.0670	0.3394	7.7000	
סל 1995	0.6372	0.3964	0.0604	0.3222	7.0106	
סל 1996	0.6741	0.3588	0.0589	0.2933	6.5437	
סל 1996 (אירו) ¹	0.6741	-	0.0589	-	6.5437	0.2282
סל 2000	0.6698	-	0.0453	-	7.2411	0.2493
סל 2004	0.7185	-	0.0374	-	6.9216	0.2228

(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 המטבעות⁶: במקום שער קבוע לאורך זמן, שרמתו מותאמת מדי פעם בפעם, הוגדר לשער החליפין תחום השתנות בגבולות של 3 אחוזים מעל ומתחת לשער האמצע. במירווח התנודה סביב שער האמצע באו לידי ביטוי הביקוש וההיצע של מטבע החוץ. אחת למספר חודשים בוצעה התאמה (פיחות) של שער האמצע. ב-1 במארס 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 האמצע ושל תחום הניוור: שער האמצע 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 האמצע. 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 אינה נחשבת עוד לאלכסונית. בסוף 2004 עמד רוחבה על 60.2% (מחושב על בסיס הממוצע של גבולותיה).

6 על מדיניות שער החליפין בשנים 1948 עד 1988 ראו: בנק ישראל, מחלקת מטבע חוץ, דין וחשבון 2001.

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

מועד השינוי	מהות השינוי	סל המטבעות		הדולר	
		שער האמצע (ש"ח)	השער היציג (ש"ח)	השינוי לעומת היום הקודם (אחוזים)	השער היציג (ש"ח)
03.01.89	הנהגת הרצועה				
03.01.89	עלייה של 13% בשער האמצע ¹ ; גבולות: $\pm 3\%$	1.9480	1.9479		
23.06.89	עלייה של 6% בשער האמצע	2.0649	2.0639	4.3	2.0175
01.03.90	עלייה של 6% בשער האמצע; הרחבת הרצועה ל- $\pm 5\%$	2.1888	2.0941	-0.1	1.9626
10.09.90	עלייה של 10% בשער האמצע	2.4077	2.3086	2.4	2.0800
11.03.91	עלייה של 6% בשער האמצע	2.5522	2.4252	5.8	2.1920
17.12.91	הנהגת רצועה אלכסונית				
17.12.91	עלייה של 3% בשער האמצע שיפוע האלכסון - 9%	2.6288	2.5647	0.1	2.3100
09.11.92	עלייה של 3% בשער האמצע הורדת השיפוע ל-8%	2.9251	2.8707	0.3	2.6350
26.07.93	עלייה של 2% בשער האמצע הורדת השיפוע ל-6%	3.1511	3.0709	1.9	2.8650
31.05.95	עלייה של 0.8% בשער האמצע הרחבת הרצועה ל- $\pm 7\%$ ללא שינוי בשיפוע	3.5372	3.5200	0.4	3.0050
18.06.97	הרחבה הדרגתית של הרצועה ל- $\pm 15\%$ בתום שנה; שיפוע הגבול התחתון - 24% ושיפוע הגבול העליון - 26%	³ 3.7072 ³ 4.9213	3.7155	0.2	3.4200
07.08.98	שיפוע הגבול התחתון - 2% ושיפוע הגבול העליון - 6%	³ 3.8760 ³ 5.2583	3.9661	1.7	3.7160
24.12.01	הגבול התחתון הורד ב-1% שיפוע הגבול התחתון - 0% בשער קבוע - 4.1021 שקל/סל ושיפוע הגבול העליון - 6%	³ 4.1021 ³ 6.4033	4.3786	0.2	4.3350

רוחבה של רצועת הניוד עמד בסוף 2004 על 60.2% (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.