

1.1.04

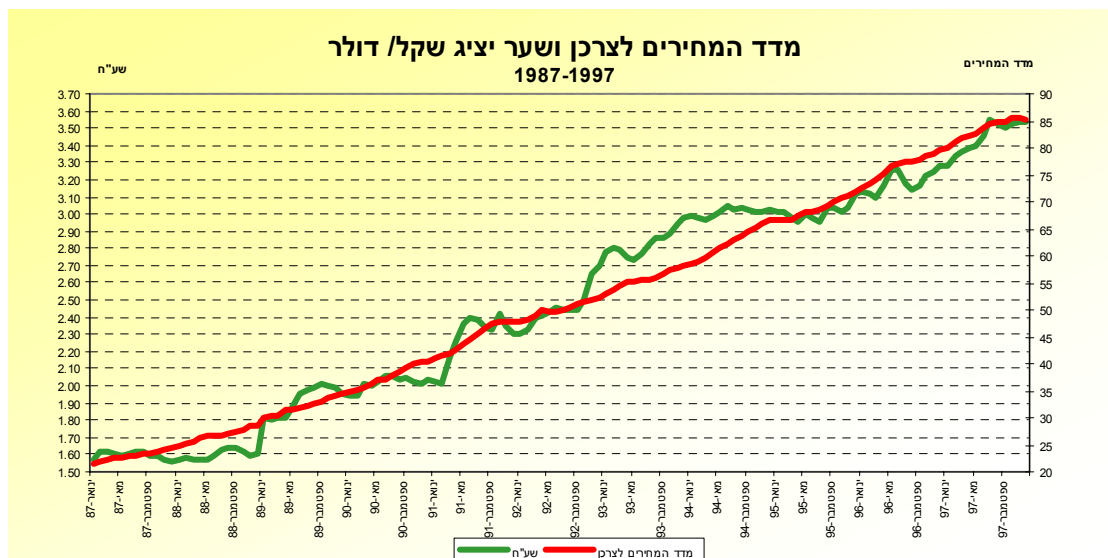
הרצאת בלפור עוזר, מנהל המחלקה לפעילות המשק במט"ח,
במפגש המחלקה עם הפעילים בשוק מט"ח.

השפעת תנועות ההון על השתנות שער החליפין

בחמשת העשורים הראשונים לקיומה של המדינה, 1948 עד 1998, ידע שער החליפין רק כיוון אחד: כלפי מעלה!

בארבעת העשורים הראשונים, 1948 עד 1988, משטר שער החליפין היה של שער קבוע עם פיחותים יזומים.

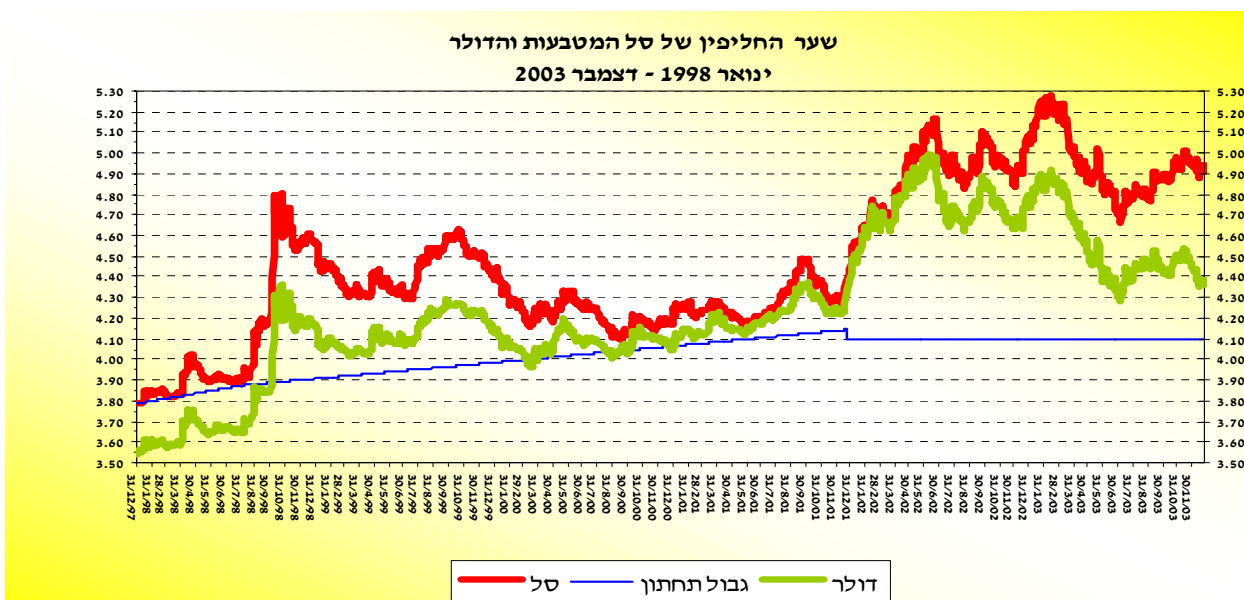
בעשור החמישי, בשנים 1989 עד 1998, משטר שער החליפין היה של שער נייד עם פיחות זוחל המותאם לקצב האינפלציה.



מאז 1998 חל שינוי מהותי במשטר שער החליפין: השער חפשי לנוע בתחום ניוד (שהלך והתרחב על פני זמן), בנק ישראל לא מתערב במסחר, ובמקביל הוסרו הגבלות הפיקוח על מט"ח. כתוצאה משינויים

מבניים אלה, הירידה באינפלציה ושינויים נוספים שיפורטו בהמשך, השער איבד את כיוונו החד משמעי צפונה והוא לעיתים מתנדנד ללא מגמה ברורה.

בסוף 1998 הציבור נוכח לראשונה כי שער החליפין יכול גם לשנות כיוון ולרדת חדות ולמשך תקופה ארוכה. כפי שניתן לראות מהגרף, מאז 1998 השער ידע עליות ומורדות ואפשר להצביע על מספר רב של מחזורי פחות וייסוף.



מה גורם לתנודות אלה?

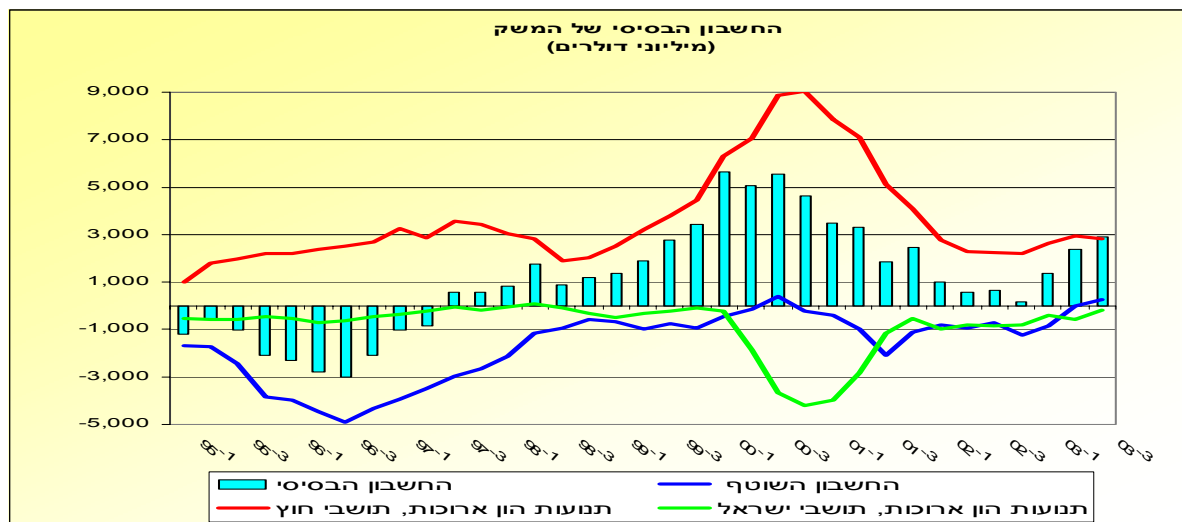
שלושה כוחות מרכזיים משפיעים על הביקוש וההיצע למט"ח:

- החשבון השוטף - סה"כ הגרעון המסחרי (סחורות ושירותים) בתוספת ההעברות החד צדדיות;
- תנועות הון ארוכות למשק ומהמשק – השקעות ישירות, אשראי ארוך טווח והשקעות במניות;
- שני גורמים אלה ביחד נקראים החשבון הבסיסי והם מושפעים בעיקר מגורמים ארוכי טווח.
- תנועות ההון הקצרות (פקדונות, אשראי קצר במט"ח, אג"ח) והוא מושפע מגורמים קצרי טווח בעיקר תשואה וסיכון.

בחמשת העשורים הראשונים לקיומה של המדינה, הביקוש למט"ח נגזר בעיקר מהחשבון השוטף, וההיצע בא ברובו מהבנק המרכזי תוך התאמת השער לשינויים באינפלציה. לתנועות ההון כמעט ולא היתה השפעה על קביעת השער זאת בין היתר עקב קיומן של הגבלות על תנועות הון אלה.

בשנים האחרונות הוסרו ההגבלות על תנועות ההון, חלה ירידה חדה באינפלציה, בנק ישראל חדל מלהתערב במסחר, ושער החליפין נקבע רק על ידי הביקוש וההיצע של מט"ח בשווקים. כתוצאה, חלה עלייה דרמטית במשקלן של תנועות ההון בקביעת השער.

בנוסף, חל תהליך של ירידה – החל מ-1997 - בגרעון בחשבון השוטף, דבר שהפחית את הלחץ על שער החליפין מהכיוון הריאלי, והביא לעלייה במשקלן היחסי של תנועות ההון.



תנועות ההון הארוכות הפכו לגורם כבד משקל החל מ-1993, עם השינוי במשתנים הגיאוגרפיים וחתירת הסכמי אוסלו. הם הגיעו לשיא בשנים 1999-2000 עם גל ההנפקות של חברות טכנולוגיות העלית בארה"ב.

בשנים 2001 ו-2002 חלה ירידה חדה בתנועות אלה עם התנפצות בועת ההיי-טק, המיתון העולמי והתמשכות הארוכים הבטחוניים בארץ.

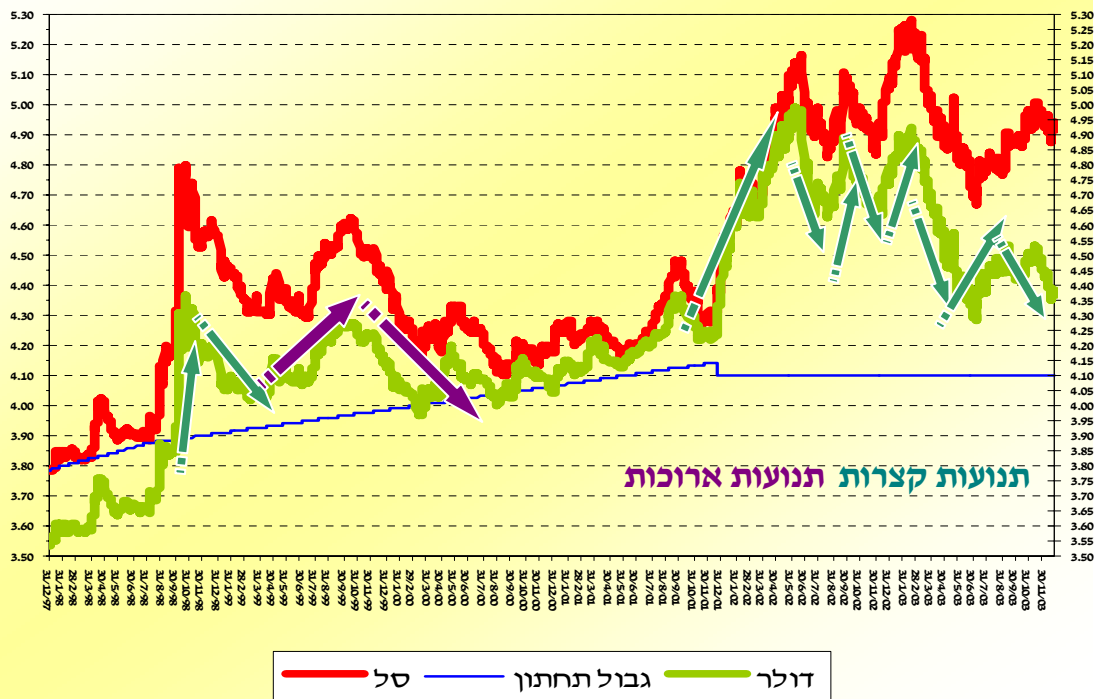
כפי שניתן לראות מהגרף פעילות תושבי ישראל בתנועות הארוכות היתה די מוגבלת (למעט תקופת הבועה בה חלק מההשקעות של תושבי ישראל בחו"ל, קשור להשקעות תושבי החוץ במשק דרך מנגנוני החלפת מניות).

תנועות ההון הקצרות באו לידי ביטוי תחילה מצד תושבי ישראל בשנים 1995 עד 1997 והתבטאו בעיקר ביבוא מוגבר של אשראי במט"ח על ידי הסקטור העסקי.

החל משנת 1998 תנועות ההון הקצרות באות לידי ביטוי גם בפעילות תושבי החוץ והדבר בולט במיוחד השנה.

נבחן עתה את התנהגות שער החליפין, במשקפיים של החשבון הבסיסי (חשבון שוטף ותנועות הון ארוכות) מול התנועות הקצרות.

שער החליפין של סל המטבעות והדולר ינואר 1998 - דצמבר 2003



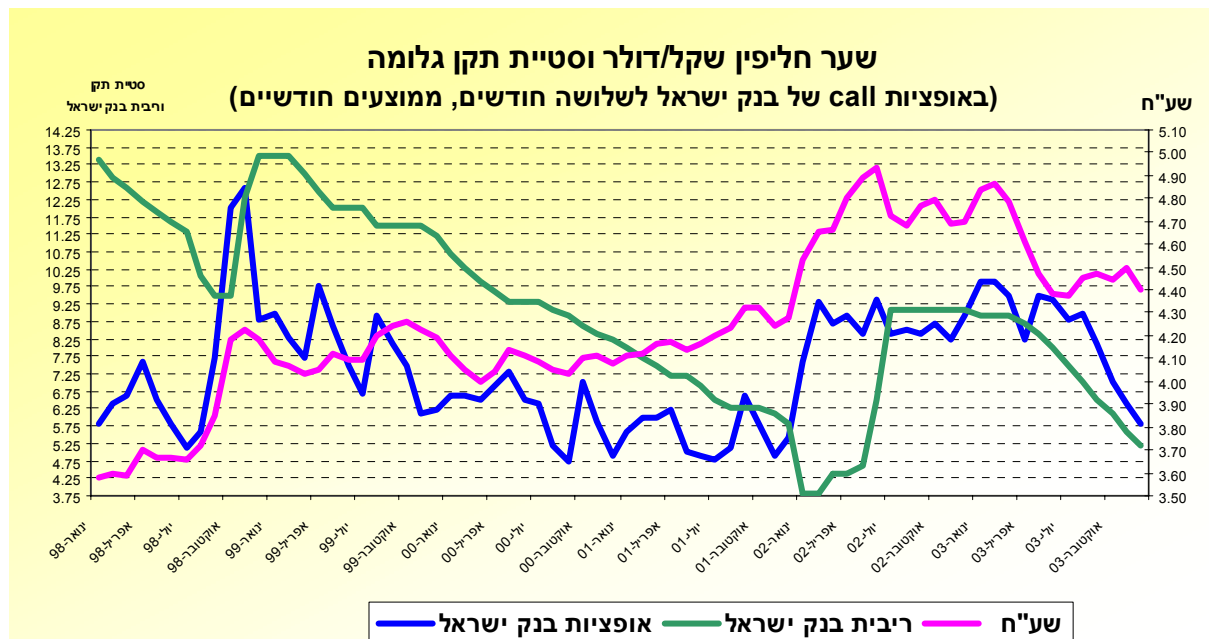
בחינה כזו מראה כי בשנים 1999-2000 תנועות ההון הארוכות של תושבי החוץ לחצו את שער החליפין כלפי מטה ואילו בשנת 2001 הלחץ על שער החליפין היה כלפי מעלה כתוצאה מהירידה החדה בתנועות הון אלה (שאליו נוספה ההרעה בחשבון השוטף, שראינו קודם, שמקורה במיתון העולמי ובאירועים הגיאו-פוליטיים).

אם נסכם את השינויים בשער החליפין בתקופה 1999-2001 נמצא כי הם מושפעים בעיקרם מהלחץ הבסיסי ובשני הכיוונים!

את השפעת הלחץ הקצר על שער החליפין ניתן לראות בשנת 1998 וראשית 1999, וכן החל משנת 2002 ועד היום.

תנועות ההון הקצרות מושפעות מפערי הריבית, אך בעיקר מסיכון שער החליפין, כשנסיון העבר מראה כי אחד הגורמים החשובים המשפיעים על תפישת סיכון זה, הוא המדיניות המקרו-כלכלית.

את סיכון שער החליפין אנו מודדים באמצעות סטיית התקן הגלומה באופציות שקלודולר. סטיית תקן זו משקפת את ההערכות של הפעילים בשוק, את התנודתיות הצפויה בשער החליפין בחודשים הקרובים.



בשנת 1998, העלייה החדה בסיכון שער החליפין והפיחות החרף נבעו מזעזוז חיצוני: משבר LTCM, המשבר ברוסיה והדבקה מאוחרת בשפעת האסיאתית. הדבר הביא לקניית מט"ח על ידי תושבי ישראל ולמימוש נכסים שקליים על ידי תושבי חוץ. קרי, תנועות הון קצרות.

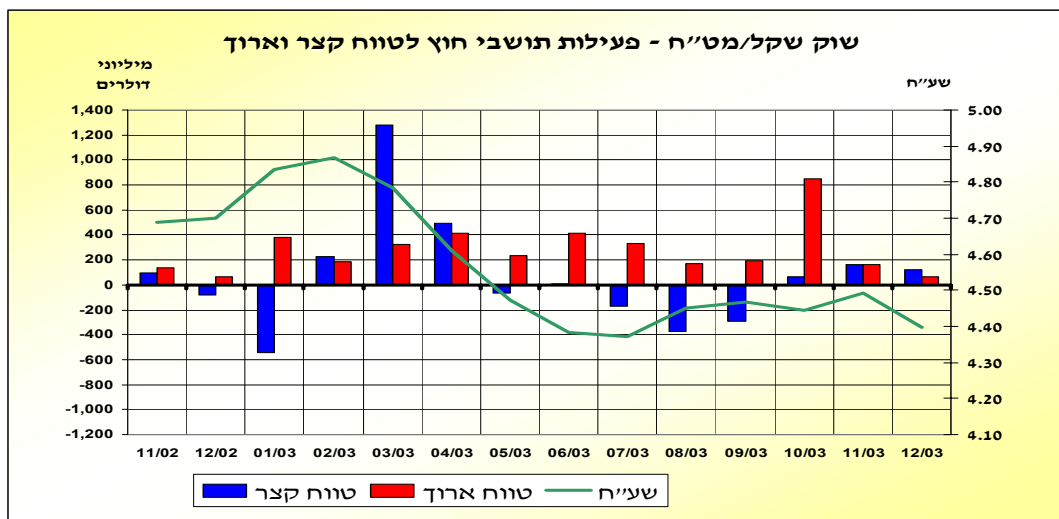
תגובה נחושה בריבית ושינוי חד בכדאיות היחסית גרמו לעצירה מוחלטת בתנועות ההון הקצרות ושינוי כיווןן לאחר מכן. אמון השווקים בנחישות המדיניות התבטא בירידה חדה בסיכון שער החליפין כפי שהוא נמדד בסטיית התקן הגלומה.

בשנת 2002 מקור הזעזוז היה פנימי למהדרין. הטריגר לזעזוע היה ההורדת החדה של הריבית אך הוא ניזון בעיקרו ממדיניות פיסקאלית מרחיבה עם מגמת עלייה בחוב הציבורי, שהביאה לעלייה חדה בהערכת הסיכון ולפיחות חד ומתמשך בשער החליפין.

תנועות ההון שהביאו לכך התרכזו ברובן הגדול בסקטור משקי הבית והיחידים שהגדילו בצורה ניכרת את תיק הנכסים במט"ח. רכישות המט"ח ע"י יחידים הסתכמו ב-2.2 מיליארדי דולרים, מזה העברות לפקדונות בחו"ל כ-1.4 מיליארד, והיתרה התרכזה בעיקרה ברכישה של קרנות נאמנות מט"חיות ורכישת פיקדונות במט"ח.

גם באפיזודה זו ההעלאה החדה של הריבית הביאה למפנה: בשלב ראשון עצירה של הפיחות המואץ, ולאחר מכן – והפעם הרבה לאחר מכן, רק בשנת 2003 – לירידה חוזרת בשער החליפין ובסטיית התקן הגלומה. ההבדל הגדול בין שתי האפיזודות מוסבר ברובו במדיניות המקרו כלכלית: אי הוודאות הפיסקאלית נמשכה עד לבחירת ממשלה חדשה, בתחילת 2003, שהחלה בנקיטת צעדים להחזרת המשק למסלולו התקין.

כמעט כל השינויים בשנת 2003 בשער החליפין קשורים לתנועות הון קצרות וכמעט כולם קשורים לתנועות ההון הקצרות של תושבי החוץ. התנועות הקצרות מרוכזות רובן ככולן במכשירים פיננסיים נגזרים (פרוורד ואופציות) ובאג"ח נושאות תשואה שקלית.



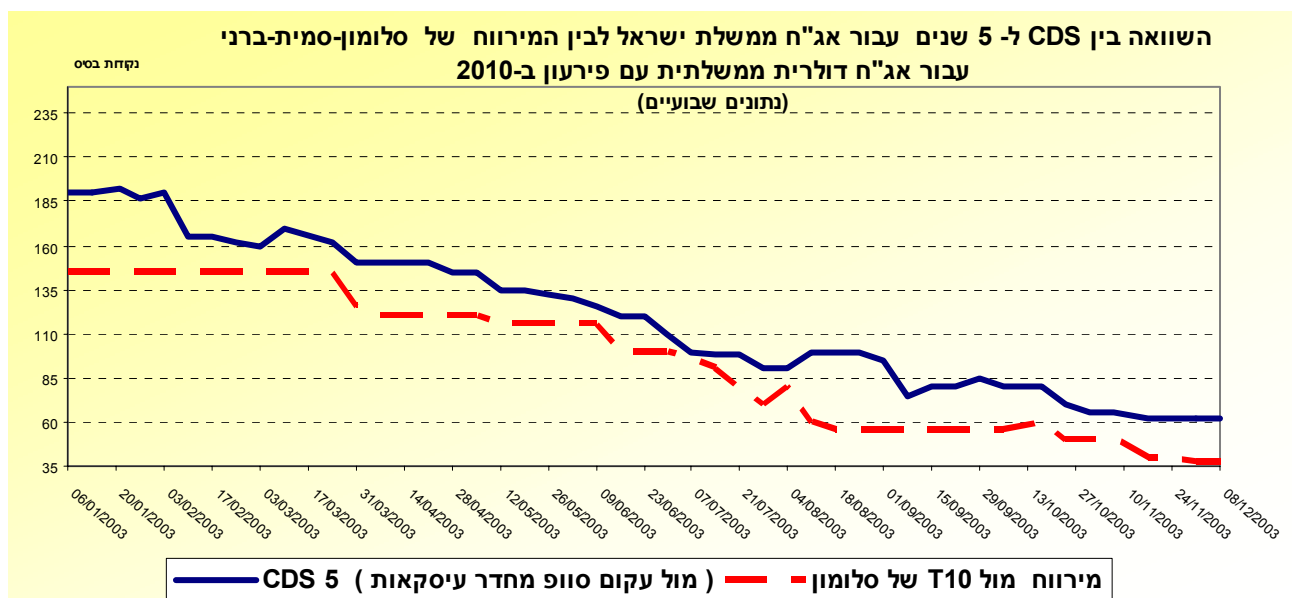
תחילתה של שנת 2003 מאופיינת באי וודאות גבוהה הקשורה לרוחות המלחמה בעיראק, למצב הגיאוגרפי ולתחושה של היעדר שליטה פיסקאלית במשק: החל תהליך של ירידה בדירוג האשראי, נרשמה עלייה בציפיות האינפלציוניות, ועליות בתשואות בשווקים הפיננסיים.

תקופה זו מאופיינת ברכישות מט"ח קצרות טווח על ידי תושבי החוץ ובפיחות של שער החליפין.

בחודש מארס נרשם שינוי כיוון ברור: המלחמה בעיראק הסתיימה בצורה מוצלחת, הוקמה ממשלה חדשה הנשענת על בסיס רחב, הוחל במגעים להפסקת אש עם הפלסטינאים ונוצרה תחושה של מפנה שהחלה להתבטא באופטימיות בשווקים הפיננסיים.

הממשלה החדשה החלה בהתוויות מדיניות פיסקאלית ומקרו כלכלית ראויה ונרשמה ירידה חדה בהערכת הסיכון של המשק הישראלי (כמו גם בהערכת הסיכון של שווקים מתעוררים אחרים).

בתחום מטבע החוץ הגורם המשמעותי ביותר שתורם למפנה היה אישור הערבויות של תשעת מיליארדי הדולרים.



לגורמים המקומיים שהקטינו את הסיכון ודחפו לכיוון של יבוא הון הצטרפו גם גורמים חיצוניים :

תהליך ירידת התשואות בעולם הביא להסטה של תנועות הון למשקים מתעוררים ולשינוי בטעמים בכיוון של העדפת תיקים עם תשואות גבוהות יותר אך מסוכנים יותר.

כתוצאה, החל יבוא הון ניכר לזמן קצר מצד תושבי החוץ למשק.

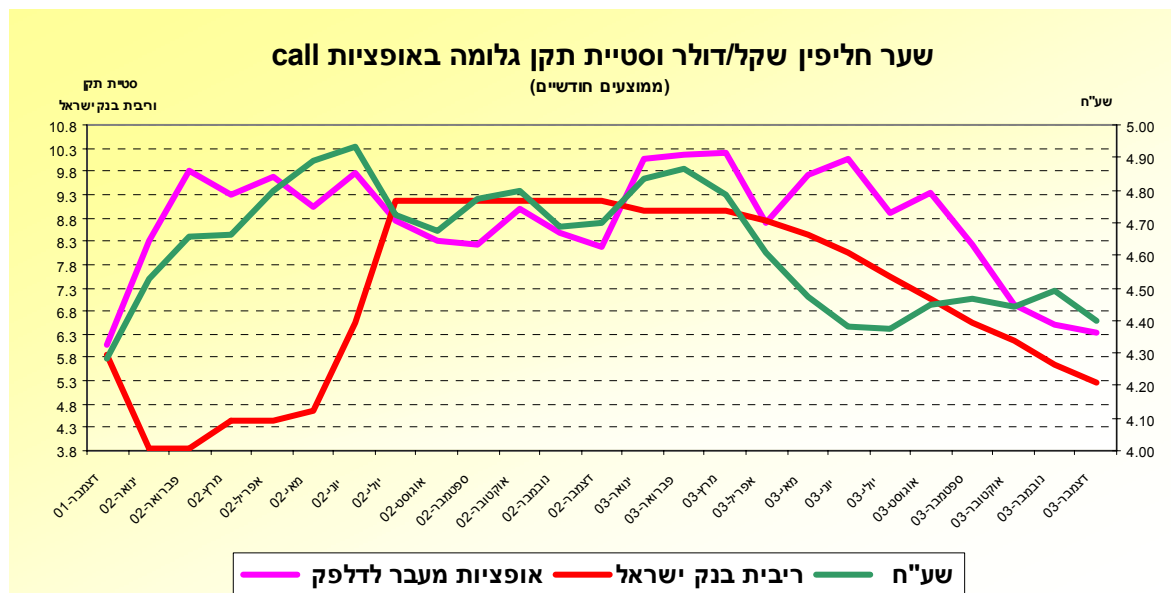
יבוא ההון התרכז בעיקר במכשירים הקצרים והתבטא במכירת מטבע חוץ באמצעות מכשירים נגזרים ובקניית אג"ח נושאות תשואה שקלית.

תופעה זו החלה באמצע חודש פברואר ונמשכה בעוצמה רבה בחודשים מארס ואפריל ובעוצמה נמוכה יותר עד אמצע השנה. בתקופה זו מכרו תושבי החוץ מטבע חוץ בהיקף של כ – 2.5 מיליארדי דולרים.

כתוצאה, החל תהליך של ירידה מתמשכת בשער החליפין במקביל לירידה בסטיית התקן.

ברביע השלישי של השנה החלו תושבי החוץ לרכוש מט"ח (בכלים קצרים) – בין היתר עקב הירידה החדה שנרשמה בפער התשואות – הקצרות והארוכות – בין המשק לחו"ל. ירידה זו נבעה הן מתהליך ירידת הריבית הקצרה וירידת הסיכון במשק הישראלי, אך גם כתוצאה מתהליך של עלייה בתשואות הארוכות בשווקים המפותחים.

ברביע האחרון של השנה חל שוב היפוך בכיוון, שהתבטא במהלך הרביע במכירות מט"ח על ידי תושבי החוץ, בייסוף בשער החליפין ובירידה נוספת בסטיית התקן. סטיית התקן כיום נמצאת ברמת שפל נמוכה הן בהשוואה בינלאומית והן בהשוואה היסטורית.



בחינת התנהגות שער שער החליפין בשנת 2003, מצביעה על משקלם הגדול של תושבי החוץ בקביעת שער החליפין באמצעות כלים קצרי טווח, אך גם על כוחות ארוכי טווח שהתבטאו בשיפור בחשבון השוטף ובגידול בתנועות ההון הארוכות למשק.

במילים אחרות, המתאם הגבוה שראינו השנה בין תנועות ההון הקצרות של תושבי החוץ לשינוי שער החליפין מידי חודש, אינו משקף את הגורמים לשינויים בשער החליפין בשנת 2003. לגורמים אלה יש להוסיף את הכוחות הארוכי הטווח – קרי החשבון הבסיסי – שפעלו לאורך כל השנה ללחץ כלפי מטה על שער החליפין ועל סיכונו.

נבחן עתה את התנועות הארוכות בשנת 2003, והפעם נביט עליהן במשקפי מאזן התשלומים.

תנועות ההון הארוכות עליהן נסתכל כוללות השקעות ישירות והשקעות בתיק ניירות ערך למסחר, (לרבות הנפקות אג"ח לזמן ארוך על ידי הממשלה). הן אינן כוללות את מה שנקרא "השקעות אחרות" שהינן בעיקר תנועות באשראי ופיקדונות.

כפי שניתן לראות מהלוח, שנת 2003 הינה שנת מפנה :

בשנה זו הכפילו תושבי החוץ את ההשקעות הישירות במשק בהשוואה לשנה הקודמת ורמת ההשקעות חזרה לרמה סביב שנת הבועה (2000).

בתיק ניירות הערך למסחר חלה עליה חדה זאת בעיקר עקב הנפקת אג"ח על ידי הממשלה במסגרת הערבויות.

השנה חל גם גידול בפעילות תושבי החוץ בבורסה בת"א והשקעות תושבי החוץ הסתכמו בכ חצי מיליארד דולרים. מחציתם במניות ומחציתם באג"ח שקליות. מחזורי הפעילות במניות בת"א הוכפלו ומשקל תושבי החוץ במסחר גדל.

גם בפעילות בניירות ערך בחו"ל נרשמה עליה, ונרשמו הנפקות של חברות ישראליות בחו"ל בהיקף של כחצי מיליארד דולרים. נתונים אלה אינם כוללים את פעילות החברות ה"חצי-ישראליות" (חברות ישראליות הרשומות בחו"ל ולכן מוגדרות כחברות זרות לצרכי מאה"ת). חברות אלה הנפיקו השנה כמיליארד וחצי דולרים בעיקר באג"ח.

השקעות תושבי החוץ ותושבי ישראל

(תנועות- מיליארדי דולרים)

שנים **99** **00** **01** **02** **03**

תושבי חוץ

השקעות ישירות	3.0	5.0	3.5	1.6	3.3
תיק נ"ע למסחר	2.6	5.0	0.2	0.8	2.7
סה"כ	5.6	10.0	3.7	2.4	6.0

תושבי ישראל

השקעות ישירות	0.9	3.4	0.8	1.2	1.4
תיק נ"ע למסחר	0.8	2.1	1.1	2.5	1.5
סה"כ	1.7	5.5	1.9	3.7	2.9

מנקודת הראות של השקעות המשק הישראלי בחו"ל, בולטת הירידה החדה בתיק ניירות הערך למסחר, בהשוואה לשנה הקודמת, שאופיינה ברכישות אג"ח בחו"ל על ידי המשקיעים המוסדיים.

רמת ההשקעות הישירות בחו"ל לא גדלה מהותית השנה, בהשוואה לשנה הקודמת וזאת למרות ביצוע עיסקה אחת גדולה של השקעה ישירה בחו"ל.

בזרם ההשקעות נטו המהפך כבר ניכר לעין כל:

מעבר מהשקעה נטו בחול של כ-0.7 מיליארד דולרים, להשקעה נטו בארץ של כ- 3.1 מיליארדים.

מנתוני התנועות נעבור להסתכל על נתוני היתרות. נתונים אלה כוללים את כל הנכסים וההתחייבויות ארוכים כקצרים. יש לזכור כי השינויים על פני השנים בנתונים אלה מושפעים לא רק מזרמי ההשקעות אלא גם משינויי מחיר, שינויי שער ושינויים אחרים.

יתרות נכסי תושבי החוץ במשק

(מיליארדי דולרים)

03	02	01	00	99	שנים
117	104	107	118	107	סה"כ נכסים
69	67	65	64	62	מזה מכשירי חוב
30	25	25	24	20	השקעות ישירות
40	32	37	50	44	תיק ני"ע למסחר
47	47	45	44	43	השקעות אחרות
28	23	23	21	16	מניות בת"א
20	14	20	32	28	מניות בחו"ל
20	18	18	18	18	אג"ח בחו"ל

סך כל הנכסים של תושבי החוץ במשק, קרי יתרת ההשקעות של תושבי החוץ במשק עומדת על כ- 117 מיליארדי דולרים. התחייבויות אלה של המשק אינן חוב שכן הן כוללות גם מניות. יתרת החוב החיצון של המשק היא 69 מיליארדים, והשאר 48 מיליארדים הן מניות בארץ ובחו"ל.

מרבית הגידול ביתרה, בעיקר במכשירים ההוניים נובעת מעליית מחירי המניות בארץ ובחו"ל.

כיום יתרת ההתחייבויות דומה ליתרה של שנת 2000 שהיא כזכור שנת שיא הבועה. בולט במיוחד השיא אליו הגיעו ההשקעות הישירות. יש לזכור כי רכיב זה כולל הן השקעות לא סחירות והן השקעות סחירות (על ידי בעלי עניין). מתוך כ- 30 מיליארדי דולרים השקעות ישירות, כ- 28 מיליארדים הן השקעות במניות סחירות (ברובן הגדול – 25- בבורסה בת"א).

במקביל לגידול בהתחייבויות חל גם גידול בנכסי המשק בחו"ל:

יתרות נכסי תושבי ישראל בחו"ל

(מיליארדי דולרים)

03	02	01	00	99	סה"כ נכסים
85	79	73	69	60	מזה מכשירי חוב
76	71	65	61	55	
11	11	10	9	6	השקעות ישירות
12	10	8	7	5	תיק ני"ע למסחר
37	34	32	30	27	השקעות אחרות
25	24	23	23	23	יתרות בנק ישראל
9	8	8	8	5	מניות בחו"ל
10	8	6	5	4	אג"ח בחו"ל

השפעת המחיר על גידול זה הייתה קטנה לאין ערוך לעומת השפעתה על צד ההתחייבויות, זאת בגלל משקלן הנמוך של המניות הזרות בתיק הנכסים.

בחינת ההתחייבויות נטו, קרי סך ההתחייבויות פחות סך הנכסים, מצביעה על מספר תופעות מעניינות:

סך כל ההתחייבויות נטו עומד בסוף 2003 על כ-32 מיליארדי דולרים. אולם סך החוב נטו (אשראי מחו"ל פחות אשראי לחו"ל), עומד על יתרה שלילית של כ-7 מיליארדים. דהיינו המשק הישראלי הוא משק מלווה נטו לחו"ל. הסתכלות לפי אורך תקופת החוב, מצביעה על יתרה שלילית של כ-30 מיליארדי דולרים. הרכב זה, של גיל החוב נטו, נובע מכך שהחוב ברוטו של המשק הוא בעיקרו חוב ממשלתי לזמן ארוך, ואילו נכסי המשק הם בעיקר לזמן קצר.

שינויים אלה בהרכב הנכסים וההתחייבויות של המשק משקפים במידה רבה את המגמות ארוכות הטווח שבאו לידי ביטוי בלחץ כלפי מטה על שער החליפין ובירידה חדה בסיכוננו כפי שהדבר נמדד בסטיית התקן הגלומה.

לסיכום:

במשך כ-5 עשורים הורגל המשק הישראלי לתנועה בכיוון אחד של שער החליפין - כלפי מעלה. במחצית העשור האחרונה, לעומת זאת, נע שער החליפין תקופות ארוכות ללא מגמה ברורה.

השינויים בשער החליפין נגזרו ברובם הגדול מתנועות ההון ובשנתיים האחרונות חל גידול במשקלן של תנועות ההון הקצרות, בקביעת שער החליפין.

בשנת 2003 התנועות הקצרות של תושבי החוץ קבעו את השינויים בשער החליפין מידי חודש, אך לכוחות אלה התווספו התנועות הארוכות והיחלשות הדולר בעולם, שקבעו את מגמת הייסוף בשער.

בהסתכלות קדימה לשנה הקרובה, במשקפיים של הכוחות הפועלים על שער החליפין, ניתן להעריך כי בשנה הקרובה, החשבון הבסיסי יפעל בכיוון של לחץ כלפי מטה על שער החליפין, זאת על רקע השיפור במאפייני המשק וההתאוששות בכלכלה העולמית.

לעומת זאת, תנועות ההון הקצרות, יפעלו כנראה בכיוון ההפוך, זאת על רקע תהליך ירידת הריבית ורפורמת המס.

בהעדרה של אינפלציה נראה כי השער בעתיד ינוע ללא מגמה ברורה עם מחזוריים של עליות וירידות שיושפעו בעיקר מתנועות ההון.