

## חלק II

### שוק שקל-מטבע חוץ

התפתחות שער החליפין של השקל במהלך שנת 2004 התאפיינה ביציבות, שהיא פועל יוצא של איזון בין הכוחות המשפיעים על שער החליפין: לצד גורמים מקומיים, שפעלו להיחלשות השקל, פעלה שורה של גורמים מקומיים ועולמיים לחיזוקו. עם הגורמים המקומיים שתמכו בשקל נמנים: שיפור בשורה של גורמים ארוכי טווח בשוק המט"ח, התרחבות הפעילות הריאלית במשק והתגברות האמינות של המדיניות המקרו-כלכלית. על רקע ההתאוששות בכלכלה העולמית, ובכלל זה של ענפי הטכנולוגיה העילית, תמכו גורמים אלו בהמשך ההשקעות ארוכות הטווח של תושבי חוץ במשק<sup>1</sup>, שמרביתן היו השקעות בתיק ניירות הערך למסחר ומיעוטן השקעות ישירות. התמדתן של ההשקעות ארוכות הטווח של תושבי חוץ והמשך מגמת השיפור בחשבון השוטף הובילו לעלייה בהיצע המט"ח ארוך הטווח. היצע זה יצר לחץ בסיסי לייסוף השקל, ותרם להקטנת השפעתן היחסית של תנועות ההון קצרות הטווח<sup>2</sup>, שמטבען הן תנודתיות יותר, על השינויים בשער החליפין.

עם הגורמים המקומיים, שתמכו בהיחלשות השקל, נמנים הרפורמה במס, שהפחיתה את הכדאיות היחסית של ההשקעה באפיק השקלי לעומת ההשקעה באפיק המט"ח, והצטמצמות פער הריביות. במהלך התקופה הנסקרת פער הריביות בין השקל לדולר הצטמצם ב-2.25 נקודות אחוז לכדי 1.45 אחוזים. גורמים אלו הניעו בחודשים הראשונים של השנה תהליך של התאמת תיקים על ידי משקי הבית, שפעלו בעיקר באמצעות קרנות נאמנות המתמחות במט"ח. אולם בהמשך השנה תהליך זה דעך, ואף נבלם לחלוטין. זאת למרות התגברות הוודאות לגבי השלמת החקיקה להקדמת ביטול אפליית המס בין ניירות ערך ישראלים לזרים לתחילת 2005, והמשך תהליך הצמצום בפער הריביות, שאמורים היו להאיץ את התהליך. דעיכת התהליך נבעה משורה של גורמים, ובראשם גורמים גלובליים: האטה והתגברות אי-הוודאות בשוקי המניות העיקריים בעולם, עלייה בסיכון שער החליפין של הדולר מול המטבעות העיקריים והתגברות הערכות לעליית תשואות בטווח הקצר בשוק האג"ח האמריקאי. התפתחויות אלו לצד מגמות חיוביות בשוק ההון המקומי הובילו לירידה באטרקטיביות היחסית של ההשקעה בניירות ערך זרים. ככלל, תגובת השוק במהלך השנה על הצטמצמות פער הריביות הייתה מתונה, מאחר שלווה בירידה של סיכון שער החליפין של השקל ושיפור בגורמי הרקע בשוק המט"ח.

על רקע היציבות היחסית בסביבה הכלכלית המקומית והשיפור במצב הגיאו-

1 תנועות הון שרגישותן לשינויים בפער הריביות ובשער החליפין נמוכה: השקעות בתיק ניירות הערך למסחר והשקעות ישירות.

2 תנועות הון שרגישותן לשינויים בפער הריביות ובשער החליפין גבוהה: השקעה באג"ח סחירות, פעילות בנגזרי מט"ח, אשראי ופיקדונות במט"ח.

פוליטי, התגברה השפעתה היחסית של הסביבה העולמית הפיננסית על שער החליפין של השקל, ובעיקר השפעתן של ההתפתחויות בשערי החליפין הצולבים של גושי המטבע העיקריים והתפתחות המחירים בשווקים הפיננסיים העולמיים. השפעתה של הסביבה העולמית הפיננסית התבטאה הן בהיקפן של תנועות ההון ארוכות הטווח למשק והן בהיקפן וכיוונן של תנועות ההון קצרות הטווח. התפתחותן של השקעות תושבי חוץ בתיק ניירות הערך למסחר ובעיקר הגיוסים של חברות ישראליות בחוץ לארץ הייתה בדרך כלל מתואמת עם התפתחות המחירים בשווקים הפיננסיים העיקריים בעולם. כך, בעקבות ירידות מחירים בשוק ה-NASDAQ ברביע השני הואטו הגיוסים של חברות ישראליות בחוץ לארץ. לעומת זאת, על רקע ההתאוששות בשוק ה-NASDAQ ברביע האחרון החלה מסתמנת עלייה בהיקף הגיוסים. כמו כן, רמתן וכיוונן של תנועות ההון הקצרות של תושבי חוץ הושפעו בעיקר ממגמות כלל עולמיות של השקעה במשקים מתעוררים. כך ברביע השני, על רקע עליית תשואות בשוק האג"ח בארצות הברית, פחתה נכונותם של גופים פיננסיים בין-לאומיים להשקיע במשקים מתעוררים, ובכללם במשק הישראלי. כתוצאה מכך הקטינו תושבי חוץ את הפוזיציה השקלית קצרת הטווח שלהם במהלך הרביע השני עד כדי איפוס החשיפה. על רקע היחלשות הדולר מול המטבעות העיקריים במחצית השנייה של השנה, ובעיקר ברביע האחרון, שנבעה, בין השאר, מהגירעונות התאומים (הגירעון המסחרי והתקציבי) בארצות הברית, שבו גופים אלו להשקיע במשקים מתעוררים, ותרמו להתחזקות המטבעות שלהם אל מול הדולר. כתוצאה מכך הגדילו תושבי חוץ במהלך הרביע האחרון הן את השקעותיהם במניות בבורסה המקומית, והן את הפוזיציה השקלית שלהם במכשירים קצרי הטווח. עם זאת ראוי לציין, שהתחזקות השקל מול הדולר הייתה מתונה יותר בהשוואה להתחזקות המטבעות של שווקים מתעוררים אחרים מול הדולר.

אחת ההתפתחויות הבולטות בשנת 2004, שתרמה להתבססות היציבות הפיננסית בשוק המט"ח, היא הקטנת עודף ההתחייבות של המגזר העסקי בכ-6.5 מיליארדי דולרים לרמה של כ-0.7 מיליארד. הקטנת החשיפה לפיחות של המגזר העסקי נבעה מגידול הנכסים במט"ח, בעיקר על ידי חברות שמטבע פעילותן הן בעלות עודף נכסים במט"ח. התפתחות זו תרמה להתבססות היציבות הפיננסית בשוק המט"ח, שכן בשנים עברו החשיפה המצרפית לפיחות של המגזר העסקי היוותה גורם איום פוטנציאלי על יציבותו של השוק, בשל החשש, שסגירה מואצת שלה תוביל לתנודות חדות בשער החליפין. עם זאת חשוב להדגיש, שלמרות שהחשיפה המצרפית לפיחות של המגזר העסקי ירדה לרמות נמוכות, המגזר עדיין חשוף ברמות גבוהות בשני הכיוונים.

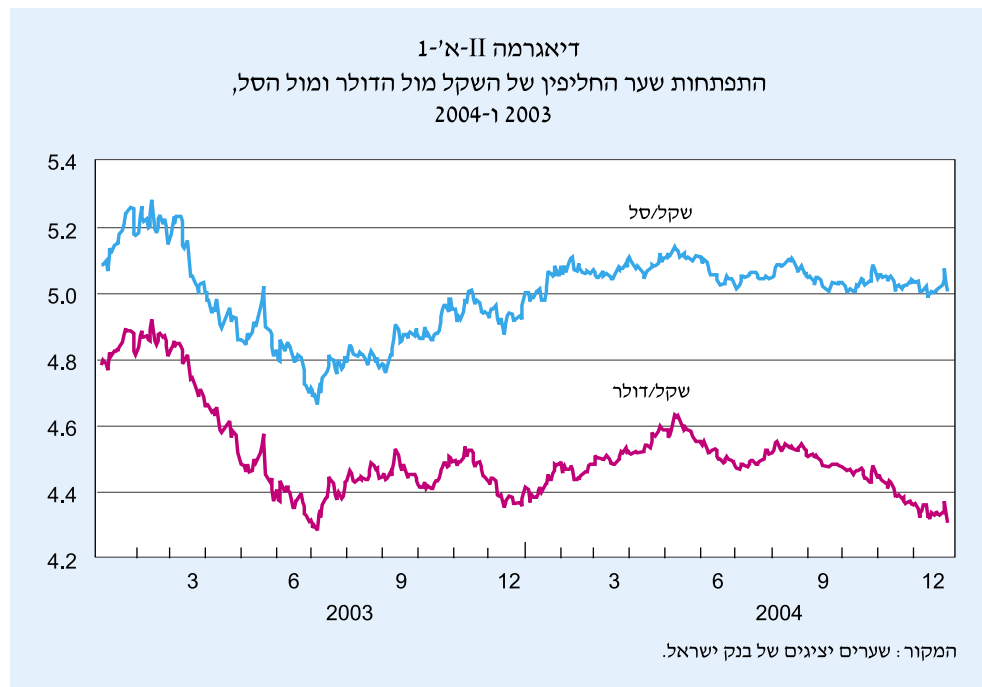
היציבות היחסית, שאפיינה את שוק המט"ח בתקופה הנסקרת, השתקפה בהמשך מגמת הירידה בסיכון שער החליפין, שהגיע בסוף הרביע השלישי לרמת שפל היסטורית. עם זאת, במהלך הרביע האחרון החלה מסתמנת עלייה בסיכון שער החליפין, כנראה על רקע התגברות אי-הוודאות בשערי החליפין של גושי המטבע העיקריים, לצד התגברות של גורמי אי-ודאות מקומיים.

# פרק II-א' ניתוח כולל של שוק שקל-מטבע חוץ<sup>3</sup>

## 1. התפתחות שער החליפין, הסיכון ופער הריביות

התפתחות שער החליפין של השקל במהלך שנת 2004 אופיינה ביציבות. יוצא של איזון בין הכוחות המשפיעים על שער החליפין: לצד גורמים מקומיים, שפעלו להיחלשות השקל, פעלו שורה של גורמים מקומיים ועולמיים לחיזוקו.

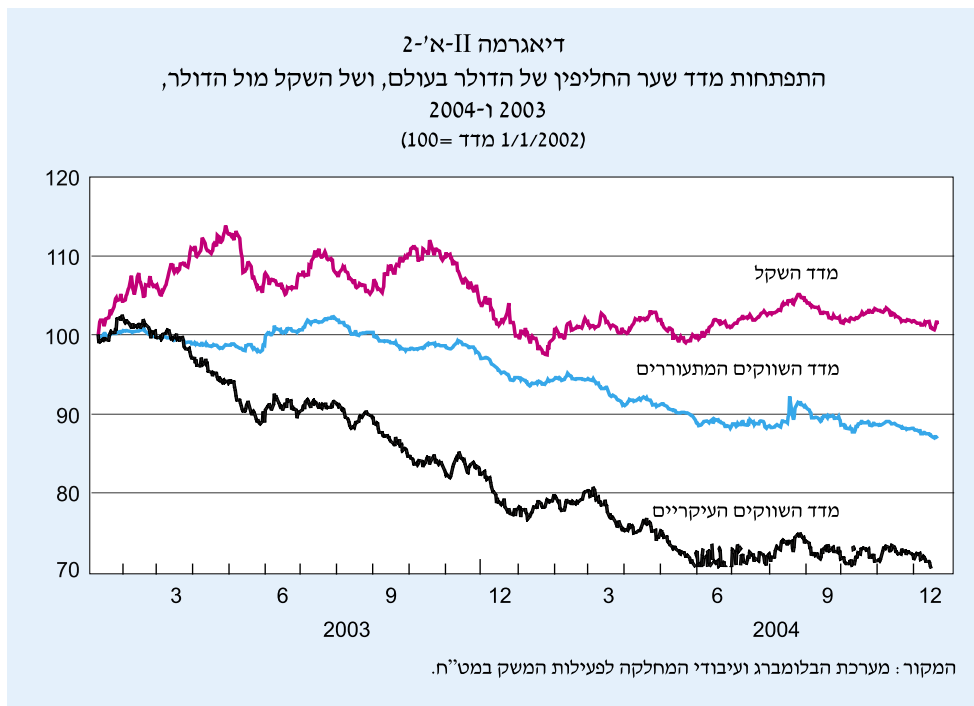
מתחילת השנה התחזק השקל ב-1.6 אחוזים מול הדולר ונחלש ב-0.8 אחוז מול סל המטבעות (דיאגרמה II-א'-1). התפתחות שער החליפין של השקל מול הדולר לא הייתה אחידה על פני התקופה הנסקרת: במהלך החודשים הראשונים של השנה נחלש השקל מול הדולר, בעיקר כתוצאה מתהליך התאמת תיקים על ידי משקי הבית בתגובה על העלאת רמת המיסוי על ההשקעה באפיק השקלי, ומהתגבשות מהלך של חקיקה להקדמת ביטול אפליית המס בין ניירות ערך ישראליים לזרים לתחילת 2005 (תיבה II-ב'-1). כל זאת על רקע המשך הצטמצמות פער הריביות בין השקל לדולר עם הפחתת הריבית המקומית, מהלך שעיקרו ב-2003. בהמשך השנה דעך תהליך התאמת התיקים ואף נבלם לחלוטין, וזאת למרות התגברות הוודאות לגבי השלמת החקיקה להקדמת ביטול אפליית המס והמשך הצמצום בפער הריביות, שאמורים היו להאיץ את התהליך. דעיכת התהליך נבעה משורה של גורמים, ובראשם גורמים גלובליים: האטה והתגברות אי-הוודאות בשוקי המניות העיקריים בעולם, עלייה ברמת הסיכון של הדולר והתגברות הערכות לעליית תשואות בשוק האג"ח האמריקאי, המהווה יעד מרכזי להשקעות של משקי הבית והמשקיעים



3 למסגרת המושגית של שוק שקל-מט"ח וההבדלים בינה לבין גישת מאזן התשלומים, ראה נספח לחלק II.

המוסדיים. התפתחויות אלו לצד מגמות חיוביות בשוק ההון המקומי, שהושפעו מהתרחבות הפעילות הריאלית במשק ומהתגברות האמון במדיניות המקרו-כלכלית, פעלו להעדפת ההשקעה בנכסים מקומיים.

על רקע היציבות היחסית בסביבה הכלכלית המקומית ודעיכת תהליך התאמת התיקים של משקי הבית, שער החליפין של השקל הושפע בעיקר מהמגמות הגלובליות של שערי החליפין: התחזקות הדולר בעולם במהלך החודשים אפריל ומאי חיזקה אותו גם מול השקל, והיחלשותו במחצית השנייה, שהתגברה ברביע האחרון, החלישה אותו גם מול השקל. עם זאת ראוי לציין, שהיחלשות הדולר אל מול השקל במחצית השנייה הייתה מתונה יותר בהשוואה להיחלשותו אל מול המטבעות של שווקים מתעוררים אחרים (דיאגרמה II-א'2). מאחר שמבחינת תנועות ההון הבין-לאומיות המשק הישראלי נמנה עם השווקים המתעוררים, ניתן לצפות שהתפתחויות בשער החליפין של השקל מול הדולר יהיו דומות להתפתחות שערי החליפין של קבוצה זו, אלא אם כן פועלים גורמים מקומיים לסטייה



ממנה. לפיכך ניתן להעריך, שמכלול הגורמים המקומיים, ובעיקר קצרי הטווח שביניהם, לחצו במהלך התקופה הנסקרת דווקא להיחלשות השקל (תיבה II-א'1). התפתחות השקל במהלך השנה אופיינה בהמשך יציבותו היחסית, שהשתקפה ברמת תנודתיות נמוכה של שער החליפין. יציבות זו היא פועל יוצא של איזון בין הכוחות המשפיעים על שער החליפין: לצד גורמים מקומיים, שפעלו להיחלשות השקל, פעלו שורה של גורמים מקומיים ועולמיים לחיזוקו. עם הגורמים המקומיים שתמכו בהיחלשות השקל, נמנים הצטמצמות פער הריביות והרפורמה במס, שהפחיתו את הכדאיות של ההשקעה באפיק השקלי לעומת ההשקעה באפיק המט"ח. עם הגורמים המקומיים, שתמכו בשקל נמנים: התגברות האמון במדיניות המקרו-כלכלית, התרחבות הפעילות הריאלית במשק ושיפור בשורה של גורמים ארוכי טווח בשוק המט"ח. בכללם התייצבות פרמיית הסיכון

היציבות היחסית, שאפיינה את שוק המט"ח בתקופה הנסקרת, השתקפה בהמשך מגמת הירידה בסיכון שער החליפין, שהגיע בסוף הרביע השלישי לרמת שפל היסטורית.

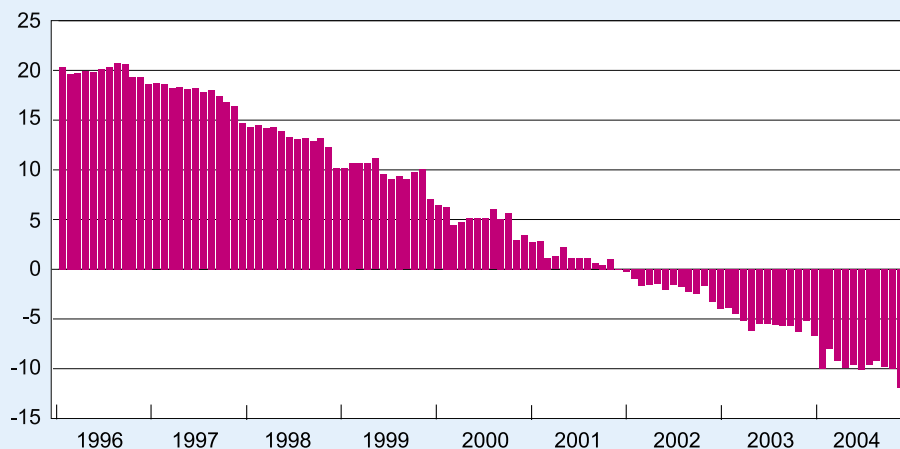
## פרק II-א', ניתוח כולל של שוק שקל-מטבע חוץ

### דיאגרמה II-א'-3

החוב החיצוני נטו של המשק הישראלי,

1996 עד 2004

(מיליארדי דולרים)

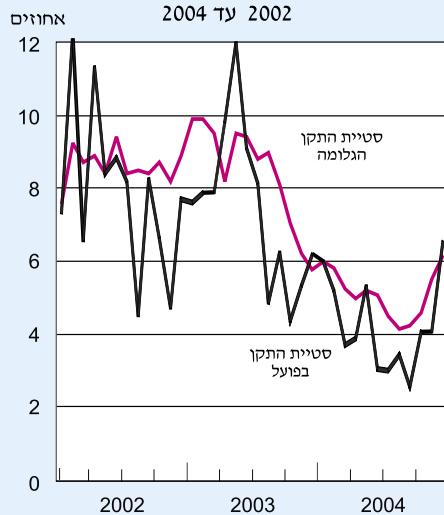


המקור: אגף החשב הכללי במשרד האוצר, נתוני הבנקים המסחריים ועיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

### דיאגרמה II-א'-5

סטיית התקן של שיעור השינוי היומי בשער החליפין שקל/דולר, וסטיית התקן הגלומה באופציות שקל/דולר הנסחרות מעבר לדלפק,

2002 עד 2004

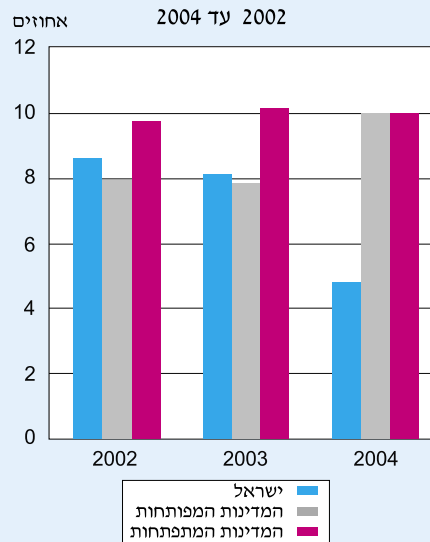


המקור: עיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

### דיאגרמה II-א'-4

סטיית התקן בפועל של שער החליפין של המטבע המקומי מול הדולר - השוואה בין-לאומית,

2002 עד 2004



המקור: נתוני מערכת הבלומברג.

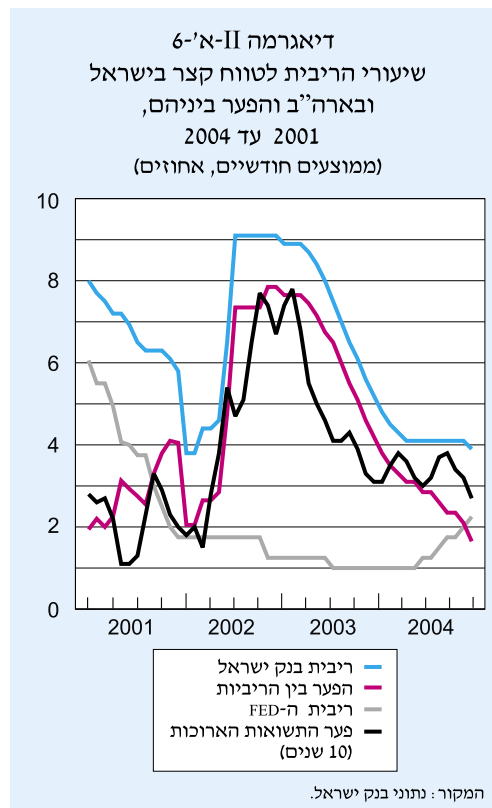
של המשק הישראלי ברמות נמוכות, המשך מגמת השיפור בחוב החיצוני נטו של המשק (דיאגרמה II-א' 3) וירידה חדה בהיקף החשיפה לפיחות של המגזר העסקי (דיאגרמה II-ב' 2). על רקע ההתאוששות בכלכלה העולמית, ובכלל זה של ענפי הטכנולוגיה העילית, תמכו גורמים אלו בהמשך ההשקעות ארוכות הטווח של תושבי חוץ במשק, שמרביתן היו השקעות בתיק ניירות הערך למסחר ומיעוטן השקעות ישירות (ראה פרק I-ג' 1). התמדתן של ההשקעות ארוכות הטווח במשק והמשך מגמת השיפור בחשבון השו"ת הובילו לעלייה בהיצע המט"ח ארוך הטווח, שיצר לחץ בסיסי לייסוף השקל, ותרם להקטנת השפעתן היחסית של תנועות ההון קצרות הטווח על השינויים בשער החליפין.

היציבות היחסית, שאפיינה את שוק המט"ח בתקופה הנסקרת, השתקפה בהמשך מגמת הירידה בסטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר<sup>4</sup>, שהיא אחד המודדים לסיכון שער החליפין. סטיית התקן הגלומה נעה במהלך השנה ברמות נמוכות בהשוואה בין-לאומית (דיאגרמה II-א' 4), ואף הגיעה בסוף הרביע השלישי לרמת שפל היסטורית (דיאגרמה II-א' 5). עם זאת, במהלך הרביע האחרון החלה מסתמנת עלייה בסטיית התקן הגלומה, כנראה על רקע התגברות אי-הודאות בשערי החליפין של גושי המטבע העיקריים לצד התגברות של גורמי אי-ודאות מקומיים.

### פער הריביות והתשואות

במהלך התקופה הנסקרת פער הריביות בין השקל לדולר הצטמצם ב-2.25 נקודות אחוז לכדי 1.45 אחוזים. הצטמצמות פער הריביות נבעה הן כתוצאה מהפחתת ריבית בנק ישראל בשיעור מצטבר של נקודת אחוז - מהלך שעיקרו ברביע הראשון - והן כתוצאה מתהליך הריסון המוניטארי בארצות הברית, שבמסגרתו בוצעו בחודשים יוני-נובמבר חמש העלאות על ידי הבנק המרכזי האמריקאי בשיעור מצטבר של 1.25 נקודות אחוז (דיאגרמה II-א' 6).

פער הריביות בין השקל לדולר עשוי להשפיע בעיקר על היקפן וכיוונן של תנועות ההון הקצרות. אולם הניסיון מהשנים האחרונות מלמד, שעוצמת השפעתו של פער הריביות על תנועות ההון קצרות הטווח תלויה בשורה של גורמים מקומיים וגלובליים. מלבד פער הריביות, תנועות ההון קצרות הטווח מושפעות ממספר גורמים: מגורמי הרקע



במהלך התקופה  
הנסקרת פער הריביות  
בין הארץ לארצות  
הברית הצטמצם ב-2.25  
נקודות אחוז לכדי 1.45  
אחוזים - הרמה הנמוכה  
ביותר מאז קום המדינה.  
עם זאת, ככלל, תגובת  
השוק במהלך השנה  
על הצטמצמות פער  
הריביות הייתה מתונה  
מאחר, שלווה בירידה  
של סיכון שער החליפין  
ובשיפור בגורמי הרקע  
בשוק המט"ח.

4 סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר מחושבת על סמך הפרמייה ששולמה בפועל על האופציה ונוסחת גרמן-גולהייגן לתמחור אופציות על שער החליפין. כך מציבים את כל הפרמטרים (למעט סטיית התקן) של הנוסחה: שער הספוט, מחיר המימוש, הזמן שנותר למימוש האופציה ותשואות שקליות ודולריות. סטיית התקן הגלומה מתקבלת בתהליך איטרטיבי, בו מוצבות סטיות תקן שונות בנוסחה, עד שמתקבל שוויון בין הפרמיה ששולמה בפועל לזו שמתקבלת מהנוסחה.

במשק ובשוק המט"ח, המשפיעים על הערכת הסיכון של המשק הישראלי ועל סיכון שער החליפין של השקל; ממגמות כלל עולמיות המשפיעות על הנטייה של גורמים פיננסיים בין-לאומיים להשקיע במשקים מתעוררים; ומפער התשואות ארוך הטווח המשפיע, בין היתר, על הפעילות הקצרה של תושבי חוץ בשוק האג"ח המקומי. על אף הצמצום בפער הריביות, פער התשואות ארוך הטווח שמר במהלך השנה על יציבות, ונע סביב רמה של כ-3 אחוזים. כמו כן, בהמשך למגמות שהתפתחו בשנה שעברה, נרשם השנה שיפור נוסף בתנאי הרקע, ובראשם התגברות האמון במדיניות המקרו-כלכלית, התרחבות הפעילות הריאלית במשק והשיפור במצב הגיאו-פוליטי. כל אלה תרמו להמשך מגמת הירידה בסיכון שער החליפין ולהתייצבות פרמיית הסיכון של המשק ברמות נמוכות, ותמכו בהמשך יבוא ההון ארוך הטווח למשק. על רקע התפתחויות אלו, תגובת השוק לתהליך הצמצום בפער הריביות הייתה מתונה וכמעט שלא התבטאה בשער החליפין, וזאת על אף שפער הריביות עמד בסוף השנה על הרמה הנמוכה ביותר מאז קום המדינה.

השוואת תנאי הרקע ששררו ב-2004 עם תנאי הרקע ששררו בסוף 2001 ממחישה היטב את הטיעון, כי ההתייחסות לפער הריביות בהתוויית המדיניות המוניטרית אינה יכולה להיות מנותקת מבחינה מתמדת של התאמתו לתנאי הרקע. לוח II-א'-1 עורך השוואה של הגורמים המרכזיים בשוק המט"ח בין שתי התקופות.

מהתבוננות בנתונים המובאים בלוח II-א'-1 ניתן לראות בברור, כי תנאי הרקע,

## לוח II-א'-1

### ההבדלים המרכזיים בגורמים הבסיסיים וקצרי הטווח בין שתי תקופות: הרביע הרביעי של 2001 ו-2004

| 2001<br>רביע רביעי        | 2004<br>ממוצע רבעוני             | הגורמים המרכזיים                                |
|---------------------------|----------------------------------|-------------------------------------------------|
| 35 מיליוני דולרים         | כמיליארד דולרים                  | היקף יבוא ההון ארוך הטווח למשק                  |
| 6.7 מיליארדי דולרים       | 3.5 מיליארדי דולרים <sup>1</sup> | עודף ההתחייבויות של המגזר העסקי - החשיפה לפיחות |
| 12 מיליארדי דולרים        | 22 מיליארדי דולרים <sup>2</sup>  | עודף הנכסים של משקי הבית                        |
| פוזיציה שלילית (נגד השקל) |                                  | הפוזיציה השקלית קצרת הטווח של תושבי החוץ        |
| של כמיליארד שקלים         | מאוזנת                           | החשבון השוטף                                    |
| גירעון                    | עודף                             | החוב החיצוני נטו                                |
| אפסי                      | שלילי                            | סיכון שער החליפין (אחוזים)                      |
| 9.0 <sup>3</sup>          | 5.0                              | הגירעון התקציבי <sup>4</sup> (אחוזים)           |
| 4.4                       | 3.9                              |                                                 |

1 במחצית השנייה של 2004 נעה החשיפה לפיחות של המגזר העסקי ברמות נמוכות.

2 במחצית השנייה של 2004 התייצב היקף הנכסים במט"ח של משקי הבית ברמת שיא.

3 סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-דולר עמדה על רמה נמוכה של כ-5 אחוזים לפני הפחתת הריבית בדצמבר 2001, ומיד לאחר היא עלתה באופן חד לשיעור של כ-10 אחוזים.

4 גירעון תקציבי שנתי במונחי תוצר.

המקור: עיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

ששררו בתקופה הנסקרת, היו טובים באופן משמעותי מאלו, ששררו בדצמבר 2001. יתר על כן, בשונה מהצמצום החד והמפתיע בפער הריביות בדצמבר 2001, תהליך הצמצום בפער הריביות ב-2004 היה מתון ומדורג והתאים לתנאי הרקע ולציפיות השוק. הבדל זה השתקף היטב במידת האמון, שהציבור רחש למדיניות המקרו-כלכלית בשתי התקופות: בעוד שב-2004 המדיניות המקרו-כלכלית נהנתה מאמינות גבוהה של הציבור, ניכר היה כי ב-2002 היא התערעה, דבר שהתבטא ברכישות נכסים במט"ח על ידי משקי הבית בהיקפים ניכרים ובהעברות לפיקדונות בחוץ לארץ.

## לוח II-א'-2

### הפעילות בשוק שקל-מט"ח, לפי מגזרים ולפי טווח זמן, 2002 עד 2004

(מכירות (+), רכישות (-), מיליארדי דולרים)

| 2004     |          |        | 2003 | 2002 |                                                    |
|----------|----------|--------|------|------|----------------------------------------------------|
| מחצית ב' | מחצית א' | סך הכל |      |      |                                                    |
| 1.0      | 3.5      | 4.5    | 1.0  | -1.1 | 1. הפעילות הבסיסית <sup>1</sup> (1.1+1.2)          |
| 1.6      | 1.9      | 3.5    | 1.0  | 0.9  | 1.1 החשבון הפיננסי ארוך הטווח                      |
| 1.7      | 3.3      | 5.0    | 4.2  | 2.2  | תושבי חוץ                                          |
| -0.1     | -1.4     | -1.5   | -3.2 | -1.1 | תושבי ישראל                                        |
| 0.2      | -0.2     | 0.0    | -0.3 | 0.4  | מזה: משקי הבית                                     |
| 0.4      | -0.9     | -0.5   | -2.1 | -1.1 | המגזר העסקי                                        |
| -0.7     | -0.3     | -1.0   | -0.8 | -0.4 | המשקיעים המוסדיים                                  |
| -0.6     | 1.6      | 1.0    | 0.0  | -2.0 | 1.2 החשבון השוטף - על בסיס תנועות הון <sup>2</sup> |
| 0.1      | -3.8     | -3.7   | 0.2  | 0.8  | 2. הפעילות קצרת הטווח (2.1+2.2)                    |
| -1.2     | -4.0     | -5.2   | -0.1 | 0.2  | 2.1 הפעילות קצרת הטווח ללא בנקים                   |
| 1.5      | -0.8     | 0.7    | 1.8  | 0.5  | תושבי חוץ                                          |
| -2.7     | -3.2     | -5.9   | -1.9 | -0.3 | תושבי ישראל                                        |
| -0.4     | -0.8     | -1.2   | -1.1 | -2.4 | מזה: משקי הבית                                     |
| -2.4     | -2.1     | -4.5   | -0.8 | 2.3  | המגזר העסקי                                        |
| 0.1      | -0.3     | -0.2   | 0.0  | -0.2 | המשקיעים המוסדיים                                  |
| 1.3      | 0.2      | 1.5    | 0.3  | 0.6  | 2.2 הבנקים - ההון החוזר שקל-מט"ח                   |
| -1.3     | 0.0      | -1.3   | -1.5 | 0.1  | 3. הממשלה וההפרשים הסטטיסטיים                      |

1 תנועות ההון ארוכות הטווח נטו למשק והחשבון השוטף.

2 נמדד על בסיס תנועות הכספים הנובעות מהפעילות הריאלית מול חו"ל; זאת בשונה מהחשבון השוטף של מאזן התשלומים הנמדד על בסיס ההעברה בפועל של הבעלות על הסחורות והשירותים (תנועת הסחורות במכס).  
המקור: עיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

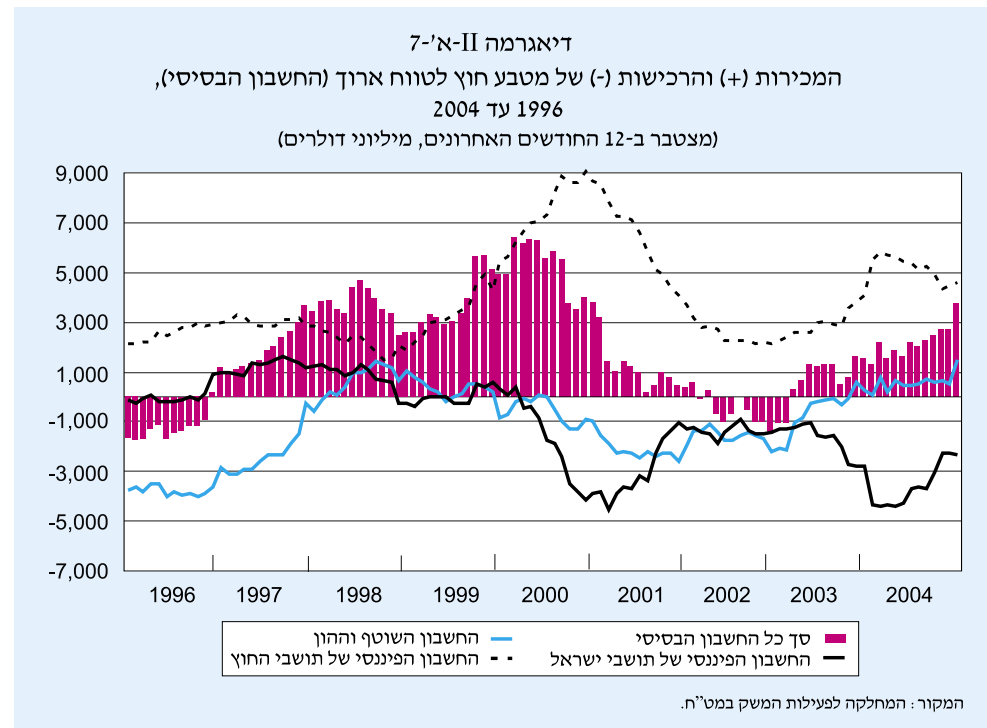
## 2. פעילות המגזרים השונים בשוק שקל-מט"ח

### א. הפעילות הבסיסית ארוכת הטווח

שנת 2004 התאפיינה בשיפור בגורמים ארוכי הטווח בהמשך למגמה, שהחלה ב-2003 (דיאגרמה II-א'-7). השיפור בגורמים ארוכי הטווח שנמנו לעיל לצד המשך מגמת ההתאוששות בכלכלה העולמית תרמו לעלייה בהיקפן של השקעות תושבי חוץ בתיק ניירות הערך למסחר, שהתבטאה בעיקר בהתרחבות הגיוסים של חברות ישראליות בחוץ לארץ, וברביע האחרון גם בגידול ההשקעות של תושבי חוץ במניות, הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. ההשקעות הישירות ובתיק ניירות הערך של תושבי חוץ במניות ישראליות הסתכמו השנה בכ-5 מיליארדי דולרים. היקף זה גבוה בכ-0.8 מיליארד דולרים מרמתן של ההשקעות ב-2003, ובכ-2.7 מיליארדי דולרים מרמתן ב-2002. ההשקעות ארוכות הטווח של תושבי חוץ התקזזו חלקית עם יצוא ההון ארוך הטווח של תושבי ישראל, שחלקו הארי נבע מעסקה בודדת של החלפת מניות.

רמתן של השקעות תושבי חוץ בתיק ניירות הערך למסחר לא הייתה אחידה בתקופה הנסקרת, ובדרך כלל הייתה מתואמת עם התפתחות המחירים בשווקים הפיננסיים העיקריים בעולם, ובפרט בשוק ה-NASDAQ, שבו מתרכזות רובן המכריע של ההנפקות של החברות הישראליות בחוץ לארץ: במחצית הראשונה של השנה, על רקע המשך מגמת ההתאוששות בכלכלה העולמית, שהתבטאה, בין היתר, בעליות שערין בשוק ה-NASDAQ, נמשכה מגמת העלייה בהיקפם של גיוסי החברות הישראליות בחוץ לארץ. בעקבות האטה ואף ירידות מחירים בשווקים הפיננסיים בארצות הברית לקראת סוף המחצית הראשונה, נרשמה האטה בפעילות הארוכה של תושבי חוץ. האטה זו התבטאה הן בירידה בהיקף

על רקע ההתאוששות  
בכלכלה העולמית,  
תמכו תנאי הרקע במשך  
בהמשך ההשקעות  
ארוכות הטווח של  
תושבי חוץ, שמרביתן היו  
השקעות בתיק ניירות  
הערך למסחר ומיעוטן  
השקעות ישירות.



ההשקעות הישירות נטו, שנבעה בחלקה ממימושים של השקעות, והן בירידה בהיקף הגיוסים של חברות ישראליות בחוץ לארץ. על רקע התאוששות בשוק ההנפקות בארצות הברית ברביע האחרון, החלה מסתמנת עלייה בגיוסים של חברות ישראליות בחוץ לארץ. כמו כן, נרשם בתקופה זו גידול ניכר בהיקף ההשקעות של תושבי חוץ במניות בבורסה המקומית, וזאת כחלק מגמה כלל עולמית של גידול ההשקעות של גופים פיננסיים בין-לאומיים במשקים מתעוררים. בעקבות התרחבות פעילותם של תושבי חוץ בבורסה המקומית גדל חלקם היחסי במחזורי המסחר באופן משמעותי (דיאגרמה II-ב'-10). כתוצאה מהגידול בחשבון הפיננסי ארוך הטווח ומהמשך מגמת השיפור בחשבון השוטף, נמשכה מגמת העלייה בחשבון הבסיסי, המשקף את היצע המט"ח ארוך הטווח למשק (דיאגרמה II-א'-7). גידולו של היצע המט"ח ארוך הטווח יצר לחץ בסיסי לייסוף השקל ותרם להקטנת השפעתן היחסית של תנועות ההון הקצרות, שמטבען הן תנדוליות יותר, על השינויים בשער החליפין.

## ב. הפעילות הלא בסיסית במכשירים קצרי הטווח

שנת 2004 התאפיינה בהתמתנות השפעתן היחסית של תנועות ההון הקצרות, ובעיקר אלו של תושבי חוץ, על ההתפתחויות בשער החליפין. התמתנות השפעתן היחסית של תנועות ההון הקצרות נבעה הן מגידולו של היצע המט"ח ארוך הטווח, והן מפעילות מתונה ובכיוונים מנוגדים במכשירים קצרי הטווח בין המגזרים השונים ובתוכם. להתפתחות זו הייתה השפעה ניכרת על יציבות השקל, שכן בשנים האחרונות גברה מאוד השפעתן היחסית של תנועות ההון הקצרות על התפתחות שער החליפין, וב-2003 ניכר היה אף כי פעילותם הקצרה של תושבי חוץ הובילה את המגמות בשער החליפין.

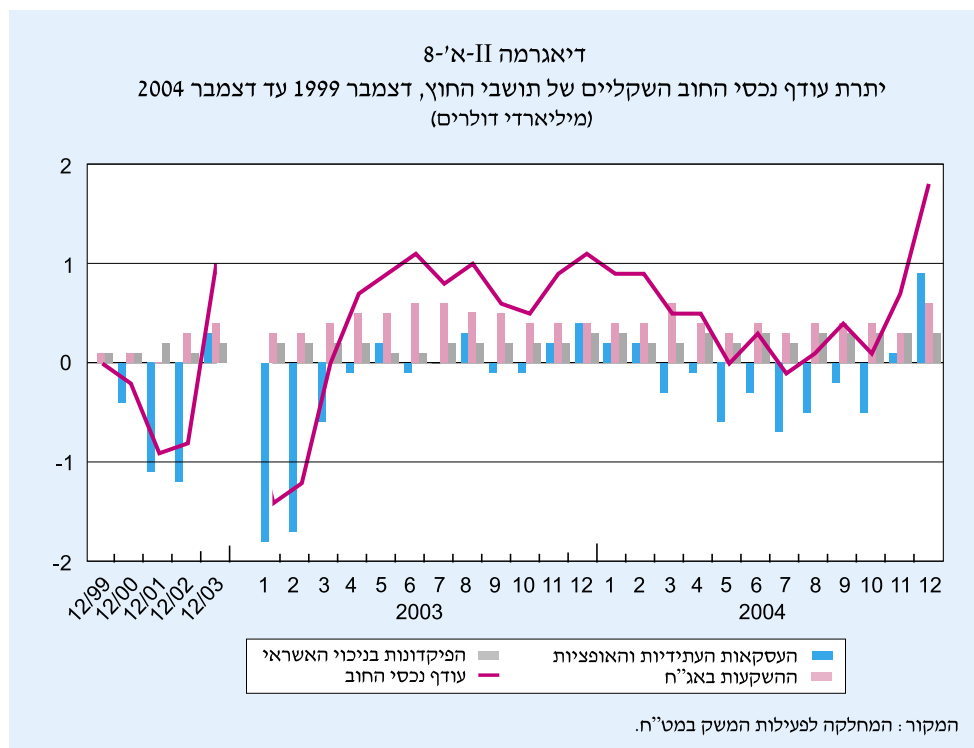
פעילותם של תושבי חוץ במכשירים הקצרים לא הייתה אחידה במהלך התקופה הנסקרת, ובדרך כלל הייתה מתואמת עם דפוסי ההשקעה של גופים פיננסיים בין-לאומיים במשקים מתעוררים: בעקבות עליית תשואות בשוק האג"ח האמריקאי ברביע השני, פחתה נכונותם של גופים פיננסיים בין-לאומיים להשקיע במשקים מתעוררים ובכללם במשק הישראלי. במהלך הרביע השני הקטינו תושבי חוץ את הפוזיציה השקלית שלהם במכשירים קצרי טווח עד כדי איפוס החשיפה. על רקע היחלשות הדולר מול המטבעות העיקריים במחצית השנייה, שהתגברה ברביע האחרון, שבו גופים אלו להשקיע במשקים מתעוררים הן במניות והן באמצעות מכשירים קצרי טווח כגון אופציות, חוזים עתידיים ואג"ח ממשלתיות. במהלך הרביע האחרון הגדילו תושבי חוץ את הפוזיציה השקלית שלהם במכשירים קצרי טווח לרמות ששררו בתחילת השנה (דיאגרמה II-א'-8).

פעילותו של המגזר העסקי באמצעות עסקאות עתידיות ואופציות לא הייתה אחידה בתקופה הנסקרת, והייתה מנוגדת להתפתחות שער החליפין: בעוד שבמחצית הראשונה של השנה המגזר העסקי מכר מט"ח נטו באמצעות עסקאות עתידיות ואופציות בהיקף של כ-1.3 מיליארדי דולרים, במחצית השנייה הוא רכש מט"ח נטו באמצעות מכשירים אלו בהיקף של כ-2.4 מיליארדים. הפעילות של המגזר העסקי בניגוד למגמת שער החליפין אינה ייחודית לתקופה הנסקרת - היא נצפתה גם בשנים עברו.

אחת ההתפתחויות הבולטות בשנת 2004 היא הקטנת עודף ההתחייבות של המגזר העסקי בכ-6.5 מיליארדי דולרים לרמה של כ-0.7 מיליארד. הקטנת החשיפה לפיחות של המגזר העסקי מקורה בגידול הנכסים במט"ח, בעיקר על ידי חברות, שמטבע פעילותן הן בעלות עודף נכסים במט"ח. התפתחות זו תרמה להתבססות היציבות הפיננסית בשוק המט"ח, שכן בשנים עברו החשיפה המצרפית לפיחות של המגזר העסקי היוותה גורם

פעילותם של תושבי חוץ  
במכשירים הקצרים  
הייתה מתואמת עם  
דפוסי ההשקעה של  
גופים פיננסיים בין-  
לאומיים במשקים  
מתעוררים.

איום פוטנציאלי על יציבותו של השוק, בשל החשש שסגירה מואצת שלה תוביל לתנודות חדות בשער החליפין. עם זאת, חשוב להדגיש, שלמרות שהחשיפה המצרפית לפיחות של המגזר העסקי ירדה לרמות נמוכות, המגזר עדיין חשוף ברמות גבוהות בשני הכיוונים. אולם בשונה מבעבר, קיימת כיום הטרוגניות גבוהה בחשיפת המגזר.



## תיבה II-א'-1 פירוק הגורמים לשינוי בשער החליפין של השקל לעומת הדולר

כללי

המגמות בשער החליפין של השקל מול הדולר נקבעות על ידי כוחות השוק, המושפעים, בין היתר, מגורמים משתנים של תשואה וסיכון יחסיים בין השקל והדולר, שמקורם בהתפתחויות בעולם ובמשק. האבחנה בין מידת השפעתם של גורמים מקומיים לבין השפעתם של גורמים גלובליים מסייעת בניתוח ההתפתחויות השוטפות בשוק מטבע חוץ והבנתן ומאפשרת לקובעי המדיניות להבחין בין השפעת גורמים מקומיים, שחלקם תלויי מדיניות, לבין גורמים גלובליים.

הגורמים המקומיים מוגדרים ככאלה, שיש להם השפעה מبدלת על הסיכון והתשואה של המשק, שוק ההון והנכסים הפיננסיים הישראליים, שאינה נוגעת בשווקים אחרים. ואילו הגורמים הגלובליים מתארים התפתחויות בתשואה ובסיכון של נכסים פיננסיים בשווקים הגלובליים, המשפיעות גם על אלו המקומיים.

מאחר שישאל משיכת במרבית המדדים הבין-לאומיים לקטגוריה של שווקים מתעוררים, ניתן ליחס חריגה בהתפתחות שער החליפין של השקל מול הדולר, ביחס למגמה בשערי החליפין של המשקים המתעוררים מול הדולר, לגורמים מקומיים. כלומר השווקים המתעוררים מהווים מעין קבוצת ביקורת או קבוצת ייחוס (benchmark) למשק הישראלי. ההנחה היא, שלתנועות הון בין-לאומיות ישנה השפעה על שער החליפין, ושמשיקים בין-לאומיים גדולים מקצים הון, בשלב ראשון, על בסיס סיווג רחב (שווקים מפותחים לעומת שווקים מתעוררים), ואחר כך בין השווקים המתעוררים השונים על פי תפישתם את יחס התשואה/סיכון בכל אחד ממשקים אלה. כאשר הגורמים המקומיים לוחצים לפיחות השקל, נראה מגמת החלשות של השקל כלפי מטבעות של שווקים מתעוררים ולהיפך. את השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר כפונקציה המתארת את יחסי הכוחות בין מקורות ההשפעה על שער החליפין (מקומי או גלובלי), ניתן לתאר על ידי המשוואה הבאה:

$$\Delta \frac{\text{דולר}}{\text{שקל}} = \Delta \frac{\text{דולר}}{\text{מפותחות}} * \Delta \frac{\text{מפותחות}}{\text{מתעוררות}} * \Delta \frac{\text{מתעוררות}}{\text{שקל}}$$

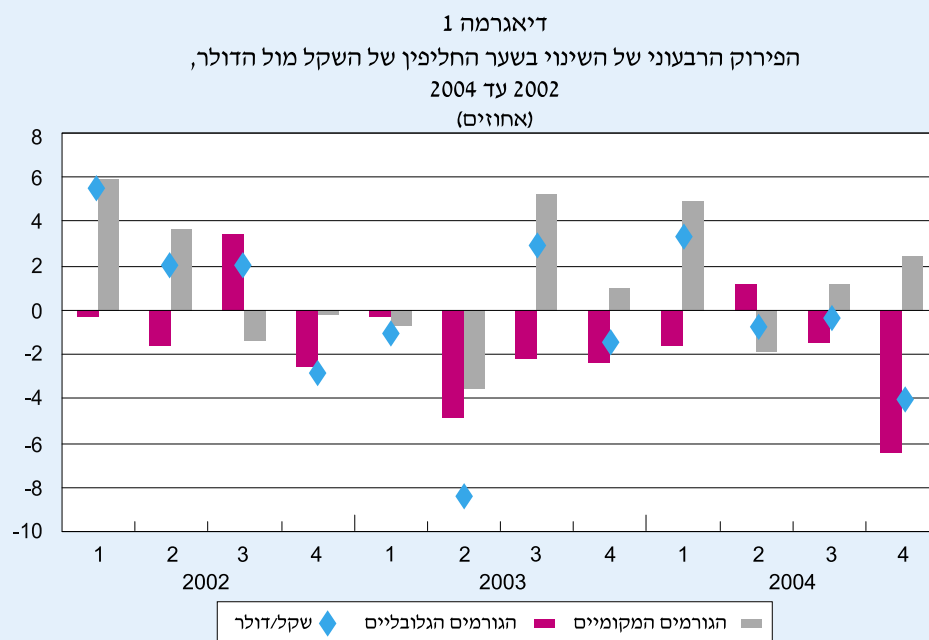
השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר מורכב משלושה רכיבים:

- (1) ההתפתחות בשער החליפין של הדולר לעומת המטבעות העיקריים. התפתחות זו מיוצגת על ידי שיעור השינוי החציוני של מטבעות במדינות מפותחות (אירו, יין, ליש"ט, כת"ד, דולר קנדי, דולר אוסטרלי, פר"ש).
  - (2) ההתפתחות בשערי החליפין של שווקים מפותחים לעומת הדולר, כאמור לעיל, בהשוואה להתפתחות בשערי החליפין של משקים מתעוררים. התפתחות זו מיוצגת על ידי שיעור השינוי החציוני של כ-20 מטבעות בשווקים כאלה לעומת הדולר.
  - (3) ההתפתחות של המטבעות בשווקים המתעוררים לעומת הדולר בהשוואה לזו של השקל לעומת הדולר.
- שני הגורמים הראשונים, שהם גלובליים ניתנים, כמובן, לאיחוד על ידי בדיקה של התפתחות שערי החליפין של מטבעות בשווקים מתעוררים מול הדולר, אלא שבפירוק הנוסף גלומה תוספת אינפורמציה. הגורם השלישי מייצג את הגורמים המקומיים.

#### ניתוח התוצאות

הדיאגרמה שלהלן מציגה את ההתפתחויות הרבעוניות של שער החליפין שקל-דולר ואת התפתחות הרכיבים שתוארו לעיל, כאשר, לשם פשטות, אוחדו שני הרכיבים הגלובליים.

מהתבוננות בדיאגרמה שלהלן בולטת העובדה, כי הפיחות בשקל כלפי הדולר ברביע הראשון של 2002 מקורו בעיקר בגורמים מקומיים. כזכור, הפיחות נבע מהתגובה לצמצום החד בפער הריביות לאחר הפחתת הריבית בשתי נקודות האחוז. ברביע השני של אותה שנה הגורמים המקומיים, בעיקר ההסלמה במצב הביטחוני, עדיין לחצו לפיחות השקל אל מול הדולר, אלא שבעוצמה פחותה מאשר ברביע הראשון. בנוסף לכך היחלשות הדולר בעולם מול המטבעות העיקריים קיזזה חלקית את השפעת הגורמים המקומיים.



המקור: עיבודי המחלקה לפעילות המשק במט"ח.

לעיתים הגורמים המקומיים והגורמים הגלובליים פועלים באותו כיוון השפעה, ואז הם מעצימים את הפיחות/ייסוף של השקל. לעיתים, כמו בדוגמא דלעיל, הם פועלים בהשפעות מנוגדות המקזזות זו את זו. כך, לדוגמא, ברביע השני של 2003 הגורמים המקומיים (הסרת האיום העיראקי, הקמת ממשלה יציבה וגיבוש תוכנית כלכלית, שכללה ריסון תקציבי וביצוע רפורמות) חברו לגורמים הגלובליים (היחלשות הדולר בעולם והסטת זרמי הון על ידי משקיעים בין-לאומיים לשווקים מתעוררים) בכיוון של חיזוק השקל.

בשנת 2004 ככלל ניתן לזהות, כי היציבות היחסית עם נטייה לייסוף של השקל אל מול הדולר נבעו בעיקרן מהתפתחויות, שמקורן גלובלי (היחלשות הדולר בעולם, בעיקר ברביע האחרון), שקיזזו גורמים מקומיים, שלחצו במרבית התקופה לפיחות השקל, ואף גברו עליהם.

ברביע הראשון של השנה היחלשות השקל מול הדולר היא בעיקרה תוצאה של גורמים מקומיים: תהליך התאמת תיקים על ידי מגזר משקי הבית בתגובה על החלטת השינוי בכללי המיסוי, שהפחית את הכדאיות היחסית של ההשקעה באפיק השקלי לעומת ההשקעה באפיק המט"ח, והמשך צמצום פער הריביות בין השקל לדולר עם הפחתת הריבית המקומית. זאת בעוד שהשפעת הגורמים הגלובליים הייתה ניטרלית. לעומת זאת, ברביע האחרון של 2004, למרות שהגורמים המקומיים לחצו להיחלשות השקל על רקע עלייה באי-הוודאות במערכת הפוליטית, המשך צמצום פער הריביות והשפעת השוואת המיסוי עם חוץ לארץ - גברו הגורמים הגלובליים, שמקורם בהיחלשות הדולר בעולם, ובסופו של דבר התחזק השקל אל מול הדולר.