



מחוץ למטבע

מציאות משתנה
בשוק המט"ח

תודות

כמו בכל הסקירות הקודמות מבית גלובס מחקרים, בשיתוף קסלמן וקסלמן PwC ישראל, גם הפעם אנו אסירי תודה לאנשים אשר סייעו לגיבוש סקירת העומק שלפניכם אודות שוק המט"ח.

תודה מיוחדת שמורה לחברינו-שותפינו מקסלמן וקסלמן PwC ישראל – צור פניגשטיין ושולם סופר – אשר הערותיהם סייעו רבות בעת ניתוח הסוגיות השונות הקשורות לעולם מטבע-החוץ.

אנו שמחים להודות לאנשי בנק ישראל; פרופסור סטנלי פישר, נגיד הבנק; עירית מנדלסון, סגנית מנהל חטיבת השווקים בבנק.

שלמי תודות שלוחים לאיתי בן זאב, מנהל חדר עסקאות מט"ח, בנק לאומי לישראל; ניל קורני, סמנכ"ל סיטי ישראל ומנהל חדר המסחר; יוסי פרנק, מנכ"ל אנרג'י פייננס – יעוץ פיננסי; שי דטיקה, מנכ"ל ומייסד ILS BROKERS.

לסיום נודה לחברינו מבית, זיו סגל, המנחה הטכני של גלובס.

מיותר לציין, כי כמו תמיד האחריות הבלעדית על התוצאה הסופית, לרבות הניתוח והמסקנות, מוטלת על כותבי הסקירה.

מט"ח לעתיד
פרק 3 **25**

תמצית מנהלים
מחוץ למטבע **4**

מט"ח בישראל
פרק 4 **35**

המט"ח הגדול
פרק 1 **8**

כלכלת שע"ח
סיכום **66**

מט"ח במשבר
פרק 2 **18**

**בנק ישראל
נספח**

חוקר ראשי: אבי טמקין

ייעוץ מחקרי: רו"ח צור פניגשטיין, שותף, מנכ"ל משותף קסלמן פיננסים, PwC ישראל

רו"ח שלום סופר, מנהל בכיר בתחום הערכות שווי ואסטרטגיה, קסלמן פיננסים, PwC ישראל

• עריכה: גיל שלמה • עיצוב גרפי: דנה זילברמן • עריכה לשונית: איילה זמרוני • אינפוגרפיקס: מיטל תיתן
 • תמונה: istockphoto • מנהל סטודיו: אילן יחזקאל • מנהל יצור: עמי אוחנה • מנהל פיתוח עסקי: שמוליק קלמי

• קסלמן וקסלמן PwC ישראל: טל יעקובי-קונפינו, מנהלת מחלקת שיווק

הסקירה נועדה למסירת מידע בלבד ואין לראותה בתוכנה משום מתן ייעוץ או חו"ד מקצועית.

תמצית מט"ח

- הנחת בסיס – גישות מאקרו-כלכליות לעומת גישות מיקרו-כלכליות לעומת ניתוח טכני.

הטווח הארוך וגורמי הבסיס

בנוגע לחלוקות השונות נציין, כי לעתים קרובות זהות המנתח קובעת גם את טווח הזמן והנחת הבסיס. כך לדוגמה, חוקר אקדמי יבחן "גורמים מבניים" (Fundamentals) – דוגמת קצב צמיחה, גירעון בחשבון השוטף וגירעון תקציבי – כדי לנתח את מגמת שע"ח בתקופות ארוכות מאוד. במקרה זה, הניתוח נועד להשוות בין שע"ח בפועל לבין שע"ח של שיווי משקל לטווח ארוך. כך ניתן לקבוע אם שע"ח של מטבע מסוים נמצא בשיווי משקל. התובנות העולות מ"הניתוח הבסיסי" מוזכרות בין היתר, בדיון במסגרת סקירה זו לגבי "יחסי הכוחות" בין המטבעות החשובים בעולם – הדולר, האירו, הליש"ט והין – על רקע המשבר הכלכלי אשר פרץ ב-2007 והחריף ב-2008; ובדיון לגבי השאלה אם הדולר ישמור על מעמד הבכורה שלו.

הטווח הקצר והשקילויות

התועלת שניתן להפיק מ"ניתוח בסיסי" מוגבלת לטווחי זמן ארוכים מאוד. לכן, המחקר האקדמי מתייחס לגורמי בסיס של הטווח הקצר בניסיון להסביר שינויים בשע"ח. במקרה זה, הניתוח מתבסס על שתי משוואות או שקילויות (Parity) בסיסיות:

- משוואת שוויון כוח קנייה יחסי (PPP) אשר מתייחסת להפרשים בין שיעורי האינפלציה בין שני משקים;
- משוואת שוויון לא מכוסה של שערי ריבית (UIP) אשר מתייחסת להפרשים בין ריביות בין שתי מדינות. חשוב להדגיש, כי הניתוח המוזכר לעיל מניח הנחות קריטיות. לגבי משוואת PPP הוא מניח מחירים לא קשיחים של סחורות ושירותים; ואילו לגבי UIP הוא מניח ניווט מלא של שע"ח, תנועות הון חופשיות וציפיות משקיעים אשר נגזרות ממודל כלכלי עקבי. אך מה קורה כאשר תנאים אלה לא מתקיימים:
- תנועות ההון בעולם אינן חופשיות תמיד ושע"ח אינם תמיד ניידיים לחלוטין. בעידן שבו יש התערבויות בולטות בשוק אין משקיעים יכולים להתעלם מממשלות ומבנקים מרכזיים. עליהם להתייחס למשטר שע"ח בכל מדינה ומדינה ולשינויים בכללי המשחק בשוק.

סקירת העומק שלפניכם עוסקת ב"כלכלת שערי חליפין" ומבקשת להציג לקוראים ולגולשים את התיאוריות הכלכליות לקביעת שערי חליפין ולתאר את שוק המט"ח הגלובלי של השנים האחרונות. הסקירה אינה עוסקת בתחזיות ובניבויים לגבי מטבעות ושע"ח ספציפיים.

בתחילת הסקירה מוצג השוק העולמי למטבע-חוץ, השוק הפיננסי הגדול ביותר על פני הגלובוס, שבו מתגלגלים כ-3.2 טריליון דולר ביום (אומדן ל-2007), ובכל רגע מתקיים בו מסחר בנקודה זו או אחרת בעולם. נציין, כי כ-60%-70% מהמחזור היומי מורכבים מעסקאות מעבר לדלפק (OTC). קרי, עסקאות פרטיות דו-צדדיות. מדובר בעסקאות החלף (Swap) ובעסקאות אקדמה (Forward) אשר אינן משפיעות במישרין על קביעת שע"ח, אלא אם הן משפיעות גם על הנעשה בשוק הספוט. הסקירה מביאה שלוש חלוקות בסיסיות של הגישות לניתוח התפתחויות של שערי חליפין:

- זהות המנתח – חוקר אקדמי לעומת אנליסט לעומת סוחר;
- טווח זמן – גישות טווח קצר לעומת גישות טווח ארוך;

שוק המט"ח – תעודת זהות

מאפיינים*:

השוק הפיננסי הגדול והנזיל בעולם, שוק מבוזר הפעיל 24 שעות ביממה, מתאפיין במינוף גבוה ובתנודתיות רבה

היקף המסחר*:

3.2 טריליון דולר ביום

המטבעות הסחירים בעולם* (שיעור מכלל עסקאות המט"ח):

דולר ארה"ב (86%), אירו (37%), ין (16.5%)

צמדי המטבעות הסחירים בעולם* (שיעור מכלל עסקאות המט"ח):

דולר/אירו (27%), דולר/ין (13%), דולר/ליש"ט (12%)

מרכזי המסחר המובילים* (נתח מהשוק הגלובלי):

לונדון (34%), ניו יורק (16%), שווייץ (6%), יפאן (6%)

סוחר המט"ח הגדולים**:

דויטשה בנק, UBS, ברקליס קפיטל

* מבוסס על הדו"ח התלת-שנתי של BIS מ-2007 ** סקר Euromoney 2010

מקור: Euromoney, BIS

תמצית מט"ח

פעל כשחקן המרכזי בשוק המט"ח בישראל תוך שינוי של משטר שע"ח ושל כללי המשחק. אמנם לא כל השחקנים בשוק "הבינו" באותו זמן את הכללים החדשים, מה שהשפיע מאוד על שע"ח של השקל, אולם לאחר אוגוסט 2009 "כולם" הפנימו את העובדה שבנק ישראל נטש את משטר הניוד המלא של שע"ח, ושהוא לא ירשה סטיות גדולות ממה שנראה לו כשע"ח לטווח ארוך של המטבע הישראלי.

• בטווחי זמן קצרים מספיק, ההנחות לגבי גיבוש הציפיות ו/או אי-קשיחות של מחירים אינן מתקיימות ויש צורך בכלים אחרים. לכן, חוקרי אקדמיה פנו לבדיקת המסחר היומי על-סמך גורמים מיקרו-כלכליים, ובעיקר על-סמך הדרך שבה מידע נאסף ומעובד על-ידי השחקנים השונים. לעומתם, אנליסטים וסוחרים עושים שימוש בדרכים שונות של ניתוח טכני.

הטווח המיידני והניתוח הטכני

גישת הניתוח הטכני מתבססת על ההנחה שניתן להפיק מידע מהתפתחות שע"ח בטווחי זמן שונים מאחר שהתפתחות זו מגלמת את המידע שהיה קיים בכל רגע והופנם על-ידי הסוחרים. הניתוח עוסק בבדיקת גרפים של התפתחות שע"ח תוך התבססות על השוואת ממוצעים נעים של שע"ח. אנליסטים עושים שימוש בניתוח טכני, ופעמים רבות הם משלבים זאת עם גישות המתבססות על משוואת PPP. לעומתם, סוחרים ומשקיעים בונים לעצמם מעין "ארגז כלים" לקבלת החלטות אשר נגזר מאסטרטגיית ההשקעה שלהם. יש מי שמתבססים על ניתוח של טווח ארוך ("ניתוח בסיסי") כדי לאתר מטבעות אשר נסחרים שלא בשינוי משקל; יש מי שמנצלים פערי ריביות (Carry trade) ויש מי שמתמייחסים אך ורק לתנועות קצרות מאוד של שע"ח.

שינויים דרמטיים בעולם ובישראל

כדי להעמיד את הדיון בפרספקטיבה מעשית יותר, הסקירה מתארת את ההתפתחויות בשוקי המט"ח. הסקירה מציגה טענה בסיסית – במציאות שנוצרה בשנים האחרונות בשווקים הפיננסיים לא ניתן לבדוד את שוק מטבע החוץ משוקי ההון והכסף. כמו כן, לא ניתן לדבר כמעט על משברים מקומיים, שכן כל משבר מקבל במהירות ממד בינלאומי. מכאן נגזרת הטענה, שמשקיעים וסוחרים בשוק המט"ח אינם יכולים להתעלם משלל אינדיקטורים ומהתפתחויות בשווקים פיננסיים אחרים, ובראשם שוק הכסף. מקום של כבוד שמור בסקירה לדיון במציאות הישראלית המתהווה בשוק המט"ח, ובמרכזה שתי תופעות:

- חוזקת השקל מול שלל מטבעות בעולם מאז 2008;
- ירידה ניכרת בתנודתיות של שע"ח שקל/דולר.

למי הייתה תרומה נכבדת לתופעות לעיל? ובכן, בנק ישראל

ממוצע מחזורי מסחר יומיים במט"ח

2004-2007

(במיליארדי דולרים)

שיעור מהתמ"ג	2007	שיעור מהתמ"ג	2004	
58%	1,359	42%	753	בריטניה
5%	664	4%	461	ארה"ב
5%	238	5%	199	יפן
2%	99	5%	118	גרמניה
5%	60	6%	54	קנדה
11%	42	10%	31	שוודיה
10%	32	6%	14	נורבגיה
2%	15	2%	15	מקסיקו
5%	14	6%	10	ד. אפריקה
3%	9	3%	6	פולין
2%	5	2%	4	יוון
11%	12	9%	7	ניו זילנד
6%	8	5%	5	ישראל
4%	5	2%	2	צ'כיה
6%	7	4%	3	הונגריה
1%	3	1%	3	טורקיה

מקור: בנק ישראל



המט"ח הגדול

כיצד נקבעים שערי החליפין, או המחירים, בשוק המט"ח? • בטווח הארוך לאור נתוני הבסיס של כל משק, בטווח הקצר דרך שקילויות כוח קנייה יחסי ופער ריביות, ובטווח הקצר מאוד מבעד לניתוח הטכני

1 המט"ח הגדול

ההתייחסות למטבעות של משקים קטנים שקולה למה שמכונה "השקעות חלופיות" (📊). כלומר, השקעות בעלות סיכון גבוה יותר אשר יכולות להניב תשואות עודפות.

צמיחת שוק המט"ח הגלובלי

על-פי נתוני ארגון ה-BIS (ארגון המאגד את הבנקים המרכזיים בעולם) שוק המט"ח הגלובלי רשם צמיחה חסרת תקדים בין אפריל 2004 לאפריל 2007. באותה תקופה, גדל המחזור היומי הממוצע ב-69% מ-1.95 טריליון דולר באפריל 2004 ל-3.2 טריליון דולר באפריל 2007. קודם לכן, באפריל 2001, המחזור היומי הממוצע היה 1.4 טריליון דולר, ובתחילת העשור הקודם, באפריל 1992, היה 880 מיליארד דולר "בלבד". שלוש תופעות מרכזיות בלטו אגב הגידול העצום בהיקף הפעילות בשוק:

1. גידול מהיר מאוד בהיקף הכספי של פעולות החלף (Swap 📊) אשר עלה ל-1.7 טריליון דולר בממוצע ליום באפריל 2007, כ-53% מסך המחזור היומי. זאת, לעומת 944 מיליארד דולר ליום באפריל 2004 – כ-48% מהמחזור היומי.

בפעולת "החלף" צד אחד רוכש מטבע מסוים, למשל, שקל ישראלי, תמורת מטבע אחר, למשל דולר, עם הבטחה למכירה חוזרת כעבור זמן מסוים, בשע"ח עתידי אשר ידוע ביום שבו נחתמת העסקה. בדרך זו שני הצדדים מנטרלים את סיכוני שע"ח הכרוכים בעסקאות פיננסיות שבהן הם מעורבים. לכן, חלק זה של השוק משקף את העלייה בגידור סיכוני שע"ח מצד משקיעים אשר רצו להימנע מחשיפה אליהם, תוך הגברת השקעותיהם מעבר לגבול.

משמעות הדבר היא, כי מקטע זה של השוק לא השפיע על שע"ח למרות משקלו הרב במחזור היומי, שכן החוזה בעסקת החלף מתבצע על-פי שע"ח קיימים וידועים – ספוט (📊) ופורוורד (עסקת אקדמה 📊).

2. עלייה מהירה בחשיבות המסחר במט"ח בקרב תאגידים פיננסיים שאינם בנקים. חלקם של הבנקים במחזור היומי במט"ח ירד מ-59% בשנת 2001 ל-53% ב-2004 ול-43% בשנת 2007. לעומת זאת, חלקם של תאגידים פיננסיים לא-בנקאיים (כולל קרנות גידור) עלה מ-28% ב-2001, ל-33% ב-2004 ול-40% ב-2007. כמחצית מהעלייה במחזורים בין 2004 ל-2007 נבעה מפעילות של גופים

שוק מטבע החוץ (המט"ח), המרכז מחזורים כספיים ענקיים, הוא השוק הנזיל ביותר בעולם – פעיל 24 שעות ביממה, שבעה ימים בשבוע, או קרוב לכן, מציע מכשירים פיננסיים המותאמים לכל צורך, ויש לו חסמי כניסה מזעריים. ב-20 השנה האחרונות חלק גדול מהמסחר במט"ח עבר לזירת המסחר האלקטרוני. מדי יום מתבצעות בשוק זה מיליוני עסקאות, בעלות אופי שונה, אשר במרכזן החלפת מטבע אחד תמורת מטבע שני. נהוג לחלק את משתתפי שוק המט"ח לשני סוגים עיקריים: עושי שוק (Dealers 📊) ולקוחות. אלא שבגלל המורכבות ההולכת וגדלה של השוק, כדאי לבחון את השוק בפירוט רב יותר. באופן בסיסי, בשוק המט"ח משתתפים כמה גופים עיקריים: בנקים מסחריים ובנקים להשקעות, קרנות השקעה – בין אם אלה קרנות נאמנות, קרנות גידור או זרועות השקעה של גופים מוסדיים – בנקים מרכזיים, תאגידים ריאליים העוסקים במסחר בינלאומי בסחורות ובשירותים, ומשקיעים פרטיים.

במרכז השוק נמצאים בנקים שפועלים כעושי שוק. כלומר, מצטטים מחירי קנייה/מכירה (BID/ASK 📊) ופועלים כצד לעסקאות ספוט ונגזרי מט"ח. כמו כן, יש ברוקרים (📊) אשר אינם מצטטים מחירים, אלא משמשים כמתווכים ומחפשים עבור הלקוח את העסקה הזולה, ופעילים בדרך-כלל במסחר הבין בנקאי במט"ח.

את הסיבות להשתתפות של משקיעים פרטיים או חברות בשוק המט"ח ניתן לחלק לארבע קטגוריות שונות:

- רכישת מט"ח כדי לרכוש בחו"ל מוצרים או שירותים או לשם ביצוע השקעה ריאליה בחו"ל;
- רכישת מט"ח על מנת לממן רכישת ניירות-ערך זרים;
- גידור של סיכון שער חליפין (שע"ח) בעסקה שבה מעורב מט"ח, בין אם זו עסקה מסחרית ובין אם מדובר בהחזקת ני"ע;
- השקעה במט"ח כנכס בפני עצמו, תוך ציפייה לרווחים. משקל כל סיבה משתנה ממשק למשק, וממשקיע למשקיע. כך, לדוגמה, משקיעים מוסדיים בעולם לא מתייחסים למט"ח כקטגוריה של השקעה בפני עצמה. זהו גם המקרה של הגופים המוסדיים בישראל אשר באופן מסורתי נמנעים מליטול על עצמם סיכוני שע"ח או סיכונים אחרים הקשורים למט"ח. לעומת זאת, ישנם משקיעים אשר רואים במט"ח אפיק השקעה בפני עצמו. בקרב חלק ממשקיעים אלה

ראה מונחון 📊

ריביות. כמו כן, גדל מספר הגופים אשר החלו להשתמש במסחר אלגוריתמי (🤖). על-פי דוח ה-BIS תופעה זו תרמה לעלייה ניכרת במחזורי המסחר. על המשבר הפיננסי הגלובלי, והמשמעות שלו לגבי שוק המט"ח, יורחב הדיון בפרק הבא. עם זאת, כדאי להזכיר את העובדה שהמשבר הביא, ככל הנראה, לצמצום ניכר במחזורי שוק המט"ח, תוצאה ישירה של עלייה בשנאת הסיכון. נתונים על היקפי המסחר והפילוחים השונים יתפרסמו רק לקראת סוף 2010, אך הצפי בשוק הוא לירידה בהיקף המחזור.

פיננסיים. עוד 21% מהגידול מוסברים בעסקאות בין בנקים לבין עצמם וכ-29% מפעילות של תאגידים, חברות ומשקיעים פרטיים. 3. בשנים שקדמו למשבר הפיננסי הלך וגדל מספר הגופים הפיננסיים אשר החלו להתייחס למסחר במט"ח כאל אפיק השקעה בפני עצמו, ולא כפעילות נלווית להשקעות אחרות. הדבר הוביל להכללת מט"ח בתיקי השקעה לשם גיוונם. בין היתר, גדל מספר הגופים הפיננסיים אשר השתמשו במינוף (🔍) של הון עצמי לשם מימון של עסקאות מט"ח לטווח קצר, כדי לנצל מצבים של פער

עסקת החלף - נעים להכיר

עסקת החלף (Swap) במט"ח היא עסקה דו-צדדית "מעבר לדלפק" (OTC) אשר מבוססת על חוזה סטנדרטי. העסקה מתבצעת בשני מועדים שונים של המרה - יום ההמרה ויום ההמרה החוזרת. באופן עקרוני, מועד ההמרה החוזרת יכול להיות כל תאריך עתידי, אך הרוב המכריע של העסקאות הן לתקופה של עד שבוע.

עסקאות החלף לתקופה של עד חודש מכונות "החלף לטווח קצר". במועד העסקה הראשון - המכונה המועד הקרוב (Near date) - שני הצדדים ממירים את המטבעות ביניהם על-סמך שע"ח שהם קובעים. למשל, שער ספוט שנקבע במהלך אותו יום. שע"ח שבהמרה החוזרת נקבע על-פי אותם כללים של שע"ח בעסקאות אקדמה - על-פי פער הריביות של שני המטבעות, ועל-פי השער שבו בוצעה ההמרה הראשונה. אם מניחים, לדוגמה, שע"ח של 3.8 שקלים לדולר אחד, עסקת החלף של שלושה חודשים, ריבית שקלית לשלושה חודשים בגובה 0.35% וריבית דולרית לשלושה חודשים בגובה של 0.12%, אז יחס הריבית נתון על-ידי $1 - \frac{0.0035}{0.0012} = 0.0022$. השער שנקבע להמרה חוזרת יהיה אם כן $3.8 + (3.8 * 0.0022) = 3.808$. בעיקרון, גוף אשר ירצה להימנע גם מהפסד בגין שינוי בריבית במהלך תקופת העסקה יכול לבצע עסקת החלף ליום אחד, ולחדשה מדי יום. מכיוון שמדובר בעסקה חוזית דו-צדדית, מעבר לדלפק,

הסכומים המעורבים בה לא משפיעים על קביעת שע"ח בשוק הספוט, שכן ההמרה וההמרה החוזרת לא מבוצעות באמצעות השוק, ולא משפיעות על הביקוש וההיצע. הצדדים עושים שימוש במכשיר זה כאשר הם רוצים לבצע עסקאות במט"ח לתקופה מוגבלת, לרוב לצורך השקעות פיננסיות, בלי להיות חשופים לסיכונים שע"ח.

זו הסיבה שהמכשיר הזה כל-כך נפוץ, וצמח במהירות רבה עד שנת 2007. על-פי נתוני BIS, שיעור הצמיחה של עסקאות החלף בין אפריל 2004 ל-2007 היה 78%, והן הסתכמו ב-1.1 טריליון דולר. עוד על-פי BIS, המשבר הפיננסי האחרון הקטין את היקף העסקאות בכ-33% במחצית השנייה של 2008 לעומת המחצית הראשונה, ב-11 המרכזים החשובים של שוק המט"ח הגלובלי.

על אף שהמכשיר משמש לגידור סיכונים מט"ח, עסקת החלף חושפת את הצדדים לסיכונים אחרים, בעיקר "סיכון צד נגדי", כלומר, סיכון שאחד הצדדים לא יעמוד בחלקו בהסכם, ולא יבצע את ההמרה החוזרת של סכומי העסקה ביום הקובע. העלייה בסיכון זה לאחר קריסת ליהמן ברדרס, מסבירה את הירידה החדה בעסקאות אלה. הדבר יצר בעיה חמורה לבנקים אירופיים אשר מימנו את הפוזיציה הדולרית שלהם באמצעות פעולות בשוק ההחלף, דבר אשר יצר לחץ לעלייה בשער הדולר (ראו פרק 2). כדי למתן סיכון זה, נעשה עתה מאמץ לבצע עסקאות אלה באמצעות מסלוקה במסגרת הרפורמה של נגזרים פיננסיים בעולם.

החיסכון השונים, גודל התקציב והגירעון או העודף של הממשלה, הגירעון או העודף בחשבון השוטף (📊) במאזן התשלומים ו/או הייבוא והייצוא של הון.

מנקודת ראות המשתתפים בשוק המט"ח הבעיה היא, שלא ברור מה הוא המודל הטוב ביותר לאמוד את אותו שע"ח לטווח ארוך. למעשה, הגורמים המבניים יכולים לאותת אם מטבע נסחר מעל או מתחת לערכו ה"הוגן", ולסייע בחישוב של סטייה זו בטווח מסוים. אך הם אינם יכולים לשמש בחישוב שע"ח עצמם.

אם בכך לא די, יש מי שישאל מה הטעם לדעת מה הוא שע"ח לטווח ארוך כאשר הרוב המכריע של העסקאות בשוק מתבססות דווקא על שינויים קצרי מועד בשע"ח? עם זאת, במציאות ניתן לזהות תקופות, ארוכות מאוד יחסית, שבהן נרשמת עלייה או ירידה בשע"ח של המטבעות העיקריים – דולר, אירו, ליש"ט ויין. אפשר, למשל, להסתכל על היחס בין הדולר לאירו (או למארק הגרמני עד לשנת 1999) כדוגמה למגמות אלה, שבהן ניתן לזהות מעין מחזוריים בשע"ח. מחזור כזה, תוך תנודות בטווח הקצר, מרמז על קיומו של מרכז כובד שאליו נוטה שע"ח לאורך זמן.

צריך גם להביא בחשבון כי שינויים בדרך שבה מעריכים את החשיבות או ההשפעה של גורמים מבניים יכולים להשפיע על שע"ח. דוגמה לכך היא היחלשות האירו שהתרחשה לאחר שהשוק הגיע למסקנה כי המשבר הפיסקאלי של אירופה הוא חמור מכפי שהוערך לפני פרוץ המשבר היווני באפריל-מאי של 2010.

למרות הערות אלה, ברור כי התיאוריה הכלכלית צריכה לענות על שאלת קביעת שע"ח. במקרה זה הסוגיה היא

שע"ח בתיאוריה ובמעשה

במוקד העניין של כל מי שמבצע עסקאות בשוק המט"ח נמצא שע"ח. בעולם שבו שע"ח יכולים להשתנות, במידה זו או אחרת, השאלות הן: מה קובע את שע"ח? מה משפיע על התנודות שלו? והאם ניתן לנבא את השער שיסוחר מחר, בעוד שבוע, בעוד חודש ובעוד שנה?

זווית הראייה לגבי סוגיות אלה משתנה בהתאם לאופי השואל: סוחרים במט"ח, ופעילים אחרים בשוק, יחפשו תשובות "מעשיות" יותר מאלה שיעניינו את האנליסטים, אשר יחפשו מגמות כלליות יותר. לעומת שתי הקבוצות האלה, המחקר האקדמי ידגיש תיאוריות ומתודולוגיות, ופחות יתעניין במה יהיה שע"ח "מחר בבוקר".

ובכל זאת ניתן לזהות מכנה משותף לשלוש הזוויות השונות. בקרב כל מי שמתעניין או פעיל בשוק המט"ח ישנה הבחנה ברורה בין מספר מרכיבים:

- מרכיבים המשפיעים בטווח הארוך;
- מרכיבים המשפיעים בטווח הקצר;
- מרכיבים הקשורים למסחר עצמו.

שתי הקטגוריות הראשונות ישפיעו על קביעת אסטרטגיות של השקעה בשוק המט"ח, וגם על שיקולים של מי שמפתח מודלים אקדמיים לקביעת שע"ח. המשקל שכל משתתף בשוק ייתן למשתנים יהיה שונה, אך מרכיבים של טווח ארוך וטווח קצר תמיד יהיו נוכחיים בעת קבלת החלטות. סוחרים מטבע, ובמידה מסוימת גם אנליסטים, יתייחסו גם הם לשיקולים של טווח קצר וטווח ארוך, אך יעשו שימוש גם בשיקולים הנובעים מהמסחר עצמו, כמו ניתוח טכני.

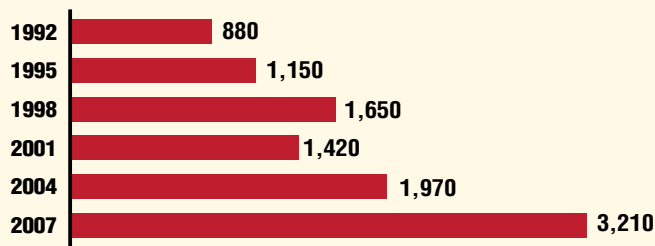
גורמי בסיס של שע"ח

פעילים בשוק המט"ח, פרשנים ואנליסטים מדברים לעתים תכופות על "שע"ח של שיווי משקל". המשמעות של מחיר של שיווי משקל בתיאוריה הכלכלית היא אותו מחיר שבו יש איזון בין ביקוש להיצע. יש להניח כי באופן מקורי זאת הייתה הכוונה גם במקרה זה, אלא שבמקרה של שוק המט"ח הכוונה היא בדרך-כלל לאותו שע"ח שאליו משווים את שע"ח בפועל, כדי לקבוע אם הוא נסחר מעל או מתחת לערכו ה"אמיתי" או ה"הוגן".

קיימת סדרה של משתנים מבניים אשר ניתן לזהותם כגורמים אשר משפיעים על אותו "ערך הוגן" של שע"ח – הבדלים בשיעורי הצמיחה, ההרכב המגזרי של התפוקה, שיעורי

היקף המסחר בשוק המט"ח הגלובאלי*

(ממוצע יומי, במיליארדי דולרים)



* נתונים לשע"ח באפריל 2007 מקור: BIS

חופשי בין המדינות ושהמחירים במשקים הם גמישים, ומתאימים את עצמם במהירות ובאופן מלא. אם המחירים קשיחים בטווח הקצר, או אם ישנם מוצרים שלא נכללים במסגרת סחר חוץ, לא תבוא לידי ביטוי מלוא ההשפעה של ההפרשים בשינויים בכוח הקנייה.

משוואת פער ריבית לא מכוסה

המשוואה השנייה היא משוואת פער ריבית לא מכוסה (Uncovered Interest Parity), אשר גורסת שבתנאים של תנועות הון חופשיות, שע"ח נייד וציפיות רציונאליות התשוואה על נכסים פיננסיים צריכה להיות זהה בכל מקום. לכן, שיעור הפיחות הצפוי של מטבע אחד לעומת מטבע אחר צריך להיות שקול להפרש הריביות בין שתי המדינות. במילים אחרות, הריבית במטבע שבו צפוי פיחות צריכה להיות גבוהה יותר כדי לפצות משקיעים על אובדן הערך הצפוי. המשמעות של משוואה זו היא, שעל פני זמן לא ניתן לנצל הפרש ריביות בין שתי מדינות לגריפת רווחי ארביטראז'. כל רווח צפוי מהפרש ריביות יקוזז על-ידי ציפיות לפיחות בשע"ח של המטבע עם הריבית הגבוהה יותר. כמובן שכאשר בנק מרכזי מעלה ריבית יירשם בד"כ ייסוף של המטבע, אך היעדר רווחי ארביטראז' מתייחס לטווח

כדי שמשוואת כוח הקנייה היחסי תתקיים צריך להניח כי כל המוצרים והשירותים סחירים ושיש סחר חופשי בין המדינות



הארוך יותר.

כמו במקרה של משוואת שוויון כוח הקנייה, המחקר, ובעיקר מעשיהם של משקיעים בשוק המט"ח, הראו כי הניבוי של משוואת פער ריביות לא מכוסה ולא מתקיים, לפחות בטווחי זמן קצרים יחסית. תוצאות טובות יותר מתקבלות כאשר מניחים תקופות זמן ארוכות יותר, ומביאים בחשבון במשוואה גורמים נוספים, כמו סיכוני שע"ח. הערות אלה מצביעות על הסיבות אשר יכולות להסביר את הסטייה בפועל של שע"ח בטווחים קצרים ממה שמנבאת משוואת פער הריביות. סיבה אחת מרכזית נעוצה באופי של עיצוב הציפיות בשוק – העובדה שהמשוואה מניחה קיום של מה שמכונה "ציפיות רציונאליות"; כלומר, המשקיעים מצפים שהשוק כולו יתנהל על-פי מה שהמודל מנבא וייתייחסו לסטיות כאל תופעות מקריות וחולפות.

מה הם אותם גורמים מאקרו-כלכליים, או "גורמי בסיס" (Fundamentals) אשר משפיעים על שע"ח. במחקר האקדמי הוצעו שתי משוואות אשר אמורות לבטא את ההשפעה על שע"ח של עודף הייצוא או הייבוא של סחורות ושירותים, במקרה אחד; ואת העודף של ייבוא או ייצוא הון, במקרה השני. בשני המקרים מדובר בביטוי מאקרו-כלכלי של הטווח הקצר של אותם גורמים מבניים אשר צוינו לעיל. חישוב השינוי הנדרש בשע"ח בהתאם לשינויים מאקרו-כלכליים נעשה באמצעות שתי המשוואות.

משוואת כוח הקנייה היחסי

המשוואה הראשונה היא משוואת שוויון כוח הקנייה היחסי (Price Purchasing Parity) אשר מבוססת על ההפרשים בין השינוי בכוח הקנייה של מטבעות בין שני משקים. המשוואה גורסת, כי השינוי בשע"ח של שיווי משקל, צריך להיות מושפע מהשינויים בכוח הקנייה. כלומר, הפרש בשיעור האינפלציה בין שני משקים יכול לנבא **פיחות** (📉) של מטבע של המדינה שבה האינפלציה הגבוהה יותר, לעומת המטבע של המשק השני. מחקרים רבים הראו, כי כאשר בוחנים את שע"ח על פני תקופות זמן יחסית קצרות, ישנן סטיות, אפילו בולטות מאוד, מכפי שמשוואה זו מנבאת. מצד שני, ישנם מחקרים לא מעטים, במיוחד בעשור האחרון, אשר מראים כי כאשר המדגם מתבסס על תקופת זמן יחסית ארוכה, יש לשקילות (הניבוי הנגזר מהמשוואה) כושר חיזוי משביע רצון. שתי סיבות יש לסטיות במדגם קצר יחסית מהרמות הצפויות על-פי המשוואה:

- ראשית, קשה מאוד להגדיר סלים של שירותים ומוצרים שניתן להשוות ביניהם באופן מדויק. זאת מאחר שבטווח הקצר במיוחד, המשקל של מוצרים שונים בסל של כל אחת מהמדינות שונה ולא תמיד מדובר במוצרים בני השוואה.
- שנית, כדי שמשוואת כוח הקנייה היחסי תתקיים צריך להניח כי כל המוצרים והשירותים סחירים, שיש סחר

שפיחות כזה לא יתממש בטווח הזמן של השקעתם. במקרה זה הם יבססו את אסטרטגיית השקעתם על נטילת הלוואה במדינה עם ריבית נמוכה, והמרתה למטבע של המדינה עם ריבית גבוהה, לשם השקעה בנכסים מקומיים, כך שיפיקו רווחים מהפרשי הריביות. פעולה זו נמצאת בבסיס

אך מה קורה כאשר אין מדובר במנגנון זה של עיצוב ציפיות, והמשקיעים אינם מניחים כי הסטיות הן מקריות וחולפות? במקרה זה משתתפים בשוק מבחינים שאין פיחות של המטבע של המשק עם הריבית הגבוהה, או ייסוף של המטבע עם הריבית הנמוכה, והם גם מוכנים להמר על כך

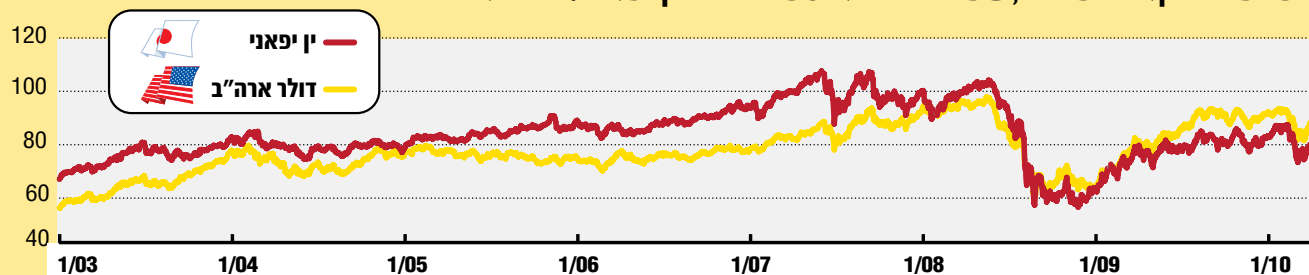
Carry trade - אוסטרליה מול יפן

פוזיציות להיסגר במהירות עצומה, והדולר האוסטרלי נחלש ל-88 ין לדולר אחד בתוך שלושה שבועות. עם הירידה במפלס החששות, שב והתחזק הדולר האוסטרלי, ושע"ח טיפס עד לרמה של 104 ין לדולר אוסטרלי אחד, בסוף יולי 2008. אך לאחר פרוץ המשבר הפיננסי הגדול בספטמבר 2008, שוב היה צורך לסגור פוזיציות במהירות עצומה, בשעה ששוק הכסף היה נתון במשבר משלו. בסוף אוקטובר 2008 צנח הדולר האוסטרלי לשפל של 57 ין לדולר אחד, תוך שהוא מסב הפסדים כבדים מאוד למשקיעים ב-Carry trade אשר מומנו, לא פעם, באמצעות עסקאות ממונפות. יצוין, כי מסוף אוקטובר 2008 ועד אפריל 2010 שוב נרשמות עליות בערכו של הדולר האוסטרלי, אך ההשוואה לדולר האמריקני רומזת שהפעם לא היו אלה אסטרטגיות של פער ריביות ששיחקו תפקיד כל-כך מרכזי, כפי שקרה בין 2004 ל-2007. שוב, אין זה אומר שלא היו עסקאות על-פי אסטרטגיה כזו במסחר בין הין לדולר האוסטרלי, אלא שחשיבותן הייתה פחותה בהרבה לעומת התקופה של 2004-2007.

השוואה בין שע"ח של הדולר האוסטרלי לעומת הין ולעומת הדולר של ארה"ב, מרמזת על התחזקות עודפת של המטבע האוסטרלי לעומת המטבע היפני. מחקרים שונים ייחסו זאת לאסטרטגיה של פער ריביות. לעומת העלייה ההדרגתית, סגירת הפוזיציות והיחלשות המטבע המקבל מתרחשות במהירות גדולה מאוד, והתאמת שע"ח היא עניין מהיר ביותר. חוסר הסימטריה הזו בהתפתחות שע"ח הוא אחד מהמאפיינים העיקריים של המסחר על-סמך פער ריביות. הנתונים ההיסטוריים של שע"ח של הדולר האוסטרלי לעומת הין משקפים את חוסר הסימטריה הזו. הטענה אינה שהתפתחות זו משקפת אך ורק את ההשלכות של ה-Carry trade, אלא שאסטרטגיה זו הייתה אחד מהגורמים אשר יכולים להסביר לפחות חלק מההתפתחויות.

בסוף יוני 2004 שע"ח עמד על קצת פחות מ-75 ין לדולר אוסטרלי אחד. במשך השנים הבאות, ובהדרגה, השער טיפס לרמה של 106.5 ין לדולר אוסטרלי אחד. ערב "פרוץ" משבר ה"סאב-פריים", ב-20 ביולי 2007, החלו

מטבעות הקארי-טרייד; שע"ח דולר אוסטרלי מול ין יפאני/ דולר ארה"ב*



* שע"ח דולר אוסטרלי מול דולר ארה"ב מוכפל ב-100. מקור: ריזרב בנק אוף אוסטרליה

מכשירים פיננסיים בשוק המט"ח

(נתח מהמחזור היומי הממוצע ל-2007)

החלף (SWAP)	פורוורד	ספוט	
59.4%	10.9%	29.7%	דולר ארה"ב
51.1%	12.1%	36.9%	אירו
47.5%	12.1%	40.4%	ין
57.4%	10%	32.5%	ליש"ט
47.7%	10.1%	42.2%	פרנק שווייצרי

מקור: BIS

התפתחו בשוק אסטרטגיות מסחר המתבססות על גישות שונות מגישת גורמי הבסיס המאקרו-כלכליים. מה שמשותף לגישות אלה הוא העובדה שהן מנצלות את המידע שמייצר המסחר עצמו, כדי לחזות את ערכי ש"ח בטווח הקצר. פעמים רבות מדובר בגישות המתבססות על ניתוח טכני אשר מנסות לזהות מגמות וכיווני מסחר כדי "לרכוב" עליהם או לחלופין להפיק רווחים מהימור נגדם. הניתוח הטכני מנסה לנבא את כיוון השינוי בש"ח, ואת עוצמתו, על-סמך תנועותיו בעבר הקרוב כפי שהן באות לידי ביטוי בגרף המתאר את ההתפתחויות. לכן, קבלת החלטות על-סמך ניתוח טכני מתבססת בסופו של דבר על מעקב אחרי המומנטום או המגמה הכללית של השוק.

אחת ההנחות הבסיסיות של הניתוח הטכני היא, שאותן סטיות של ש"ח מהחזוי המבוסס על גורמי הבסיס אינן מקריות. לכן, המגמות והדפוסים של ש"ח, שאחריהם עוקב הניתוח הטכני, מסוגלים לספק למשקיע מידע אשר חומק מהמודלים המתבססים על גורמי בסיס. מה הם אותם גורמים לא מקריים שמביאים לסטיות? מדובר בקיומן של ציפיות לא רציונאליות, התערבות של הבנק המרכזי והשפעות של גורמים שאינם מאקרו-כלכליים.

יש מספר צורות בסיסיות של ניתוח טכני, כאשר הנפוצות ביותר הן:

- השימוש בממוצעים נעים (📈) אשר אמורים להדגיש את קווי המגמה של ש"ח. כלומר, את המצב מעבר לתנודות מקריות של השערים. השוואה בין הממוצעים הנעים לבין שער הספוט יכולה להניב תובנות בנוגע

חמשת צמדי המטבעות הסחירים בעולם

(ממוצע יומי ל-2007; במיליארדי דולרים)

היקף המסחר	נתח מסך המסחר	
840	27%	דולר ארה"ב/אירו
397	13%	דולר ארה"ב/ין
361	12%	דולר ארה"ב/ליש"ט
175	6%	דולר ארה"ב/דולר אוסטרלי
143	5%	דולר ארה"ב/פרנק שווייצרי

מקור: BIS

של מה שמכונה מסחר של פער ריביות (Carry trade). יצוין, כי ההשלכות של אי-קיום המשוואה למסחר של פער ריביות יכולות להיות דינמיות. אם אין ייסוף במשק עם ריבית נמוכה, ופיחות במשק עם הריבית הגבוהה, הרי שמשקיעים נוספים יצטרפו לאסטרטגיה זו, ובכך יחזקו את המגמה של ייסוף המטבע של המשק עם הריבית הגבוהה ופיחות המטבע של המשק עם הריבית הנמוכה. מדובר בציפיות שמגשימות את עצמן, ומגבירות את העוצמה של השפעת ה-Carry trade על השוק.

אלא שהמשתתפים בתהליך חשופים כל הזמן לסיכונים ש"ח ולאפשרות שמאורע חיצוני יביא לפיחות חד ופתאומי של המטבע שבו הם משקיעים, ויקזז את התשואה שהם מקבלים במונחי המטבע שבו הם נטלו הלוואות. זו הסיבה שניתן למצוא שמשוואת פער ריביות משפרת את כושר הניבוי שלה אם מביאים בחשבון את סיכון השער, המיוצג על-ידי התנודתיות של ש"ח בין שני המטבעות.

כאשר התנודתיות יורדת, ומגיעה לרמות נמוכות מאוד, כפי שאירע בין צמדי מטבעות דוגמת הין היפני והדולר האוסטרלי לפני 2007, משקיעים יפנו לאסטרטגיות של פער ריביות. אך כאשר סיכון ש"ח עולה, אותם משקיעים חשופים להפסד אפשרי, ועל כן עסקאות כאלה לא כדאיות.

שיקולים הנובעים מהמסחר עצמו

התנודות בש"ח מעמידות משקיעים רבים בפני בעיה אמיתית, במיוחד אם אופק ההשקעה שלהם הוא קצר מאוד. על כן

1 המט"ח הגדול

מה גורם לתנודתיות של שע"ח?

תנודתיות של שע"ח היא אחת מהתופעות המרכזיות בשוקי המט"ח, והיא מייצגת את תפיסת סיכון שע"ח של השחקנים השונים, כאשר עלייה בתנודתיות פירושה ירידה בוודאות בתוצאות המסחר. תנודתיות נמדדת כסטיית תקן מסביב לממוצע מסוים על פני תקופה מוגדרת. לכן היא יכולה להתייחס לתקופות קצרות או ארוכות. בשוק המט"ח אפשר למדוד את סטיית התקן של שע"ח בפועל, אפשר גם לבדוק את סטיית התקן הגלומה במחירי אופציות מט"ח, כמייצגות את ציפיות השחקנים.

רבות נכתב על הסיבות לתנודתיות של שע"ח; עם זאת, ישנה הסכמה רחבה כי היא פועל יוצא של משתנים מאקרו-כלכליים, מבנה שוק המט"ח, הרגולציה ומשטר שע"ח.

השפעת משתנים מאקרו-כלכליים

לגבי המשתנים המאקרו-כלכליים יודגש, שאין לצפות שכל משתנה ומשתנה ישפיעו בדרך זהה על כל משק ומשק ובכל תקופה ותקופה. כפי שעוד יודגש, ישנם קשרים חזקים בין התנודתיות בשוק ההון, ובשוק הכסף, לבין המציאות בשוק המט"ח.

לכן, שינויים בלתי צפויים באינפלציה, בתפוקה, בתנאי הנזילות בשוק או בשערי הריבית, משפיעים על התנודתיות של שע"ח. שיעורי צמיחה גבוהים מתמשכים, עודף בחשבון השוטף במאזן התשלומים ורמת חוב חיצוני נמוכה, תורמים לתנודתיות נמוכה יותר לאורך זמן, שכן הן מסייעות בספיגת זעזועים חיצוניים.

השפעת מבנה השוק

ישנם גם מחקרים אשר מבליטים את ההשפעה של מבנה השוק וגורמי מיקרו על התנודתיות. כך, למשל, קיומם של עושי-שוק מסייע לנזילות השוק, ולספיגת זעזועים בלי שאלה יתורגמו לתנודתיות גבוהה יותר. מחקרים אחרים הדגישו את זרם הפקודות בשוק – האם מדובר בפקודות קנייה? מכירה? ומי עומד מאחוריהן? עושי-השוק אוספים מידע מזרם זה, ומחליטים על כיוון השער על-סמך אותן פקודות. משתתפים אחרים עוקבים אחרי החלטות אלה, ומגיבים בתורם באמצעות פקודות מסחר חדשות. אם הציפיות בשוק לגבי שע"ח אינן אחידות, התהליך יכול להוביל לעלייה בתנודתיות כאשר חלק מהמשתתפים משנים את הערכותיהם תוך כדי מסחר.

השפעת משטר שע"ח

גם במשק שבו קיים שע"ח נייד באורח רשמי עולות ונשאלות השאלות על מידת ההתערבות של הבנק המרכזי במסחר, ועל מידת השפעת התערבות זו על המסחר ועל התנודות של שע"ח. אם הבנק המרכזי מצליח לעגן את ציפיות השחקנים כך שהם לוקחים בחשבון מעין רצועת ניוד אשר בתוכה שע"ח ינוע, אז במקרה זה התנודתיות תהיה נמוכה יותר. לעומת זאת, אם ההתערבות נתפסת כמהלך אשר עתיד לחלוף בגלל חוסר יכולת להתמיד בה הרי שהתנודתיות תגבר.

לא מעט אנשים, במיוחד בקרב הכלכלנים האקדמיים, מפקפקים בתקפותו. לעומתם, סוחרים ופעילים בשוק מעניקים למסקנות של הניתוח טכני משקל לא מבוטל בקבלת ההחלטות שלהם. לעתים קרובות הם עושים זאת בשילוב ניתוח המבוסס על גורמי בסיס כדי לשלב בין שיקולים של טווח קצר לבין שיקולים של טווח ארוך. יחד עם זאת, המשקל המוענק לניתוח הטכני עולה באופן טבעי עם קיצור אופק ההשקעה במט"ח.

מחקרים שונים שבוצעו במהלך שנים רבות לא הצליחו להפריך את ההשערה שהניתוח הטכני יכול להניב תוצאות טובות בטווחי זמן קצרים, במצבים מוגדרים, כמו למשל,

לכיוון העתידי של שע"ח;

- השימוש ב"אוסילטורים" (Oscillators), שהם מדדים הבוחנים באיזו מידה יש לצפות להיפוך בעלייה או בירידה של שע"ח לאחר תנועה מהירה שלו;
- החלטות קנייה/מכירה על-סמך התנהגות שע"ח ביחס לקווים של "התנגדות או תמיכה" (📈);
- החלטות קנייה/מכירה על-סמך "פילטרים". כלומר, המשקיע ירכוש או ימכור מטבע מסוים כאשר שע"ח שלו ירד או עלה בשיעור מסוים ביחס לשפל או לשיא מסוימים.

הניתוח הטכני עצמו נותר שנוי במחלוקת עד היום, כאשר

הם צד לחלק גדול מעסקאות אלה, שכן הם אלה אשר מאפשרים את קיומו של שוק נזיל, שאליו ניתן להיכנס, ושממנו ניתן לצאת, בכל רגע כמעט. פועל יוצא של מעמד זה הוא גישתם למידע הקיים בשוק, ומידע זה מגולם בתזרים ההוראות במסחר בינם לבין עצמם.

ניתן להדגיש את המשותף בין גישה זו לגישת הניתוח הטכני: שתייהן מתבססות על הטווח הקצר מאוד, ושתייהן עושות שימוש במידע שמספק המסחר עצמו. אלא שבניגוד לניתוח הטכני, גישת תזרים ההוראות אינה יכולה להיות מעשית אם לא ניתן לעקוב אחרי תזרים ההוראות. עד לאמצע שנות ה-90 במאה הקודמת, לא ניתן היה לעקוב אחרי תזרים ההוראות של השוק כולו, שכן רובן נערכו בין שני צדדים, ישירות או באמצעות ברוקרים. עושי השוק יכלו אפוא להתבסס על תזרים ההוראות במסחר מול עושי שוק אחרים. אך משעה שהחלו להופיע פלטפורמות אלקטרוניות למסחר בין עושי שוק לבין עצמם, ניתנה הזדמנות לעושי השוק לנצל זאת ככלי נוסף לחיזוי שע"ח.

המושג הבסיסי בציטוט מחיר העסקה הוא ה-Pip (פיפ, ) השינוי הקטן ביותר שניתן לרשום בשע"ח. מכיוון ששע"ח במסחר במט"ח מצוטטים כדי ארבע ספרות אחרי הנקודה, Pip אחד יוגדר כ-0.0001 יחידות של מטבע אחד עבור מטבע השני. המרווח () בין מחיר הקנייה למכירה, וגם התנודות בשע"ח, נמדדים במונחי "פיפס". התרחבות במרווח בין קנייה למכירה. כלומר, עלייה בהפרש ב"פיפסים" בין שני המחירים – מסמנת ירידה בנזילות בשוק.

על סיכונים וגידורים

עבור עושה השוק, מבנה החשיפות שלו למטבעות שונים, בא לידי ביטוי במלאי המטבעות שברשותו, ובמערך ההתחייבויות הגלומות בחוזים שעליהם הוא חתום. מבנה החשיפות הזה הוא הפוזיציה של עושה השוק, ופעילותו מול לקוחותיו השונים כרוכה בניהול אותה פוזיציה. לנציגי עושה השוק מוקצה מעין תקציב של חשיפה לסיכון, שעל-פיו הם צריכים לפעול. עובדים רבים של עושי השוק, בעלי

התערבות בשוק המט"ח¹⁰. מצד שני, ישנה אפשרות שכאשר השימוש בניתוח טכני מתחיל להיות שכיח בקרב סוחרים ואנליסטים הוא עצמו מתחיל להשפיע על ציפיותיהם, ובדרך זו גם על שע"ח עצמו¹¹.

לעתים נטען, כי הניתוח הטכני יכול להניב תוצאות טובות יותר במקרים של מטבעות עם תנודתיות גבוהה יותר. השאלה היא – אם הניתוח הטכני אכן ייצר תשואה עודפת. כלומר, תשואה הגבוהה מה"פיו" הכרוך בהשקעה בסיכון גבוה יותר. לשאלה זו אין עד היום תשובה סופית, אם כי היו מחקרים שהראו שניתוח טכני הצליח בכמה מקרים להניב תשואה עודפת. כלומר, תשואה הגבוהה מהצפוי על-פי מידת הסיכון. מחקרים אחרים לא מצאו לכך הוכחות. אפשר, אם כן, להעלות טענה נוספת, שהתוצאות של הכללים של הניתוח הטכני לקבלת החלטות אינן יציבות ומשתנות על פני זמן¹².

שוק המט"ח מזווית עושה השוק



בספרות האקדמית הוצעה, החל מסוף העשור הקודם, גישה נוספת אשר מסתכלת על טווחי זמן קצרים מאוד – גישת תזרים ההוראות (Order flow). בדומה לניתוח הטכני מדובר בהסתכלות על שינויים תכופים מאוד בשע"ח,

ובהתבססות על המידע שמפיק המסחר עצמו. הכוונה היא לבחון את הוראות הקנייה והמכירה של השחקנים השונים, כמייצגות את הביקושים בפועל.

בבסיס גישה זו עומדת הנחה מרכזית אחת: יש הבדלים מהותיים בין הסוגים השונים של השחקנים ושל משקלם בשוק, באופן עיצוב הציפיות שלהם ובגישתם למידע. ניתן לנצל את המידע הכלול בתזרים ההוראות כדי לחזות שינויים בשע"ח בטווחי זמן קצרים מאוד. אלא שלא כל תזרים משפיע באותה מידה. על-פי הספרות האקדמית, לתזרים אשר מקורו במסחר בין עושי שוק לבין עצמם ישנה השפעה הרבה יותר גדולה בחיזוי של שינויים תכופים בשע"ח.

רוב העסקאות בשוק המט"ח הן עסקאות "מעבר לדלפק" (OTC) ורוב המידע אינו פומבי. עם זאת, עושי השוק

לשווק קצר, ניתוח טכני ובמקרים של פוזיציות לטווח קצר גם על תזרים הוראות קנייה ומכירה. עם זאת, עושי השוק נמצאים בעמדה אשר מאפשרת להם, ואף מחייבת אותם, לנצל שורה של פריטי מידע אחרים בתהליך קבלת ההחלטות.

חלק מפריטים אלה מתבססים על שוק המט"ח עצמו. המרווחים מספקים מידע על מצב הנזילות בשוק המט"ח וסטיית התקן הגלומה באופציות על שע"ח (VIX), מספקת מידע על התנודתיות הצפויה בשע"ח, מה שיגזור במקרים רבים את הכדאיות להפעיל אסטרטגיות מסחר המבוססות על הפרשי ריבית, למשל.

בפרק הבא יודגשו גם הקשרים ההדוקים בין שוק הכסף ושוק ההון לשוק המט"ח, מה שהופך מדדים שונים מאותם שווקים לרלבנטיים לשוק המט"ח. שני המדדים הרלבנטיים בהקשר זה הם ה-VIX וה-TED:

• ה-TED הוא ההפרש בין התשואה על אג"ח לזמן קצר של ממשלת ארה"ב לבין הריבית הבין-בנקאית, כאשר הליבור (Libor) משמשת כריבית מייצגת. הפרש זה מודד את הדרך שבה השוק תופס את שנאת הסיכון בעסקאות בין-בנקאיות. עלייה ב-TED¹³ משמעותה בעיות נזילות בשוק הכסף, תופעה שמשיפעה באופן ישיר על הנכונות של בנקים לבצע עסקאות החלף, המגלמות סיכון אשראי.

• ה-VIX הוא מדד של תנודתיות בשוק ההון, ומשקף את העלייה בסיכונים השוק. באופן טכני המדד מתייחס לתנודתיות הגלומה באופציות על מדד S&P 500. עלייה במדד זה, המכונה לעתים מדד הפחד, היא סימן לעלייה בשנאת הסיכון בשוק ההון. על-סמך הניסיון של השנים האחרונות, שנאת הסיכון הזו תגלוש במהירות גם לשוק המט"ח, והדבר יביא לתנועה אל עבר מטבעות המגלמים, על-פי השוק, סיכון נמוך.

שוק המט"ח מזווית המשקיע

תמונת הראי של עושי השוק ופעילותם בשוק המט"ח, הם לקוחותיהם; שאותם ניתן לחלק לשתי קטגוריות שונות. האחת, גופים אשר עוסקים במט"ח כפועל יוצא של פעילותם העסקית, כמו תאגידים ריאליים העוסקים בייבוא ובייצוא. חלק גדול מגופים אלה יגדר סיכונים שע"ח, ויסגור בדרך זו כל פוזיציה פתוחה. בישראל גם גופים מוסדיים מתנהגים בדרך זו.

"תקציב סיכון נמוך", נאלצים לנטרל את סיכון המטבע, הכרוך בעסקה שבה הוא מעורב, באמצעות פוזיציה נגדית באותו המטבע אל מול לקוח אחר.

אחד מהפריטים אשר משמש את עושי השוק בגידור של סיכונים שע"ח הוא מקדמי המתאם בין מטבעות לבין עצמם. מטבעות של משקים עם תכונות דומות, או מטבעות המושפעים מגורמים דומים, נעים בדרך-כלל בכיוונים דומים, והדבר בא לידי ביטוי במקדם של מתאם חיובי ביניהם. לעומת זאת, יש גם מתאם שלילי בין משקים אשר מושפעים באופן שונה מאותן התפתחויות כלכליות.

תכונה זו של מטבעות שונים משמשת את מי שעוסק בפתיחה ובסגירה של פוזיציות במט"ח, כולל אנשים בחדרי עסקאות של בנקים ועושי שוק. כך, למשל, ניתן לפתוח פוזיציה המהמרת על פיתוח במטבע אחד, ולכסות אותה על-ידי פתיחה של פוזיציה דומה במטבע עם מקדם מתאם שלילי גבוה עם המטבע של הפוזיציה המקורית.

חלק אחר מאנשי חדרי העסקאות בגופים שהם עושי שוק, רשאים לפתוח פוזיציות ולהחזיקן פתוחות זמן ארוך יותר מהקבוצה הקודמת. מזווית ראייה זו של עושה השוק תהליך קבלת החלטות יתבסס על אותם גורמים אשר נותחו לעיל: גורמים מבניים, גורמי בסיס

הבנקים המובילים בשוק המט"ח ב-2010

(הדירוג לפי נתח שוק; בסוגריים המיקום ב-2009)

1.	דויטשה בנק (1)	Deutsche Bank
2.	UBS (2)	UBS
3.	ברקליס קפיטל (3)	BARCLAYS CAPITAL
4.	סיטי (5)	citibank
5.	RBS (4)	RBS
6.	ג'יי.פי.מורגן (6)	JPMorgan
7.	HSBC (7)	HSBC
8.	קרדיט סוויס (9)	CREDIT SUISSE
9.	גולדמן זאקס (8)	Goldman Sachs
10.	מורגן סטנלי (11)	Morgan Stanley

מקור: סקר EUROMONEY

בהפרשי הזמנים בין פקודה לפקודה או היקפי הכסף שחוזרים על עצמם יכולים לאותת על קיומו. בשנים האחרונות חלה עלייה מתמדת בהיקפי המסחר אשר נערך באמצעות פלטפורמות כאלה.

במסחר אלגוריתמי פקודות קנייה/מכירה ניתנות באופן אוטומטי על-ידי תוכנת מחשב, אשר הזנו בכללי החלטה מתי לקנות ומתי למכור. כללים אלה יכולים להיות מבוססים על ניתוח טכני, על גורמי בסיס או על כל תשומה אחרת בקבלת החלטות. האלגוריתם יכול לגלם אסטרטגיות שונות למסחר. הוא יכול, למשל, לזהות פער ריביות בין מטבעות אשר המסחר ביניהם מאופיין בתנודתיות נמוכה. פלטפורמות אחרות יכולות לנסות לזהות הזדמנויות בשוק המט"ח על-סמך תזרים הוראות בין לקוחות לבין עושי שוק, אשר הופכות להיות פומביות יותר ככל שהזמן עובר. יכולות אלה – של זיהוי מהיר של הזדמנות או קבלת החלטה על סגירת פוזיציה לצד עלויות עסקה נמוכות – מגדילות את התפוצה של המסחר האלגוריתמי.

משטר שע"ח: השינוי כבר כאן

אחד מהמושגים המרכזיים להבנת פעולת שוק המט"ח הגלובלי הוא משטר שע"ח (Exchange rate regime). מדובר בכללי משחק אשר נקבעים בדרך-כלל על-ידי הממשלה או הבנק המרכזי של כל מדינה, וקובעים את מידת החופש של תנועות הון אל ומתוך המשק, את מידת הניידות של שע"ח וקיומן או אי-קיומן של מגבלות על המסחר במט"ח. משטר שע"ח קובע גם את האופי, והתדירות של התערבות הבנק המרכזי במסחר במט"ח, ועד כמה המטבע המקומי מוצמד להתפתחויות בשע"ח של מטבע אחר.

ניתן למנות מספר אפשרויות של משטרי שע"ח:

- ניוד מלא;
 - ניוד חלקי או מנוהל;
 - רצועת ניוד כמו זו שהייתה קיימת בישראל עד 2007;
 - פיחות זוחל של שע"ח;
 - שע"ח קבוע;
 - מועצת מטבע עם הצמדה למטבע אחר;
 - אימוץ מטבע כהליך חוקי יחיד (בדרך-כלל דולר ארה"ב);
 - איחוד מוניטארי מהסוג המתקיים בגוש האירו.
- עד לתחילת העשור הנוכחי, נראה היה כי המשטר אשר

לצד קבוצה זו ישנה קבוצה אשר עוסקת במט"ח כאפיק השקעה בפני עצמו, ומנסה להפיק רווחים מהשקעה במט"ח. השקעה זו מודרכת, במקרים רבים, על-ידי אסטרטגיה שנבחרה מראש. נדגיש, כי זהות השחקן בשוק ההון מגדירה לא פעם את האסטרטגיה שבה הוא יבחר.

כך, למשל, ניתן לזהות משקיעים – במיוחד חלק מקרנות הגידור ומהמשקיעים המוסדיים – אשר מבססים את האסטרטגיות שלהם על הסתכלות על גורמים מאקרו-כלכליים בסיסיים כדי לנסות לזהות מטבעות שנסחרים מעל או מתחת לערכם על-פי מודל של שיווי משקל. לעתים קרובות, אסטרטגיות אלה מזוהות עם גישות "לעומתיות" למטבע מסוים – למשל, כאשר ערכו גבוה או נמוך מדי – ביחס למה שהמודל המבוסס על משתנים כלכליים בסיסיים מנבא.

לעומת משקיעים אלה, ישנם משקיעים אחרים אשר מתבססים על זיהוי ומעקב אחרי מגמת השוק, תוך "רכיבה" עליה. לעתים קרובות, האסטרטגיה של ה"מומנטום" של השוק מסתמכת על ניתוח טכני, אך אפשר גם שהם יעקבו אחרי מודלים של גורמי בסיס. שחקנים אחרים יכולים להשקיע על-סמך מה שהם מעריכים כהיפוך של מגמה (Swing trades). המידע הרלבנטי לאסטרטגיה קשור תמיד לאפשרות של היפוך מגמה, או המשך מגמה קיימת, בין אם הדבר מגולם בניתוח הטכני ובין אם מדובר במידע הנקלט במישרין. לבסוף, ישנן גם אסטרטגיות שמבוססות על פער ריביות. כפי שנאמר לעיל, משקיעים הפועלים על-סמך אסטרטגיה זו מהמרים שהתנודות בין המטבעות יהיו קטנות יחסית. במקרה זה, הפרמטרים המנחים את המשקיעים הם הפרשי הריבית והסיכוי לתנודות בשער.

מסחר אלגוריתמי

פלטפורמות למסחר אלקטרוני במט"ח התפתחו תחילה במסחר בין עושי שוק לבין עצמם, אך בשנים האחרונות מתחיל לגדול תפקידן של פלטפורמות אלה, המשולבות במסחר אלגוריתמי, עבור משקיעים אחרים. חלק מהשימוש במסחר האלגוריתמי נועד לחסוך בעלויות עסקה; לפלטפורמה מזוהות הוראות לחלק את העסקה לזרם של סכומים, בדרך-כלל שווים, בעיתוי שיביא למינימום את עלויות העסקה.

בדרך-כלל קשה לזהות פקודות קנייה/מכירה שמקורן במסחר אלגוריתמי, אך פעילים בשוק טוענים, כי הדיוק

של ניוד מלא – תנועות הון חופשיות. במקרים רבים היו אלה מדינות – כולל ישראל – אשר התמודדו עם ייבוא הון מוגבר וייסוף מהיר של המטבע. ההצדקה של ההתערבות מצד הבנק המרכזי היא הלחץ לייסוף יתר של המטבע, כתוצאה מייבוא ההון, מחשש שהדבר יפגע בייצור ובתעסוקה¹⁴.

לכאורה, היווצרות של מצב כזה, כפי שאכן אירע במשקים שונים בשנים 2008 ו-2009, היה צריך לשמש מעין איתות לפעילים בשוק המט"ח שמשטר שע"ח עומד להשתנות, גם אם הבנק המרכזי לא יוצא בהכרזה רשמית על כך, שכן מדובר בשינוי בפועל, כאשר באופן רשמי דבר לא השתנה. אלא שלעתים קרובות קשה להבחין בשינויים אלה, אלא רק לאחר שחולף זמן מסוים, והפעילים השונים מגלים את כללי המשחק החדשים על-סמך ההתנהגות של הבנק המרכזי. תופעה זו התרחשה בישראל ממאס 2008, ועליה יורחב הדיון בפרק האחרון של סקירה זו.

הלך והתקבל כתקן של פעולה "נכונה", התבסס על שע"ח נייד, תנועה חופשית של הון, והתערבות נדירה מאוד של בנקים מרכזיים. זו, בתמצית, הייתה המהות של "משטר הניוד החופשי" של שע"ח ששלט במדינות המתועשות בעשור האחרון. משטר זה התקבל, לכאורה, על-ידי מספר גדול והולך של משקים, במיוחד משקים מתעוררים באסיה ובאמריקה לטינית.

אלא שתיאור זה אינו מלא, שכן בקרב מדינות רבות היו הבדלים מהותיים בין כללי המשחק התיאורטיים לבין מה שהתרחש בשוק בפועל. כך, עד שנת 2007 המשטר בישראל היה של רצועת ניוד, אך בפועל הניוד היה מלא. במשקים רבים אחרים, המשטר בתיאוריה הוא של ניוד מלא, אך הממשלה או הבנק המרכזי, מתערבים כדי למנוע ניוד "גדול מדי".

בעקבות המשבר שהחל בקיץ 2007, ובמיוחד לאחר ספטמבר 2008, החלו מדינות שונות לסגת מהמשטר

- 1 ה-BIS הוא הארגון המאגד את הבנקים המרכזיים בעולם, ואחראי, בין היתר, על המסגרות לניהול סיכונים של המערכת הבנקאית. מדי שלוש שנים הוא מפרסם דוח מקיף על ההתפתחויות בשוק המט"ח. הדוח האחרון שהוא פרסם מתייחס לשנים 2004 עד 2007, ומספק תמונה מקיפה על ההתפתחויות עד לפרוץ המשבר האחרון. הנתונים לפרק זה נלקחו מהדוח עצמו, ומתוך מאמר שדן במנועי הצמיחה של השוק. ראו: Bank for International Settlements (BIS): Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange and derivatives market activity in 2007. December 2007.
- 2 על-פי נתונים של הבנק המרכזי של בריטניה, המחזור היומי בששת המטבעות העיקריים בעולם, המרכזים את הרוב המכריע של המחזור, נאמד באפריל 2009 ב-2.5 טריליון דולר, מה שמרמז על ירידה בהיקפי המסחר. יחד עם זאת, נציין כי מדובר בנתון המתייחס לשישה מטבעות, ושהמתודולוגיה לאומדן זה לא בהכרח זהה לזו של BIS.
- 3 אפשר לראות את ההיגיון מאחורי המשוואה בדרך הבאה: עלייה באינפלציה במדינה מסוימת מייקרת את התפוקה לעומת הסחורות של מדינה אחרת. כדי למנוע פיתוח גירעון סחר חוץ צריך פיתוח אשר יוזיל את הייצוא של המדינה במונחי המטבע של המשק השני, בשיעור אשר יחזיר את האיזון למאזן המסחרי או לחשבון השווקי.
- 4 ראו בעניין זה: Taylor, A. M. and Taylor M.P., The Purchasing Power Parity Debate. Journal of Economic Perspectives 18 (2004) pp. 135 – 158.
- 5 בתיאוריה הכלכלית ציפיות רציונאליות מניבות חיזוי של ערכים עקביים עם כל המידע שבידי הפרטים, ועם המודל הכלכלי שעומד בבסיס החלטותיהם.
- 6 סקירת ספרות על גישות שונות לפערי ריביות והשפעתן על שע"ח ניתן למצוא ב: Pasricha, Gurnain Kaur. Survey of Literature on Covered and Uncovered Interest Parities. (MPRA Paper No. 22737 (2010).
- 7 בעניין זה ראו מחקר של נתן זוסמן ויוסי סעדון על המקרה של שוק המט"ח בישראל. זוסמן נתן, וסעדון יוסי. פערי ריביות במשק קטן ופתוח – קשרים של הטווח הארוך, המקרה הישראלי. סקר בנק ישראל 7, 41 – 7, 80, אב תשנ"ז (2007).
- 8 סקירה זו אינה מודרך לניתוח טכני, אלא מבקשת להציג בקווים כלליים מאוד את העקרונות שעליהם מתבסס הניתוח הטכני.
- 9 על ניתוח טכני, ובחינתו מחזית הראייה של הכלכלנים האקדמיים, ושל פעילים בשוק, ראו את הסקירה המעולה של מנקוף וטיילור: Menkhoff, Lukas & Taylor, Mark P., The Obstinate Passion of Foreign Exchange Professionals: Technical Analysis. Journal of Economic Literature. Volume 45, Number 4, pp. 936–972(37) 2007.
- 10 ראו: (LeBaron, Blake.. Technical Trading Rule Profitability and Foreign Exchange Intervention. Journal of International Economics, 49, 125–143 (1999).
- 11 (Saacke Peter. Technical Analysis and the Effectiveness of Central Bank Intervention. Journal of International Money and Finance, 21, pp. 459 – 479 (2002).
- 12 Frankel, J. A. and K. A. Froot. Chartists, fundamentalists, and trading in the foreign exchange market. American Economic Review 80 (2), 181–185. 1990: ראו.
- 13 סקירה על הספרות בסוגיות אלה תמצאו גם במאמרם של מנקוף וטיילור שצוטט לעיל: Menkhoff, Lukas & Taylor, Mark P., The Obstinate Passion of Foreign Exchange Professionals: Technical Analysis. Journal of Economic Literature. Volume 45, Number 4, pp. 936–972(37) 2007.
- 14 במקור המודל התייחס להפרשי הריבית בין אג"ש של ממשלת ארה"ב, T-bills, לבין הריבית הבין-בנקאית בשוק הדולרי באירופה (ED). ומכאן נגזר שמו של המודל.
- 15 ניתן להסביר זאת בדרך הבאה: אם אין ציפיות רציונאליות, את ייבוא ההון ילווה ייסוף של המטבע המקומי, אך אם אין התאמה מיידית כלפי מטה של המחירים המקומיים לעלייה בשע"ח, מחיר מוצרי הייצוא יעלה והייצוא עצמו יקטן. גישה זו לשע"ח פותחה עוד בשנות ה-70 במאה הקודמת על-ידי דוידג'ר ודורנבוס. Dornbusch, R. Expectations and exchange rate dynamics, Journal of Political Economy 1976.



מונחון

או לחסל חשיפה שלו למטבע מסוים, כאשר תנועת שע"ח מגיעה לרמה מסוימת. כך, למשל, משקיע שהימר על התחזקות השקל לרמה של 3.5000 שקלים לדולר, ייתן הוראה של חיסול החשיפה שלו אם השער עולה ל-3.5015 או ב-15 פיפס.

החלף (Swap): חוזה בין שני צדדים, שבו הם מתחייבים להחליף ביניהם זרם של תשלומים שמקורם בסוגים שונים של ריביות או מטבעות. החוזה יכול להתייחס ל"החלף" זרם של תשלומים הנובע מריבית קבועה לזרם הנובע מריבית משתנה. בשוק המט"ח ה"החלף" יכול להתייחס להחלפת מטבע אחד תמורת

מטבע אחר, בשער מסוים, במועד מסוים, תוך התחייבות לבצע המרה חוזרת באותו שער במועד אחר, ובדרך זו לקבע את שע"ח.

השקעות חלופיות: השקעות בנכסים שאינם חלק מתיק ההשקעות "המסורתית" – מניות ואג"ח. המונח מתייחס להשקעות ריאליות בחברות, השקעות בקרנות השקעה, נדל"ן, מוצרים פיננסיים מובנים, רכישת חוב, ולעתים השקעה במט"ח.

חוזה פורוורד/אקדמה (Forward): חוזה שבו צד אחד מתחייב לרכוש, והשני למכור, מטבע מסוים תמורת מטבע אחר בשער שנקבע בחוזה עצמו. אפשר לעשות שימוש בחוזה במסגרת מינוף כספי אחד מהצדדים. כך למשל, אחד הצדדים יפקיד ביטחונות בסכום מסוים, ויחתום על חוזה אקדמה בסכום גבוה יותר בהתאם למינוף שלו. הברוקר או חברת המט"ח שאיתה חתם על חוזה וקיבלה את הביטחונות, יתנו הוראה של הגבלת הפסד לדילר שמולו הם עובדים, בגובה ביטחונות הלקוח. בדרך-כלל המחיר של חוזה אקדמה נקבע על-פי הפרשי הריבית בין שני מטבעות, שכן זו מעין פעולת אשראי שמוענק לרוכש, למשך תקופת החוזה עצמו.

חשבון שוטף במאזן התשלומים: רכיב במאזן התשלומים של מדינה. כולל את הסחר בסחורות ובשירותים, את ההכנסות וההוצאות מגורמי ייצור – הון ועבודה והעברות שוטפות.

ממוצעים נעים: ממוצעים משוקללים של תצפיות. למשל, ממוצע נע פשוט תלת-חודשי של שיעור הריבית ימצע את נתוני הריבית של שלושה חודשים.

◀ המשך מושגים

אופציה (Option): חוזה בין קונה ל"כותב" (מוכר) המעניק לראשון (לקונה) את הזכות, אך לא החובה, לקנות (במקרה של אופציית Call) או למכור (במקרה של אופציית Put), מטבע בשע"ח ובמועד שנקבע בחוזה. אופציות יכולות להיות סחירות, כלומר להיסחר בבורסה מיוחדת, או להיסחר "מעבר לדלפק" (the Counter Over – OTC), כלומר, כחוזה פרטי. חוזה סחיר נסחר בדרך-כלל רק בשעות המסחר, ומועד תפוגתו קבוע, לרוב שלושה או שישה חודשים. חוזה OTC, לעומת זאת, גמיש יותר מבחינת מועדי תפוגה. אופציות הן כלי לגידור סיכונים על-ידי חברות שרוצות להתגונן מפני תנועות לא צפויות בשע"ח.

ביטחונות ומינוף (Margin and Leverage): המונח ביטחונות מתייחס, בהקשר של שוק המט"ח, לסכום הכסף שסוחר מעמיד כנגד עסקה בסכום מסוים. אם, למשל, הסוחר מפקיד בידי הברוקר ביטחונות בסכום של 1,000 דולר בחוזה אקדמה על 100,000 דולר, אז המינוף שלו יהיה 100 ל-1. היקף הביטחונות והיקף החוזה קובעים את היקף המינוף.

ברוקרים-דילרים: באופן פורמלי, דילרים הם פרטים או תאגידים אשר סוחרים במט"ח, קונים ורוכשים מטבעות, מתוך מקורותיהם וחשבונותיהם, מוכרים מוצרים כמו חוזים ומחזיקים מלאים של מטבעות שונים. בפועל, הכוונה היא, פעמים רבות, לגופים גדולים אשר פועלים כמעין "סיטונאים" בשוק המט"ח. לברוקר ייחשב מי שמטפל רק עבור אחרים בעסקאות המערבות נכסים/מכשירים פיננסיים.

הוראת עצירה או הגבלה (Limit): הוראה לבצע עסקה כאשר התנועה בשוק היא לטובת המשקיע, ומגיעה לרמה מסוימת שנקבעה מראש על-ידי המשקיע. למשל, למכור את אחזקות המשקיע ולממש רווחים, אם שע"ח של מטבע מסוים יעלה ב-20 פיפס.

הוראת הגבלת הפסד (Stop Loss): הוראה שנועדה לספק למשקיע מעין "רשת ביטחון" נגד הפסדים בגין תנועה בשע"ח הנוגדת את הערכותיו. ההוראה מחייבת את הברוקר למכור את אחזקותיו של המשקיע במטבע,

העסקה, כאשר הסליקה של הסכומים נטו מבוצעת כעבור יומיים. שער הספוט הוא שע"ח ברגע קיום העסקה. **עושי שוק:** בשוק המט"ח עושי השוק – הבנקים המסחריים והברוקרים – מצטטים, על-פי שיקוליהם, שערי קנייה ומכירה (BID/ASK) של מטבעות, ומחויבים לכבד כל עסקה במחירים אלה. עושי השוק נועדו לספק נזילות/סחירות לשוק, שכן הם משמשים כצד הנגדי לעסקה מול הלקוח. רווחי עושי השוק נובעים מהמרווחים שבין ה-BID/ASK.

פיחות: ירידת ערכו של מטבע ביחס למטבעות אחרים. **פיפ/פיפס (Pips):** היחידה שבה מתנהל המסחר בשוק המט"ח. פיפס זה השינוי במספר האחרון בשע"ח של מטבע מסוים. מאחר שרוב המטבעות העיקריים מתומחרים עד הספרה הרביעית אחרי הנקודה העשרונית, השינוי המינימלי הוא של מאית האחוז. כך לדוגמה, אם שער השקל לעומת הדולר הוא 3.6002, והוא עולה ל-3.6011, הרי שהתנועה היא של 9 פיפס. גם המרווח בין שער קנייה ומכירה מנוסח במונחי פיפס.

רמת התנגדות: רמת מחירים שבה צפוי להיבלם מהלך של עליות שערות והשערים אמורים להתחיל לרדת. רמת התנגדות מבוססת על הזיכרון של המשקיעים ועל נתוני העבר. רמת התנגדות משמשת כרמה טכנית למכירה. פקודת הגנה (קנייה) תמוקם מעל לרמת ההתנגדות למקרה שההתנגדות לא תצלח.

שוק המט"ח (Foreign exchange market/Forex):

ראו "תעודת זהות" בעמוד 3.

ייסוף: עליית ערכו של מטבע ביחס למטבעות אחרים.

מינוף: היחס בין היקף ההון המבוסס על חוב (הון זר) לבין היקף ההון העצמי. השימוש במינוף בעת פעולה עסקית/פיננסית מגביר הן את פוטנציאל ההפסד והן את פוטנציאל הרווח.

מסחר אלגוריתמי: ידוע גם בכינוי Algo Trade ומתייחס למסחר מבוסס פקודות מחשב, בין היתר בתחום המט"ח. במסגרת מסחר זה "סוחר" האלגוריתם בנכס – מניה או מטבע – על בסיס פרמטרים מוגדרים כמו תזמון, מחיר וסוג הפקודה. המונח מתייחס לפקודות המוזרמות באמצעות פלטפורמה אלקטרונית, תוך שימוש בתוכנית אשר מחליטה על ההיקפים והעיתוי של השקעות מט"ח על סמך קריטריונים, ופרמטרים שהוזנו מראש.

מרווח (Spread): ההפרש בין מחיר הקנייה (Bid) למחיר המכירה (Ask) של מטבע אחד במונחים של מטבע אחר. המרווח יימדד בפיפסים.

נוסטרו: חשבון להשקעת אמצעים כספיים עצמיים של בנק או ברוקר, למשל, במכשירי השקעה סחירים. חשבון זה נפרד מהחשבונות שבהם מנוהלים כספי המשקיעים והלקוחות.

ניתוח על-פי גורמי בסיס (Fundamentals): המונח מתייחס בשוק המט"ח לניתוח מגמות בערכי מטבעות על-פי כוחות כלכליים, חברתיים ופוליטיים אשר משפיעים על ערכם. המשקיעים עשויים להתמקד בעיקר בריבית, באינפלציה, בנתוני הסחר, ברמת האבטלה ובפריון במדינות השונות.

ספוט (Spot): המונח מתייחס למקטע השוק המתייחס לעסקאות למסירה מיידית. בפועל, מדובר ברישום מידי של

ההתפתחויות בשוק ההון: אתה יודע יותר!

סדרת סקירות
מיוחדת של
גלובס מחקרים
בשיתוף קסלמן
וקסלמן, PwC ישראל



השקעה ישראלית: מי אתם
המשקיעים הפיננסיים
הפרטיים?



העולם הבא: המשבר מאץ
שינויים דרמטיים בכלכלה
הגלובלית



סיכון מחושב: שינויים באפיקי
ההשקעה של המוסדיים
בעקבות המשבר



חוק וסדר: ממשבר להסדר?
שוק אגרות-החוב הקונצרניות
הדור הבא

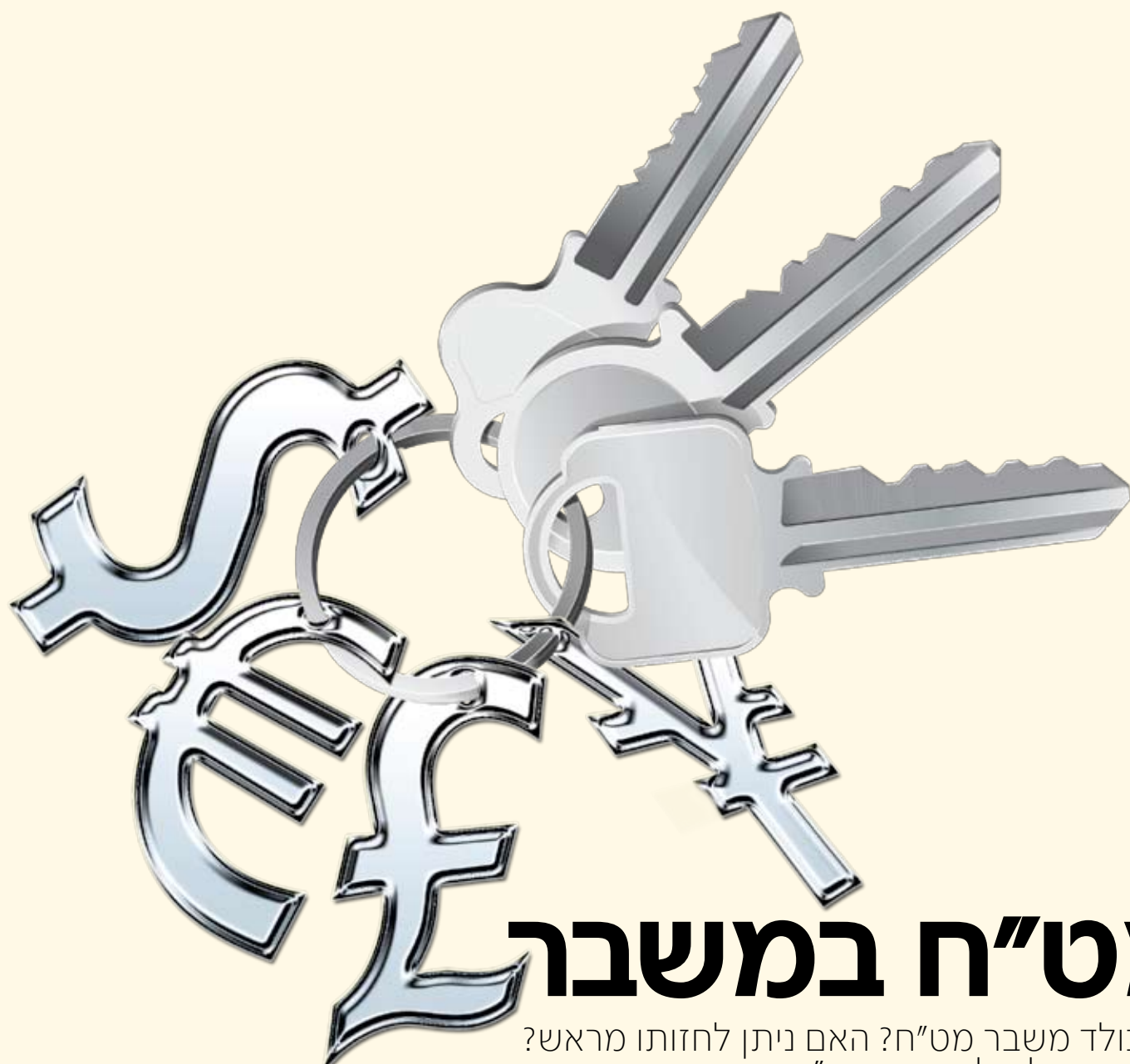


עונת מעבר: מדריך מיוחד לעידן
הנייד הפנסיוני המלא



חשבון סולידי: מדריך מיוחד
לניווט בעולם התשואות
הנמוכות

www.globes.co.il/research



מט"ח במשבר

כיצד נולד משבר מט"ח? האם ניתן לחזותו מראש?
• ניתוח של כל שוק מט"ח מחייב התייחסות למעורבות הגוברת של בנקים מרכזיים, וכן לקשרים בינו ובין שוקי ההון והכסף ובינו לבין יתר שוקי המט"ח

ב. פוטנציאל ההפסד (או הרווח) בגין פוזיציה מסוימת גדל בגלל התנודות החדות בשע"ח. המשקיעים נאלצים לבחון את הפוזיציות שלהם לעתים תכופות, אפילו תכופות מאוד, ולקבל החלטות על סגירות פוזיציות מסוכנות בפרקי זמן קצרים מהרגיל בשל הפוטנציאל להפסדים גדולים יותר. תופעה זו תורמת בתורה להגברת התנודתיות בשוק;

ג. ירידה בנזילות של השוק. מחזורי המסחר קטנים לעומת תקופות לא משבריות, כפי שאכן אירע בשלהי 2008. התופעה מלווה בהתרחבות, לעתים ניכרת, של מרווחי קנייה/מכירה במיוחד של מטבעות אשר מזוהים יחסית יותר עם המשבר;

ד. עלייה במספר העסקאות במט"ח לכל תקופת זמן. המשקיעים מנסים להגביל את פרק הזמן שבו הם חשופים לסיכונים בשוק המט"ח, ולכן מבקשים להיפטר במהירות מהסיכון הגלום בהחזקות שלהם באמצעות קיצור תקופת ההחזקה. גם תופעה זו תורמת להגברת התנודתיות של השוק;

ה. קשיים בגידור סיכונים דווקא כאשר יש עלייה בסיכון. מדובר בביטוי נוסף של הרצון לצמצם את החשיפה לסיכונים ו/או לקצר את תקופת החשיפה. בפועל, התקופה לפירעון של חוזים עתידיים, אופציות ונגזרים אחרים מתקצרת;

ו. קשיים בהשגת מימון במט"ח. שחקנים אשר לא מצליחים לסגור פוזיציות מסוכנות, או מחזיקים בנכסים שנחשבים למסוכנים יחסית, נתקלים בבעיות מימון הולכות וגוברות, כולל מימון של צורכיהם במט"ח;

ז. עלייה חדה בנכונות של בנקים מרכזיים להתערב בשווקים. בשוק המט"ח התערבותם נועדה למנוע היחלשות של המטבע המקומי – דוגמת ההתערבות לייצוב ערך האירו באפריל-מאי 2010, או כדי למנוע התחזקות של המטבע המקומי – דוגמת פעולת בנק ישראל החל ממארכ 2008.

זווית המשקיעים: שיקולי טווח קצר

התכיפות הגוברת של משברים פיננסיים מאלצת כל משקיע לשאול – אילו כוחות משפיעים על שבע התופעות שתוארו לעיל? הדיון יתרכז בהתפתחויות בשוק המט"ח מאז החל משבר ה"סאב-פריים" בקיץ 2007 מזווית המשקיעים והסוחרים אשר נדרשים לקבל החלטות בתנאי אי-ודאות חריפים כאשר נדמה שכללי המשחק של ימי השגרה אינם תקפים עוד.

שוק המט"ח העולמי מתנהל במשך רוב ימי השנה מכוח שגרה ועל-פי כללי משחק ברורים לכול. אופיו של השוק מבטיח את מעורבותו בכל משבר פיננסי – מקומי או גלובלי. במובן זה קיימת אי-יציבות מבנית בשוק המט"ח, במיוחד כאשר מביאים בחשבון את העובדה שמשברים פיננסיים משנים את כללי המשחק אשר ינהגו בשוק עם שוך הסערה.

פרק זה מוקדש למשברים בשוק המט"ח תוך ניסיון לאפיין אותם ולבחון את קיומם של קווים משותפים למשברים השונים והשפעתם על מערכת שע"ח. בפרק יודגשו שתי נקודות מפתח:

א. טלטלות בשוק המט"ח מתרחשות בהקשר של משברים פיננסיים רחבים, ולכן נכון יהיה לראות אותן כחלק מאותה מסגרת רחבה. לכן נתייחס לסערות בשוק המט"ח כביטוי למשבר פיננסי רחב;

ב. את התקופה אשר החלה בקיץ 2007 ונמשכת עד היום צריך לראות כמשבר אחד מתמשך, שבו נרשמו עד כה מספר שיאים, אשר באו לידי ביטוי גם בשוק המט"ח. מבחינה זו, התקופה הנוכחית שונה מאוד מתקופות משבריות קודמות – ובעיקר מתקופת הגאות שקדמה למשבר הנוכחי – בגלל העלייה המשמעותית בסבירות לסערות חוזרות ונשנות בשווקים השונים.

כך תדעו ששוק המט"ח במשבר

מה מתרחש בשוק המט"ח כאשר השווקים הפיננסיים נקלעים לאחד מאותם שיאים במשבר? מתפתחים בו תנאים חריגים וכללי המשחק הנהוגים בתקופות של שגרה נשברים. אמנם, במהלך טלטלה בשווקים לא כל המשקיעים מפסידים כסף, ויש משקיעים שמרוויחים מהמצב, אך כל המשקיעים חווים עלייה חדה ברמות הסיכון ואי-הודאות. כאשר מדובר בסערה בשוק המט"ח, הרי שעל-סמך הניסיון של שלוש השנים האחרונות ניתן להתייחס למספר תופעות בולטות:

א. **עלייה חדה בתנודתיות של שע"ח.** במילים אחרות, גדלות סטיות התקן הן של שע"ח עצמם והן של אופציות מט"ח אשר מגלמות את ציפיות השוק לגבי התנודתיות. עוצמת התנודות שונה בין מטבע למטבע, ובין צמדים שונים של מטבעות, וזאת על-פי התכונות שהמשקיעים קושרים לכל מטבע ומטבע (תואר בפרק הקודם);

2 מט"ח במשבר

כבעלי רמת סיכון גבוהה יחסית. בין הסיבות לכך במשבר הנוכחי:

- המתאם בין שע"ח של אותם מטבעות לבין תשואות של נכסים אחרים אשר נפגעים מהמשבר דוגמת סחורות; מטבעות Carry Trade. הדולר של ניו-זילנד או הדולר של אוסטרליה נחשבו למסוכנים יחסית עם פרוץ המשבר משום ששחקנים אשר בחרו באסטרטגיות של פער ריביות לפני המשבר חששו מפיחות ב"מטבעות השקעה" לאחר 2007.

נדגיש, כי התפיסה של מטבע מסוים כ"בטוח" או לחלופין כ"מסוכן" משתנה על פני זמן, במיוחד במציאות הדינאמית של שלוש השנים האחרונות. נציין, כי במחקר האקדמי נעשו ניסיונות לקשור בין עתות רגיעה (או סערה) לבין עוצמה (או חולשה) של מטבעות. כך, למשל, דווח על התחזקות של הדולר בתקופות שבהן שנאת הסיכון פוחתת לעומת התחזקות של האירו והפר"ש כאשר שנאת הסיכון גוברת. אלא שמדובר בהכללות, ולעתים כדאי הרבה יותר לבחון כל התפתחות לגופה.

כך למשל, הגירעונות התקציביים באירופה והמתחים שהם יוצרים בין המדינות החברות באיחוד המוניטארי האירופי הובילו להיחלשות האירו מול כמעט כל מטבעות העולם במהלך ה"משבר היווני", כמייצג עלייה בשנאת הסיכון, שפרץ ברבעון השני של 2010. לעומת זאת, הדולר דווקא התחזק בתקופה של משבר האירו. האירו התחזק גם בסוף 2008 על רקע העלייה החדה באי-ודאות בכלכלה הגלובלית.

מטבע הדברים, שיקולים אשר נלקחים בחשבון בעת משברים וסערות קשורים לטווח הקצר. נציין, כי המשקיעים לוקחים אמנם בחשבון גורמים הנוגעים לטווח הארוך – כמו נתוני בסיס דוגמת תוצר או גירעונות – אך לא כדי לבחון את שע"ח של שיווי משקל בטווח הארוך, אלא כדי לבחון עד כמה מטבע מסוים "פגיע" או "מסוכן".

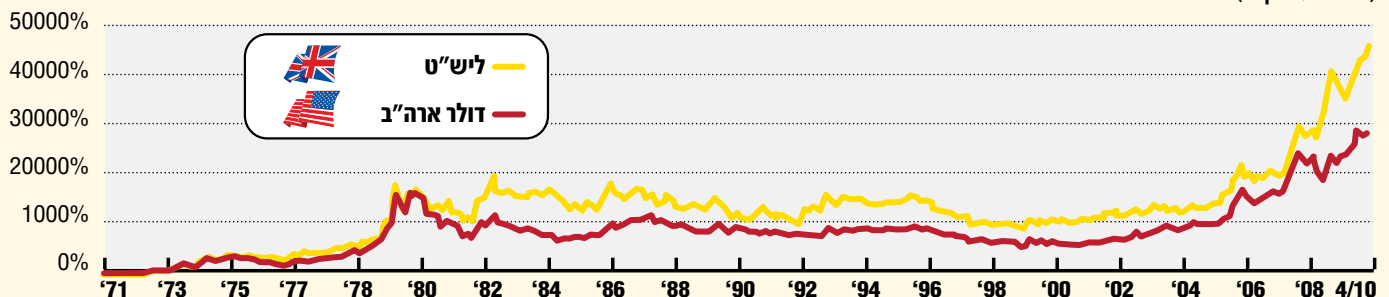
בריחה ל"מטבעות מקלט"

הגורמים אשר השפיעו על קבלת ההחלטות בשוק המט"ח בשלוש השנים האחרונות קשורים למאפיינים הייחודיים של המשבר, קרי:

- היקף גיאוגרפי עצום;
 - קשרים חזקים בין שוקי ההון והכספים לבין שוקי המט"ח; תכיפות גוברת של עליות חדות בשנאת סיכון.
- בפרוץ כל משבר ובתקופות שבהן נרשמת עלייה ניכרת בשנאת הסיכון מחפשים המשקיעים "מטבעות מקלט". כלומר, מטבעות אשר לדעת מרבית הפעילים בשוק משקפים סיכון נמוך יחסית. ברבעון האחרון של 2008, מיד לאחר קריסת ליהמן ברדרס, מטבעות כמו הפרנק השווייצרי (פר"ש) והין היפני נחשבו ל"מקלט בטוח" (Safe haven), ואפילו הדולר של ארה"ב נתפס ככזה בקרב פעילים רבים בשוק על אף שארה"ב עמדה במרכז של המשבר עצמו. התוצאה הייתה התחזקות מפתיעה של הדולר גם ביחס למטבעות של משקים אשר נפגעו פחות מן המשבר.
- לעומת זאת, ישנם מטבעות אשר השוק מזהה אותם

שיעור עליית מחיר הזהב

(מחיר לאונקיה)



מקור: World gold council

להשקעות במטבעות, הוא נחשב גם לחלופה לקטגוריות אחרות של נכסים, כמו מניות או אג"ח, ונכלל גם בקטגוריה של סחורות. מחיר הזהב ערב משבר ה"סאב-פריים" עמד על 660 דולר לאונקיה ועלה לכ-1,000 דולר לאונקיה ברבעון הראשון של 2008. ביולי 2010 הוא עלה לכ-1,200 דולר לאונקיה.

דבר דומה אירע ללירה-שטרלינג הבריטית בשלהי 2008, כאשר ההערכה הייתה שבריטניה מייצגת סיכון גבוה יחסית בגלל הסביבה המאקרו-כלכלית הרעועה, התפוצצות בועת הנדל"ן, החשיפות הגדולות של הבנקים ל"נכסים רעילים" והפגיעה בלונדון כמרכז פיננסי. לעומת זאת, המטבע הבריטי שב והתחזק לעומת האירו ברבעון השני של 2010 (ראו תיבה בעמ' 31).

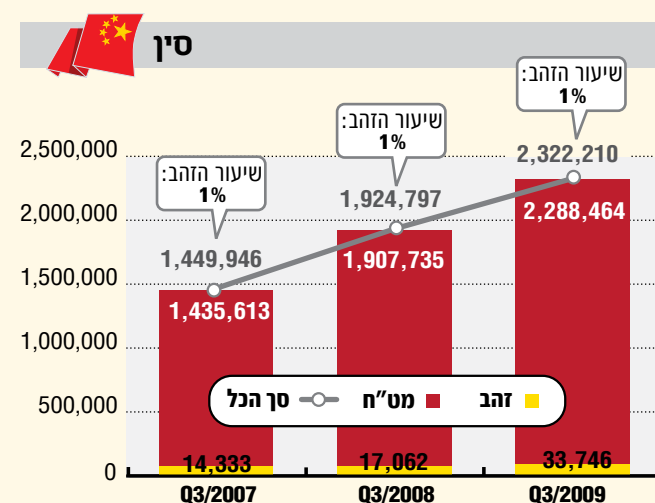
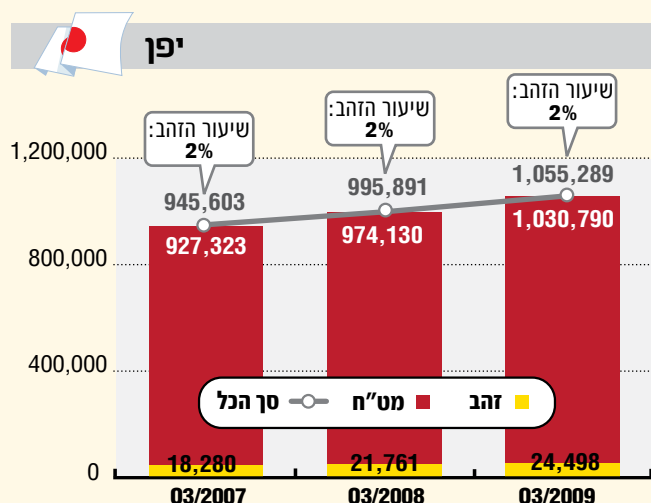
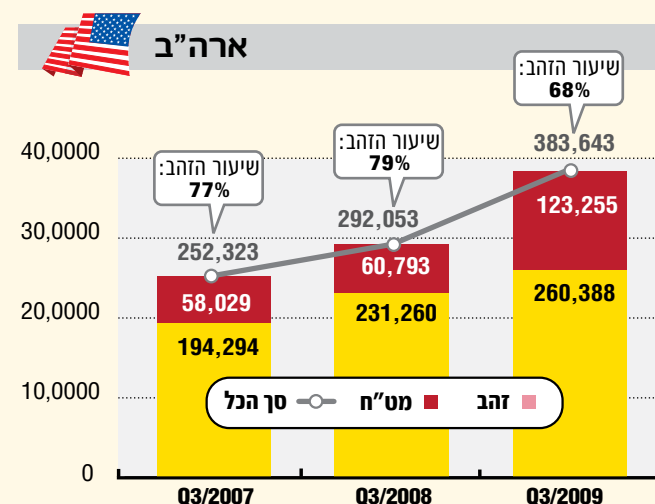
סיכוני שע"ח

מאפיין נוסף של המשבר הנוכחי שאותו צריך להביא בחשבון הוא ההשפעה הגדולה של מבנה החשיפות של מוסדות פיננסיים על שוק המט"ח בשעה שמתפתחים תנאי אי-ודאות חריפים. מדובר, קודם כול, במבנה החשיפה לסיכונים שער חליפין (שע"ח) הגלומים במאזנים של מוסדות אלה. בכל רגע נתון בנקים ומוסדות פיננסיים אחרים חשופים לסיכונים שע"ח, כמו למשל במקרה שבו

בהקשר למקלט מפני סיכון, בולט הזהב אשר מופיע כחלופה פחות מסוכנת בכמעט כל משבר גלובלי. מעמד הזהב מיוחד במינו, שכן נוסף לכך שהוא נחשב לחלופה

הרכב סך היתרות - הכלכלות הגדולות בעולם

(במיליוני דולרים)



מקור: World Gold Council

2 מט"ח במשבר

אלא ששוק ההחלף סבל מעלייה חדה בשנאת הסיכון בגין אי-הוודאות לגבי כושר השרידות של מוסדות פיננסיים, שהגיעה לשיא ברבעון האחרון של 2008. בעוד סיכון שע"ח מנוטרל בעסקת החלף, הרי שסיכון אשראי – נגזרת של יכולת הצד הנגדי לעמוד בהתחייבויותיו – נותר בעינו. התוצאה הייתה אותה עלייה בסיכויי נזילות אשר כה השפיעה על שוק המט"ח על אף שלכאורה סיכויי שע"ח היו מגודרים.

מנגנון דומה, אם כי בקנה מידה קטן יותר, פעל במהלך שלבים שונים של משבר האירו ב-2010. חוסר הוודאות לגבי מבנה החשיפות של מוסדות פיננסיים שונים באירופה לאג"ח של ממשלות עם קשיים תקציביים – יוון, פורטוגל, ספרד, אירלנד ואיטליה – גרם לחשש שחלק מהם לא יוכלו לכבד התחייבויות.

הדבר גרם לעלייה בריבית להלוואות בין-בנקאיות ולירידה בנכונות להעמיד אשראי מצד גופים פיננסיים אלה לאלה, או לרכוש נכסים פיננסיים שהם מנפיקים. התפתחות זו הביאה לנכונות קטנה יותר מצד אותם גופים פיננסיים לחתום על עסקאות החלף, שכן הן מהוות סוג של העמדת אשראי לתקופה קצובה.

סגירה מהירה של פוזיציות

תקופות של משברים פיננסיים מתאפיינות בקיצור משך הזמן שבו מוכנים המשקיעים להיות חשופים לסיכון, ולכן המשבר מביא לבניית פוזיציות קצרות יותר ולניסיון להגדיר נקודת הגבלת הפסד (Stop loss; 🛑) קרובה יותר לשער שבו נפתחה הפוזיציה. נציין, כי תנועה של שע"ח אל מעבר לנקודת הגבלת הפסד גוררת סגירה של הפוזיציה. כלומר, קניית מטבע שלגביו המשקיע בחר להיות בעמדת מכר ומכירת המטבע שאותו רכש קודם.

עם זאת, בעיצומו של המשבר הנוכחי היו גם מקרים שבהם לא הייתה נכונות להשאיר פוזיציה פתוחה עוד קודם שהשער הגיע לנקודת הגבלת הפסד, וזאת כאשר עלה הסיכון להפסד אפילו במידה קטנה. יש כמה סיבות אפשריות להחלטה לסגור פוזיציות מט"ח:

- התערבות של בנק מרכזי בניגוד לציפיות של המשקיעים או חשש מפני התערבות כזו;
- החלטה של משקיעים כי ממצאי הניתוח הטכני של תנועות שע"ח מראים שיש צורך לחסל את הפוזיציה;

ההתחייבויות נקובות במטבע שמתחזק ואילו הנכסים נקובים במטבע שנחלש.

סיכויי נזילות

אלא שבעולם של תנועות הון חופשיות לטווח קצר, מה שהופך את מבנה המאזן של הגופים הפיננסיים לחשוב מאוד בעת משבר, כפי שהתברר בשלהי 2008, היא גם החשיפה לסיכויי נזילות (בנוסף לסיכויי שע"ח). קודם למשבר, בימי הגאות של 2003-2006, בנקים אירופיים רבים הגדילו מאוד את ההחזקות לטווח ארוך של נכסים נקובים בדולרים, ומימנו את רכישתם באמצעות התחייבויות דולריות לטווח קצר שאותן הם היו מגלגלים מדי תקופה. פרוץ המשבר הפיננסי הביא ל"יבוש" פתאומי של האשראי לטווח קצר למוסדות פיננסיים, דבר אשר יצר בבת אחת מחסור עצום בדולרים ודחף את שער החליפין של דולר כלפי מעלה.

משברי נזילות הם חלק כמעט בלתי נפרד מכל משבר פיננסי ומוכרים היטב מההיסטוריה. מה שהפך את משבר הנזילות של שלהי 2008 למיוחד במינו הייתה העובדה שלא היה מדובר בקשיי נזילות במטבע מקומי, אלא בקשיי נזילות במט"ח. משברי נזילות נפתרו, כמעט תמיד, כאשר הבנק המרכזי הדפיס כסף והזרים אותו למוסדות פיננסיים תוך שהוא פועל כ"מלווה של מפלט אחרון". אולם בשלהי 2008 לבנקים האירופיים חסרו דולרים ולא מטבע מקומי. הבעיה אילצה את הבנקים המרכזיים של ארה"ב ואירופה להנהיג הסדר מיוחד, שבמסגרתו הפדרל ריזרב האמריקני העמיד לבנקים המרכזיים באירופה קווי החלף שדרכם ניתן היה להמיר אירו ומטבעות אחרים לדולרים לתקופה מוגבלת ולהזרים את הדולרים לבנקים באירופה. עד לאותו שלב, שבו נמנע המשבר, שער הדולר עלה לעומת האירו.

סיכויי אשראי

גם העלייה החדה בסיכויי אשראי בעת משבר משפיעה על שוק המט"ח. דוגמאות לכך הן ההתפתחויות בשוק ההחלף בתום 2008. כפי שצוין, היקפי המחזורים בשוק המט"ח הושפעו מאוד מהגידול החד בפעילות החלף קודם למשבר, שכן מכשיר זה נבחר כדרך לממן רכישת דולרים על-ידי מוסדות פיננסיים מחוץ לארה"ב לצורך רכישת נכסים דולריים בלי להיחשף לסיכויי שע"ח.

שווייצרי/דולר אוסטרלי, שני הצמדים המפורסמים ביותר של אסטרטגיות פער ריביות עד לשנת 2008. המהירות שבה הפוזיציות בין צמדים אלה נסגרו וההיפוך המהיר של כיוון שע"ח של הצמדים היו לאחת התופעות הבולטות של המשבר אשר החל להתגלגל בקיץ 2007. יש הרואים את המקטע הזה של שוק המט"ח, המתבסס על פער ריביות, כערוץ שדרכו המשבר הפיננסי הפך למשבר בשוק המט"ח. באוגוסט 2007 החלו משקיעים רבים לסגור פוזיציות במסחר של פער ריביות, במיוחד בצמד ין יפני/דולר אוסטרלי, תוך שחלק מהם סובלים מהפסדים כבדים. לאחר התאוששות מסוימת בשוק, שב המשבר והתעורר בעוצמה שלושה חודשים לאחר מכן, ובפעם השלישית קרה כן בעת קריסת ליהמן ברדרס.

מודלים ומתאמים

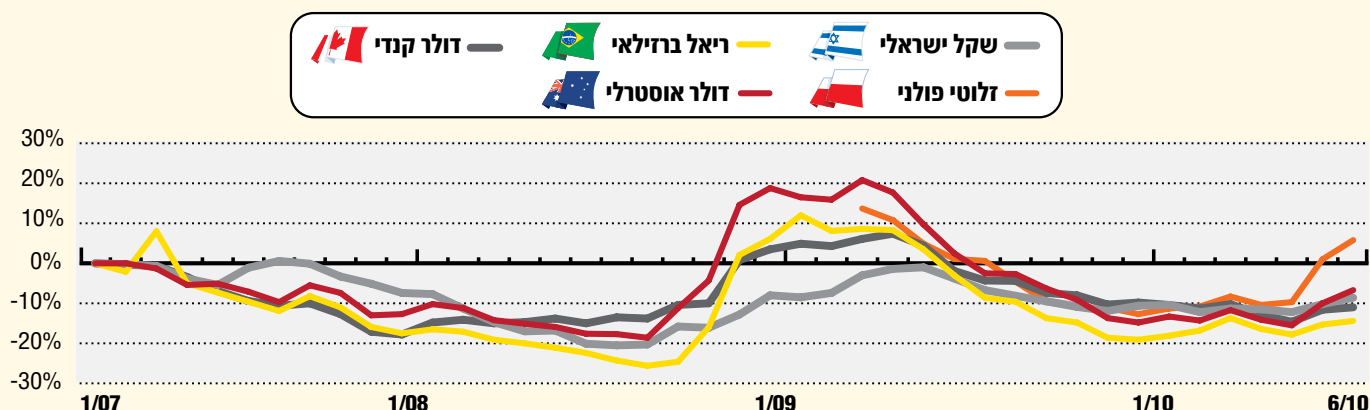
תהליך קבלת ההחלטות של משקיעים וסוחרים בשוק המט"ח מתרחש בתנאי אי-ודאות כשבנוסף לכך הזמן לקבלת החלטות קצר ביותר בדרך-כלל. נתונים אלה יוצרים צורך בכלים אשר יתמכו בקבלת החלטות, ואכן חלק מהמחזור היומי בשוק מבוסס על הסתייעות במודלים אלגוריתמיים, בנייתו טכני וגם במתאמים הקיימים בין מטבעות שונים או בין שע"ח בין צמדי מטבעות. אחת מהתופעות אשר התרחשו מ-2007 ואילך הייתה עלייה

• מתאמים בין תנועות של שערי ריבית, מחירי סחורות או מחירי נכסים אחרים יכולים להצביע על אפשרות של הפסד עתידי בפוזיציה הקיימת.

היפוך זרמי מט"ח

סגירת הפוזיציות קשורה לתופעה של היפוך בזרמי מט"ח כאשר משקיעים מחסלים השקעות בחו"ל נוכח עלייה ברמת הסיכון ומתחילים ב"החזרת כסף הביתה". כזה היה המקרה של ישראל בחודשים האחרונים של 2008 ותחילת 2009. לעתים התהליך נובע מהערכה מחדש שמבצעים משקיעים לגבי הנחותיהם, ולעתים משינויים שמתרחשים במתאמים בין מטבעות שונים, כפי שיודגש להלן. ברמה הגלובלית, אחד מהביטויים המרכזיים של היפוך זרמי מט"ח קשור לאסטרטגיות של פער ריביות. כפי שצוין, אסטרטגיה זו מקשרת בין זוג מטבעות, אחד של משק עם ריבית נמוכה ואחד של משק עם ריבית גבוהה: 1. בשגרה, זרמי ההון מחזקים את המטבע של המדינה עם ריבית גבוהה ומחלישים את המטבע של המדינה עם ריבית נמוכה; 2. בעת משבר, זרמי ההון ההפוכים מחלישים את המטבע של המדינה עם הריבית הגבוהה ומחזקים את המטבע של המדינה עם הריבית הנמוכה. כך קרה לגבי הצמדים ין יפני/דולר אוסטרלי ופרנק

שינוי באחוזים בשע"ח של מטבעות נבחרים בעולם מול דולר ארה"ב



* מבוסס על מחוצע שע"ח חודשי. מקור: X-Rates.com ובנק ישראל; עיבוד: גלובס מחקרים

2 מט"ח במשבר

בחשבון השוטף של מאזן התשלומים נחשב לאינדיקטור ראשי, ואף יחיד, לניבוי בעיות בשוק המט"ח. הסרת המגבלות על תנועות הון בינלאומיות שינתה מציאות זו. הטלטלות בשוק המט"ח הפכו לאירועים חוצי גבולות אשר מתפשטים במהירות בין מדינות שונות כחלק ממשברים פיננסיים רחבי היקף, תופעה אשר מכונה "הדבקה". כמו כן, העוצמה של המשברים הנוכחיים גדולה יותר, והם נמשכים תקופה ממושכת יותר.

לא רק אופי המשברים השתנה, אלא גם המקור. בעידן של הגבלות על תנועות הון, במיוחד לטווח קצר, מקובל היה לזהות קשר ישיר בין גירעונות בחשבון השוטף לבין מתקפות ספקולטיביות. המקור למימון הגירעון היה, כמעט תמיד, אשראי שהועמד לממשלה של המדינה הגירעונית, בדרך-כלל על-ידי בנקים או ממשלות אחרות. הצטברות של גירעון היה סימן כמעט אוטומטי לפיחות קרוב, והדבר היה גורר מתקפה ספקולטיבית.

משבר שנות ה-90 במאה הקודמת – משבר הטקילה במקסיקו (1994), משבר הנמרים באסיה (1997) ומשבר רוסיה / LTCM (1998) – כבר היו למשברים פיננסיים אשר התבטאו גם במשבר בתחום המט"ח. ברבות מהמדינות שהיו מעורבות במשברים אלה, שע"ח היה קבוע או תחום

חריפה בתנודתיות בליווי שינויים מבניים בגורמים הקובעים את שע"ח. כך, למשל, מטבעות של משקים "מתעוררים" עלו לפרקים במהלך המשבר לאחר שהתבררה מידת היציבות הפיננסית שלהם. ברזיל היא דוגמה לכך, ואילו מטבעות של משקים "מתעוררים" אחרים דווקא נחלשו במידה ניכרת – כמו במקרה של הפזו המקסיקני.

חשובים גם הזהות והמשקל של המשתתפים בשוק המט"ח של מדינה מסוימת. אמנם, במשברים בשוק המט"ח עולה התנודתיות של שע"ח של כל המטבעות המעורבים, אך בכל זאת ישנם הבדלים הנובעים מאופי השחקנים באותם שווקים. מטבעות דוגמת הון הקוריאני – אשר תלוי מאוד בפעילות של יצואנים בנגזרי מט"ח – או הדולר הניו-זילנדי – צד למסחר Carry trade – רשמו תנודתיות גדולה הרבה יותר מאשר מטבעות אחרים.

זווית האנליסטים: משברים בעידן הגלובליזציה

לא ניתן לסיים פרק הדן בטלטלות בשוק המט"ח בלי להתייחס לאפשרות לחזות תנאים אלה מבעוד מועד. הכוונה היא לבחון סדרה של גורמים אשר יש בכוחם לשמש מעין מערכת התרעה מוקדמת לאפשרות של היווצרות תנאים חריגים בשוק, תוך עלייה חדה בתנודתיות ובסיכון. בניגוד לסעיף הקודם, הפעם נקודת המבט היא של אנליסטים ושל המחקר האקדמי, תוך השוואה לנקודת הראות של אנשי השוק.

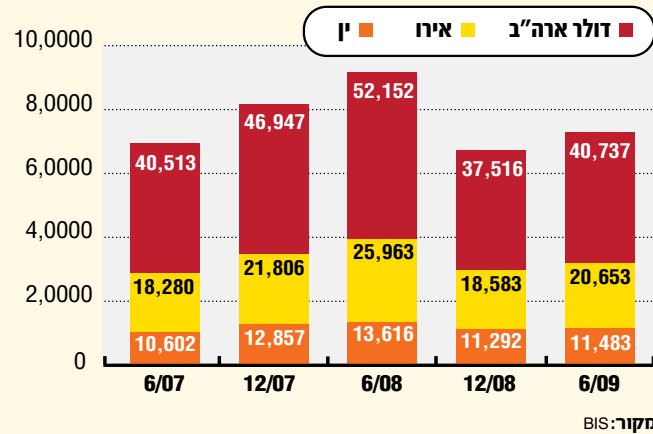
איך לממן את הגירעון השוטף?

הטלטלות של השנים האחרונות בשוק המט"ח הן תופעה שניתן לנתח אך ורק במסגרת המושגית של עידן הגלובליזציה. לעומת המשברים המוכרים לנו היום, המשברים אשר אפיינו את השנים שלאחר מלחמת העולם השנייה ועד שנות ה-70 היו בדרך-כלל בגדר אירועים מקומיים ונמשכו תקופות זמן קצרות יחסית.

משברים אלה נקשרו, על-פירוב, לגירעונות במאזן התשלומים והתבטאו במתקפות ספקולטיביות על המטבע במסגרת של מערכת שע"ח קבועים. במילים אחרות, רכישת מט"ח בשער הקיים תוך ציפייה לפיחות אשר יניב רווח הון. לעתים משברים אלה השפיעו על שווקים אחרים אך רק במידה מוגבלת. לרוב, המשבר הסתיים בפיחות של המטבע המקומי, ולאחריו חזרה הרגיעה. לכן, גירעון

שוק נגזרי שער חליפין (OTC) - מטבעות מובילים

יתרה של חוזים פתוחים במנחי ערך נקוב (notional value):
 (במיליארדי דולרים)



יבוא הון לטווח קצר, או אפילו בינוני, נבנות פוזיציות מסוכנות בשווקים הפיננסיים והמשק הופך לפגיע ולחשוף למשברים פיננסיים, כולל בשוק המט"ח.

ניהול סיכונים משקי וגלובלי

המשברים של שנות ה-90 לא היו קשורים רק למאזן התשלומים או לתנועות הון בינ"ל, אלא גם חשפו מבנה רעוע של המגזר הפיננסי במספר מדינות מתפתחות, וניהול סיכונים לא מתאים במוסדות פיננסיים בעולם. הממצא החל לאותת על הקשרים הקיימים בין משברים פיננסיים למשברים בשוק המט"ח במשקים שונים.

תובנה זו – שלפיה קיים קשר הדוק בין התפתחויות בשוק הכסף להתפתחויות בשוק המט"ח – התפתחה אמנם באופן מפורש רק בשנים האחרונות, אך כבר לאחר משברי שנות ה-90 היה ברור שקיים קשר בין מבנה החשיפות בשוקי האשראי, ההון והכסף לבין הטלטלות בשוק המט"ח. הסיבה לכך היא, שפוזיציות בשוק המט"ח – מבנה מסוים של נכסים והתחייבויות – ממומנות בדרך-כלל באשראי לטווחי זמן שונים. לכן שיבושים בפעילות בשוקי האשראי והכסף יביאו לשיבוש גם בפעילות שוק המט"ח.

התגובה של גופים בינ"ל – קרן המטבע, BIS והבנק העולמי – למשברים הדגישה את הצורך לפתח מערכות של התרעה מוקדמת מפני משברים פיננסיים ומשברים במאזן התשלומים. כמו כן, נרשמו מאמצים לפתח כלים יעילים יותר לניהול סיכונים בקרב גופים פיננסיים. חלק גדול מהמאמץ הוקדש לבניית מערכות למניעת משברים

בתוך רצועה צרה. בהשוואה למשבר שהחל ב-2007 היו משברים אלה מוגבלים בהיקפם ובעוצמתם, אף-על-פי שבזמנם נחשבו לחמורים ושכנעו רבים בעולם שהם קשורים למשטר שע"ח ולכן יש לעבור למשטרי שע"ח ניידיים יותר.

בעקבות משברי שנות ה-90 החלה להשתנות גם ההתייחסות לתפקיד שמשחקים גירעונות במאזן התשלומים בהתפתחות תנאי משבר, כאשר הדגש עבר בהדרגה מהגידול בגירעון עצמו לדרך שבה הוא ממומן. המשברים שצוינו לעיל פרצו כאשר היה חשש שמדינות אלה, או גופים פיננסיים באותן מדינות, לא יוכלו לשרת את החוב במט"ח. הדבר גרם לשורה של תופעות הקשורות לבהלה בשוק, דוגמת עלייה חדה בביקוש למט"ח וירידה חדה בערכי הנכסים המקומיים.

לכן, לאחר משברים אלה, חוקרים, אנליסטים, קובעי מדיניות וגם סוחרים בשוק המט"ח הגיעו למסקנה, כי הנתון הקריטי אינו גודל הגירעון בחשבון השוטף גרידא, אלא הדרך שבה הוא ממומן. באופן ספציפי, הן החוקרים והן הסוחרים שאלו מה הוא היקף הגירעון בחשבון השוטף של כל מדינה אשר ניתן לקיימו במסגרת מימון לטווח ארוך בלי להזדקק להלוואות לטווח קצר.

שאלה נוספת, מהותית מאוד, היא מה ההשלכות של מצב שבו היקף המימון לטווח ארוך לא מספיק, ולא ניתן לקבל אשראי לטווח קצר לאורך זמן, על שע"ח. הניסיון אשר נרכש במשברי שנות ה-90 במאה הקודמת הראה, שכאשר מימון הגירעון במשק נעשה באמצעות

שוק הנגזרים (OTC) - קטגוריות השקעה

יתרה של חוזים פתוחים במונחי ערך נקוב (notional value); (במיליארדי דולרים)

יוני 2009	דצמבר 2008	יוני 2008	דצמבר 2007	יוני 2007	נגזרי שערי חליפין
48,775	44,200	62,983	56,238	48,645	נגזרי שערי ריבית
437,198	385,986	458,304	393,138	347,312	נגזרי מניות
6,619	6,159	10,177	8,469	8,590	נגזרי סחורות
3,729	3,820	13,229	8,455	7,567	נגזרי CDS
36,046	41,883	57,325	57,894	42,581	אחר
72,255	65,413	81,708	71,146	61,713	סה"כ
604,622	547,371	683,726	595,340	516,408	

מקור: BIS

2 מט"ח במשבר

ב. "מינוף" והתפתחות מהירה של מכשירים פיננסיים מורכבים ושל סקטור פיננסי אשר מייצר ומפיץ מכשירים אלה, בעיקר על רקע ריבית נמוכה "מדי";
 ג. גלישה של אשראי זמין וזול לשווקים, לעתים תוך ניפוח בועות בשווקים לנכסים פיננסיים ו/או נכסי נדל"ן.
 ד. במערכת הבנקאית-פיננסית נוצרות אי-התאמות בין נכסים להתחייבויות, כאשר נכסים לטווח ארוך בעלי סיכון גבוה ממומנים באמצעות התחייבויות לטווח קצר. כך נוצרים אפוא, סיכונים נזילות, סיכונים אשראי, סיכונים שע"ח וסיכונים ריבית, בלי שתהיה מדידה מדויקת של היקפם ברמה המקרו-כלכלית.
 לסיכום, במקום גישה אשר הסתכלה על מימון הגירעון בחשבון השוטף, שם המחקר העכשווי דגש על מבנה החשיפות הכללי.

שימוש בנתונים "כמותיים" - יתרונות ומגבלות

כפי שבפרק הקודם צוין שיש גורמים מבניים אשר קובעים את שע"ח בטווח הארוך, כך ניתן למצוא גורמים מבניים אשר מגדילים לאורך זמן את הסיכוי למשבר. דוגמאות לכך הן היקף הגירעון הממשלתי, היקף הפער בין ייבוא הון לטווח קצר לייבוא הון לטווח ארוך, היחס בין נכסים נקובים במט"ח להתחייבויות לטווח קצר הנקובות במט"ח והיחס בין אשראי להון עצמי.
 על-פי גישה זו ניתן להשתמש בנתונים המספריים של הגורמים לעיל כדי להצביע על פוטנציאל למצוקה בשוק

במשקים "מתעוררים", מתוך הנחה שמערכות ההסדרה הפיננסית במדינות מתועשות מסוגלות לאכוף על כל גוף פיננסי תקנים של ניהול סיכונים.
 באופן אירוני הלקחים מאותם משברים, אשר נלמדו על-ידי רבים מהמשקים ה"מתעוררים", תרמו לחוזקם היחסי של משקים אלה במשבר הנוכחי לעומת המשקים המתועשים שדווקא בהם התגלו הבעיות.
 המשבר החריף אשר פרץ בקיץ של 2007, והגיע לשיא ברבעון האחרון של 2008, חשף עד כמה המהלכים אשר ננקטו עד לתחילת המשבר לא הספיקו כדי למנוע את רעידת האדמה אשר הביאה את המערכת הבנקאית העולמית אל סף קריסה. כפי שיובהר להלן, הלקח העיקרי אשר הפיקו המוסדות הפיננסיים הבינ"ל' ממשבר ה"סאב-פריים" היה, שיש לבחון כל העת, ומקרוב, את היציבות המערכתית של המשק הלאומי, ואפילו של המשק הגלובלי, ולא רק של כל מוסד פיננסי לגופו. במילים אחרות, על ניהול הסיכונים להתייחס לסיכון הגלום בסך החשיפות מתוך הנחה שאפשר שיתרחשו אירועים חריגים אשר יערערו את היציבות הפיננסית הכוללת.

מכ"ם למשברים פיננסיים

מסקנות אלה השפיעו עמוקות על המאמצים לפתח כלים לזיהוי מוקדם של בעיות בשווקים הפיננסיים. בעקבות המשבר הנוכחי, מערכת הרגולציה הבינ"ל' לקחה על עצמה לפתח כלים לבחינת היציבות הפיננסית הכוללת של כל משק ומשק, ואף של המשק הגלובלי, תוך שימוש בשורה של אינדיקטורים כלכליים ופיננסיים.

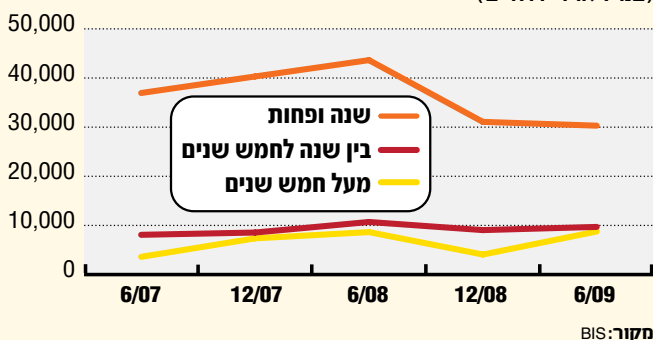
ערוצים ליצירת חשיפות - כן נולד משבר מט"ח

בעקבות מאמצים אלה הובלטה מאוד החשיבות של היקף ומבנה החשיפות ליצירת תנאים של משבר. כן זוהו מספר ערוצים ברמת כל מדינה - דוגמת זרם של ייבוא הון לטווח קצר, גירעון תקציבי גדול ומדיניות מוניטארית מרחיבה "מדי" - אשר מתורגמים בסופו של דבר למשברים בשוקי הכסף והמט"ח:

א. ייבוא הון וגירעונות גדולים, בתקציב ו/או במאזן התשלומים, גורמים ליצירת רמות חוב שלא ניתן לקיימן לאורך זמן, הן בסקטור הפרטי והן בסקטור הציבורי. הדבר קשור על-פירוב בזמינות של אשראי מקומי ואשראי מחו"ל;

שוק נגזרי שער חליפין (OTC) - תקופה לפירעון

יתרה של חוזים פתוחים במונחי ערך נקוב (notional value);
 (במיליארדי דולרים)



שימוש, לעתים נרחב, באינדיקטורים שונים ככלי נוסף לקבלת החלטות, אך לפתוח פוזיציה רק על-סמך מידע אשר מצביע על אירוע אשר אופק ההתרחשות שלו אינו ברור יכול להיות מהלך יקר אשר מחייב השארת פוזיציה פתוחה לאורך זמן בניגוד להנחיות של ניהול הסיכונים. דוגמה טובה לטענה זו היא המשבר הפיסקאלי באירופה אשר פרץ ברבעון השני של 2010 ותורגם במהירות רבה יחסית לתנודתיות בשוקי הכסף והמט"ח, ובפרט להיחלשות האירו ולהתחזקות הדולר. המרכיבים השונים אשר צוינו בראשית הפרק באו לידי ביטוי – בריחה למטבעות בעלי סיכון נמוך יחסית, ניסיון לסגור פוזיציות במהירות רבה, היפוך תכופ של כיווני המסחר וכיו"ב.

אך השאלה היא אם ניתן היה לעשות שימוש במידע זמין אודות גירעונות תקציביים גדולים באירופה כדי לחזות את ההתפתחויות? על הבעיה התקציבית של אירופה היה מידע רב בסוף הרבעון הראשון של 2009. קרן המטבע הזהירה מפני בעיות עתידיות הקשורות לגירעונות אלה כבר בספטמבר 2009, וקראה לממשלות להודיע על תוכניות לקיצוצים עתידיים.

עם זאת, השוק החל להתייחס לסוגיית הגירעונות רק ברבעון השני של 2010, לאחר פרוץ "המשבר היווני". משקיע אשר היה מחליט להמר על היחלשות האירו והתחזקות הדולר היה נאלץ להשאיר את הפוזיציה הזו פתוחה למשך חודשים ארוכים, ולממנה לאורך התקופה.

הכסף, וכך לאמוד את הסיכוי לתנודתיות גוברת בשוק המט"ח. חשוב להדגיש, כי השימוש באינדיקטורים כאלו רלבנטי עבור אנליסט אשר מנסה לבחון מגמות שמעבר לאופק הזמן הקצר ביותר ו/או עבור איש אקדמיה אשר מנסה למצוא מודל להסבר דפוסים ארוכי טווח בשוק המט"ח. היתרון הבולט של הגישה נעוץ בכך שהיא מספקת מדדים כמותיים, אובייקטיביים וזמינים לאמידת הסיכוי והסיכון לטלטלות בשוק המט"ח. ההנחה היא, שחולף זמן בין מועד ההתרעה שמספקים האינדיקטורים המבניים עד להתחלה של תנודות חריפות בשע"ח, עלייה במרווחי קנייה/מכירה ואף בעיות של נזילות בשוק המט"ח. לכן, ניתן לשער שאינדיקטורים אלה יכנסו יותר ויותר לשימוש של אנליסטים ואנשי אקדמיה אשר ירצו לבחון את מידת היציבות של שוק המט"ח.

החסרונות של הגישה נעוצים בכך שלא תמיד ברור אם הנתונים הכמותיים מצביעים על משבר, בין אם משום שהם סותרים אלה את אלה, ובין אם בגין פרשנות לא אחידה של הנתונים. כמו כן, מדובר במדדים כמותיים אשר אמורים לחזות התפתחויות ארוכות טווח בשוק שבו שולטים שיקולים של טווח קצר. לעתים קרובות התנהגות השוק בטווח הקצר מוכתבת על-ידי גורמים "פסיכולוגיים" כמו גם מודלים של ניתוח טכני אשר אינם קשורים כלל לגורמי בסיס.

סוחרי מט"ח, משקיעים או אנשי חדרי עסקאות עושים

שוק נגזרי שער החליפין (OTC) - מטבעות

יתרה של חוזים פתוחים במונחי ערך נקוב (notional value); (במיליארדי דולרים)

דולר ארה"ב	יוני 2007	דצמבר 2007	יוני 2008	דצמבר 2008	יוני 2009
אירו	40,513	46,947	52,152	37,516	40,737
ין	18,280	21,806	25,963	18,583	20,653
ליש"ט	10,602	12,857	13,616	11,292	11,483
פרנק שוויצרי	7,770	7,979	8,377	4,732	6,213
דולר קנדי	3,056	3,662	3,964	3,034	3,072
קרונה שוודית	2,239	2,404	2,226	1,568	1,735
אחר	1,390	1,525	1,589	1,178	1,255
	13,440	15,297	18,078	7,932	9,840
כלל המטבעות*	48,645	56,238	62,983	44,200	48,775

* מתואם למניעת ספירה כפולה. מקור: BIS

2 מט"ח במשבר

על הרעה פתאומית בנזילות בשוק הכסף, ובסופו של דבר גם בשוק המט"ח.

• **עלייה חריגה ב־VIX ("מדד הפחד")** – מדד המבוסס על סטיות התקן באופציות על מדד S&P500 – יכולה להצביע על עלייה בשנאת הסיכון בשוק ההון ובשווקים הפיננסיים בכלל.

עלייה בשני המדדים – TED ו־VIX – מצביעה על עלייה בתנודתיות בשווקים הפיננסיים, כולל בשוק המט"ח, ומגדילה את הסיכוי להתפתחות תנאי משבר.

השפעת Carry Trade על שוק המט"ח

אסטרטגיית פער ריביות היא דוגמה לדרך שבה תנודתיות בשווקים מסוימים משפיעה על שוק המט"ח. מחקרים אשר פורסמו בעקבות המשבר הראו, כי אסטרטגייה של פער ריביות מובילה למצב שבו שע"ח של מטבעות מממנים נוטים לרדת (לעלות) אם יש עליות (ירידות) בתשואות בשוקי ההון הגלובליים, אך נוטים לעלות (לרדת) אם יש עלייה בתנודתיות בשווקים הפיננסיים. כפי שהוזכר, המשתתפים ב־Carry Trade מהמרים על כך שלא תהיה התחזקות של המטבע המממן או פחות של מטבע היעד.

בשלהי 2008 עלה מאוד המתאם בין עלייה בתנודתיות בשווקים הפיננסיים להתחזקות של הין והפרנק השווייצרי. לעומת זאת, כאשר החלה ההתאוששות של הבורסות בעולם, שב והתחזק הקשר השלילי בין מטבעות אלה לתשואות של אג"ח ומניות. מתאמים אלה מדגימים, באופן ברור מאוד, את הקשר האמיץ בין שוק המט"ח לבין שווקים אחרים, וכן את הצורך להביא אותם בחשבון כאשר מנסים לחזות קדימה את כיוון שע"ח.

אך גם במקרה זה יש לשים לב לנקודת המבט של "אנשי המעשה", אשר שונה מזו של אנליסטים ואנשי אקדמיה. עבור האחרונים, מדדים אלה יכולים להיות כלי לניתוח בדיעבד של הכוחות אשר פעלו על השוק. עבור אנשים המאכלסים את חדרי העסקאות, או צריכים לקבל החלטות על השקעה במט"ח, מדדים אלה הם כלי נוסף, מבין מגוון כלים, שבאמצעותם ניתן לקבל החלטות מהירות על הצפוי לגבי שע"ח.

במציאות שבה לסוחרים בחדרי העסקאות יש מעין "תקציב סיכון" שבו עליהם לעמוד, כמעט בלתי אפשרי להשאיר פוזיציה כזו פתוחה למשך זמן ארוך.

מדדים של טווח קצר

המשך ההקבלה לניתוח שנערך בפרק הקודם מחייב לציין, לצד הגורמים המבניים, גם מדדים אשר בוחנים התפתחויות של הטווח הקצר ומספקים מידע אודות התרחשויות בשוק הכסף וההון. הניתוח קושר באופן מפורש בין התפתחויות בשוקי ההון והכסף לבין שוק המט"ח בכל מדינה. המשמעות היא, שניתן לזהות סימנים שליליים בשווקים באמצעות סדרה של אינדיקטורים. בהקשר זה חייבים להזכיר את הניסיונות לבנות מדדים אשר יצביעו על הרעת התנאים בשווקים הפיננסיים. ניסיון כזה נעשה בסוף 2008 על־ידי קרן המטבע כאשר מטרת המדד שפיתחה היה לחזות ירידה בפעילות הכלכלית כתוצאה ממשבר אפשרי בשווקים הפיננסיים. מדד המצוקה כלל שבעה משתנים:

- בטא של מניות הבנקים; מתאם בין תשואות מניות אלה עם תשואות השוק;
- מרווח ה־TED; המרווח בין ריבית ה־LIBOR לבין הריבית על אג"ח של ממשלת ארה"ב;
- שיפוע עקום התשואה של אג"ח בנקאיות;
- תשואת שוק המניות;
- התנודתיות בשוק המניות;
- המרווח בין התשואה על אג"ח קונצרניות לאג"ח ממשלתיות;
- התנודתיות בשוק המט"ח

אך כאן השאלה היא אם ניתן לזהות במדד זה, או אחרים, אינדיקטורים אשר יצביעו על עלייה בהסתברות להחרפה בתנודתיות ובסיכון בשוק המט"ח? ההנחה היא, שמדדים מעין אלה יכולים לשמש כאינדיקציה לכיוון הכוחות הפועלים בטווח הקצר, אך הם מושפעים מאוד מגורמים מבניים. כלומר, ממבנה החשיפות במשק. נדגים:

- **עלייה ב־TED** – המרווח בין ריבית ה־LIBOR לבין הריבית על אג"ח של ממשלת ארה"ב – יכולה להצביע

פרנק שווייצרי ולירה בריטית - שני מטבעות שני סיכונים

שני מטבעות חשובים באירופה - הלירה הבריטית והפרנק השווייצרי - נותרו מחוץ לגוש האירו עם כינונו של האיחוד המוניטארי האירופי. שערי מטבעות אלה מול האירו יכולה ללמד על הגורמים אשר השפיעו על מערכת שע"ח של משקים מתועשים במהלך המשבר הפיננסי.

שוויץ למדה מישראל?

פרוץ משבר ה"סאב-פריים" ב-2007 לא זעזע באופן דרמטי את שער הפרנק למרות שמדובר במטבע "מממן" של עסקאות Carry trade, והוא נסחר סביב רמה של 1.6 פרנקים לאירו עם תנודות כלפי מעלה ומטה. קריסת ליהמן ברדרס כבר שינתה את התמונה לחלוטין. הפרנק אשר נתפס כ"מקלט בטוח" מפני הסערה העולמית החל להתחזק בחדות ובמהירות עד שבסוף אוקטובר 2008 העפיל לרמות של 1.45 פרנקים לאירו, זו גם הייתה רמתו במאוס 2009 למרות שהבנק המרכזי של שוויץ כבר הוריד את הריבית לטווח קצר ב-225 נקודות בסיס ל-0.5%. הבנק המרכזי השווייצרי החל להתערב במסחר במט"ח במאוס 2009, והתוצאה המיידית הייתה פחות של 5% בשער הפרנק. מאז, ועד לסוף 2009 כמעט, נותר שע"ח של הפרנק מעל לרמה של 1.5 פרנקים לאירו, כאשר לדעת "כולם" זה היה הגבול התחתון שירידה ממנו תגרור התערבות נוספת.

כדי לשמור על רמה זו של שע"ח, צריך היה הבנק המרכזי לרכוש אירו, ולעיתים הספיקו "איומים" לעשות כן. אלא ש"המשבר היווני" גרם לנהירה מחודשת אל הפרנק מה שאילץ את הבנק המרכזי לרכוש כ-200 מיליארד אירו בתוך זמן קצר. זה כבר היה יותר מדי עבור הבנק והוא הודיע בשבוע השלישי של יוני 2010 על הפסקת ההתערבות. למעשה, הבנק המרכזי של שוויץ החל להתערב במסחר במט"ח בדיוק שנה לאחר בנק ישראל. בתחילת יוני 2010 גילה הבנק השווייצרי שיתרות המט"ח של המדינה זינקו ב-50% לעומת היקפן בתחילת מאי והגיעו ל-262 מיליארד דולר. רק שש מדינות בעולם החזיקו יתרות גדולות יותר - סין, יפן, רוסיה, סעודיה, טייוואן וקוריאה הדרומית.

הלירה הבריטית - בין הדולר לאירו

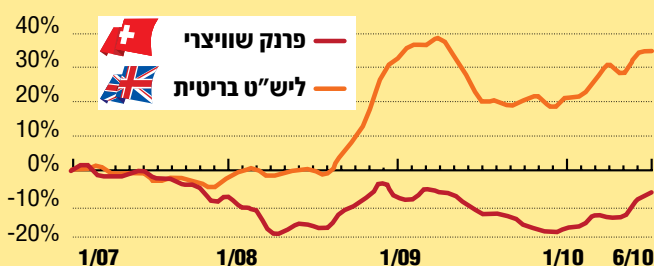
סיפורה של הלירה הבריטית בשלוש השנים האחרונות מושפע גם הוא מהתייחסות המשקיעים לנושא הסיכון. פרוץ משבר האשראי בקיץ 2007 פגע במטבע הבריטי, והפיחות שנרשם בו החרף מאוד לאחר שבנק Northern Rock הפך בספטמבר 2007 לבנק הבריטי הראשון לאחר 150 שנה אשר סבל מ"מנוסת מפקידים". שע"ח של הלירה עלה בין ספטמבר 2007 לאפריל 2008 מ-0.67 לירות לאירו ל-0.8 לירות לאירו.

גם קריסת ליהמן ברדרס הביאה לבריחה מהלירה, ושע"ח שלה לעומת האירו הגיע לכמעט שוויון (0.974 לירות לאירו) בסוף דצמבר 2008. המשבר הפיננסי לא הביא רק להתפוצצות בועת הנדל"ן בבריטניה, אלא גם חשף חלק גדול מהסיכונים הגדולים שעמם התמודדה המערכת הפיננסית הבריטית, והסיטי של לונדון בראש ובראשונה.

התאוששות השווקים הפיננסיים - שבהם תלויה באורח משמעותי הכלכלה הבריטית - הביאה לייצוב ערכה של הלירה במהלך שנת 2009 במקביל לירידה בשנאת הסיכון בשווקים. הלירה שבה והתחזקה מול האירו במהלך משבר החוב הממשלתי באירופה, מרמה של 0.91 לירות לאירו במאוס 2010 ל-0.83 לירות לאירו באמצע יוני 2010.

אלא שגם במקרה זה, תפיסת הסיכון בקרב המשקיעים היא זו אשר מניעה את שער הלירה. לעומת האירו היא נתפסת כמטבע יציב, וההיפך הוא הנכון לעומת הדולר. בסוף 2009 עמד שער הלירה על 0.59 לירות לדולר ואילו בסוף מאי 2010 כבר הגיע ל-0.69 לירות לדולר.

שינוי באחוזים בשע"ח מול דולר



מקור: X-Rates.com ובני ישראל; עיבוד: גלובס מחקרים



מט"ח לעתיד

מה שהיה לא יהיה - שוק המט"ח משנה פניו
• שווקים "מתעוררים" תופסים גובה,
עתיד הדולר האמריקני כ"מטבע העולמי"
אינו מובטח והמיזם השאפתני ששמו
אירו מצוי במצוקה קשה

הקרובות נחזה בסערות אשר יחזרו ויפקדו את השווקים כל מספר חודשים. הגורמים שעליהם מתבססת תחזית זו הם:

- קשיים של ממשלות באירופה להתמודד עם המיתון, רמות הגירעון הגבוהות ועם הירידה החדה באמון השווקים בכושר הפירעון של חלק מחברות גוש האירו;
- בעיית החוב הציבורי התופח במרבית המדינות המתועשות;
- האפשרות שמשקים "חלשים" יוכרזו כחדלי פירעון. גורמים אלה עלולים להגביר את הלחצים בשוק הכסף הגלובלי, להקשות על גלגול חובות לטווח קצר מאוד, להחריף את סיכון הנזילות וליצור חשש מפני חשיפה למוסדות פיננסיים אשר עלולים להיקלע לבעיות נזילות. תהליך זה יתבטא בפועל בהרחבה של מרווחי הריביות (עלייה ב-TED) ובציפיות לתנודתיות בשוק המניות (עלייה ב-VIX).

אפשר לטעון, אם כן, כי גם אם המערכת הפיננסית תהיה רחוקה בשנים הקרובות מ"תנאי הקיצון" של שלהי 2008, הרי שבאותה מידה היא תהיה רחוקה גם מהתנאים של 2007-2004.

שיקולי מסחר במציאות משתנה

תרחיש הסערות התכופות בשווקים הפיננסיים יתורגם בשוק המט"ח לקשיים לסכם עסקאות החלף (אפילו לטווח קצר), לגלגל חובות במט"ח לטווח קצר, וכן להגברה של התנודתיות בתקופות של מצוקה בשוקי הכסף וההון. בסביבה כזו תחול עלייה בשנאת הסיכון ושיקולי טווח קצר ישלטו בתהליכי קבלת ההחלטות. משמעות התרחיש היא, שאחת לתקופה מסוימת תתגבר שוב התופעה של סגירה מהירה של פוזיציות מלווה בהיפוכים תכופים בכיווני המסחר. בפועל, בנקים, גופים מוסדיים ושחקני מט"ח אחרים יקבעו שערים של הגבלת הפסד אשר ישקפו שנאת סיכון חריפה יותר מאשר בתקופה שקדמה למשבר, ויגלו נכונות לסגור פוזיציות במהירות גדולה יותר. גם השער שבו יממשו רווחים יושפע מהתנודתיות החריפה יותר, כאשר משקיעים וסוחרים יעדיפו לממש רווחים במהירות גבוהה יחסית. התופעה המתוארת בפסקה לעיל רלבנטית גם כאשר אותן נקודות הגבלת הפסד נקבעות על-סמך נקודות תמיכה /

רק זה יוקדש לניתוח אחרית המשבר הפיננסי האחרון ועתיד שוק המט"ח. הטענה המרכזית היא, שההתפתחויות בשלוש השנים האחרונות יוצרות שינוי מבני – אשר יתואר בהמשך – בדרך פעולת השווקים הפיננסיים, כולל שוק המט"ח. כללי המשחק במערכת הפיננסית לא יהיו דומים לכללים אשר שררו עד 2007, ולא לתנאים אשר שררו בגאות של 2004-2007.

כאשר מנסים לצפות את המגמות הצפויות בשווקים הפיננסיים השאלות הרלבנטיות הן:

- האם ישררו בשווקים אלה תנאים של רגיעה יחסית?
- מה תהיה התכיפות של תנודתיות חריפה ו/או ירידה בנזילות בשווקים?

בשלושת הרבעונים האחרונים של 2009 נרשמה התאוששות בשווקים הפיננסיים. המחזורים בשוק המט"ח גדלו¹, מחירי נ"ע עלו במהירות ושנאת הסיכון פחתה במידה כזו שאסטרטגיית Carry trade שוב תפסה חלק לא קטן מנפח המסחר במט"ח. לעומת זאת, התנאים במחצית הראשונה של 2010 כבר היו שונים לחלוטין. אם לשפוט על-פי האירועים הכלכליים בחודשים הראשונים של 2010, נראה שיהיה יותר נכון להניח כי בשנים

חוב חיצוני ברוטו* - הכלכלות הגדולות

בעולם** וישראל

(במיליארדי דולרים)

רבעון 4/2009	רבעון 3/2009	רבעון 2/2009	רבעון 4/2008	
13,767	13,671	13,454	13,749	ארה"ב
2,127	2,215	2,131	2,230	יפן
5,131	5,278	5,169	5,158	גרמניה
5,234	5,222	5,021	4,935	צרפת
9,153	9,294	9,150	9,106	בריטניה
91	90	85	87	ישראל

* חוב כלל הממשק לחו"ל כולל מחשלה, בנקים וכו' ** נתוני סין חסרים
 מקור: BIS

מיפוי שיקולים של טווח ארוך

הניתוח הדגיש עד כה את הטווח הקצר, במיוחד בתקופה של סערות תכופות בשוק המט"ח. אלא ששיקולי טווח ארוך וגורמי בסיס לא נעדרים בשום מקרה מהדרך שבה פעילים בשוק המט"ח מגבשים את דעותיהם על מגמות בשוק. כדי להדגים זאת, נבדוק כיצד אותם גורמי בסיס מעצבים את מערכת שער"ח בעולם.

ביקוש גובר למטבעות "חזקים"

קשיים תקציביים במדינות מסוימות ואיתנות פיננסית של משקים אחרים יגרמו לשחקנים בשוק המט"ח לשים דגש רב יותר על המדיניות הכלכלית של המדינות השונות. מנקודת ראות המשקיעים – קרנות השקעה, משקיעים מוסדיים ומשקיעים פרטיים – איתנות פיננסית ודפוס המדיניות הפיסקאלית יהפכו לקריטריונים מרכזיים בבואם להעריך את רמת הסיכון הגלומה במשקים השונים, ובפרט באג"ח הממשלתיות שלהם.

שיקולים אלה יהפכו לגורם רב-משקל בקביעת זרמי ההון, במיוחד לטווח קצר, בין מדינות העולם. התהליך מעורר בעיות לא קטנות בקרב המדינות – בהן ישראל – הקולטות את זרמי ההון:

- ראשית, נוצר לחץ להתחזקות המטבע המקומי שלהן, לפעמים מעבר למה שעשוי להיחשב לשיווי משקל של הטווח הארוך תוך פגיעה קשה בייצוא. המקרה הישראלי רלבנטי מאוד בהקשר זה, שכן מדובר במשק פתוח אשר תלוי במידה מכרעת בייצוא סחורות ושירותים, ועלול להיפגע מייסוף יתר של השקל;
- שנית, ייבוא הון לטווח קצר יכול להניע תהליך של הרחבת יתר של האשראי תוך עלייה בסיכון אשראי ופגיעה ביציבות הפיננסית של המשק.

משטר שער חליפין משנה צורה

כתוצאה ממגמות אלה צפוי לצמוח משטר שער"ח חדש או במילים אחרות, אימוץ כללי משחק חדשים. מסוף שנות ה-90, המודל של שער"ח נייד והסרת פיקוח על תנועות הון נחשב לתקן רצוי של התנהגות ממשלה, גם אם בפועל היו לא מעט מדינות אשר סטו ממנו. לאחר 2007, הולך ומתגבש תקן שונה, סובלני הרבה יותר כלפי התערבות ופיקוח.

התנגדות של הניתוח הטכני. עתות משבר בשווקים הפיננסיים, דוגמת המצב ברבעון הרביעי של 2008 או ברבעון השני של 2010, יוצרות תנועה מהירה מאוד של שער"ח אשר חורגים מנקודות תמיכה והתנגדות ככל שמידע חדש מגיע למשקיעים ולפעילים בשוק.

נציין, כי גם שינויים לא צפויים במשתני בסיס – שיידונו בפסקה הבאה – דוגמת גירעון תקציבי, גירעון בחשבון השוטף והיקף החוב הציבורי, משפיעים על קבלת החלטות גם כאשר אלה מתבססות על ניתוח טכני. לדעת שחקנים אשר עושים שימוש בניתוח טכני, הדוגמה הבולטת להשפעה של גורמי בסיס היא אותן נקודות תמיכה/התנגדות "היסטוריות" – המשמשות מעין "גבולות" שבמסגרתם נקבעים השערים היומיים במסחר בין זוג מטבעות על-פני תקופה ארוכה – אשר משקפות את הגורמים המבניים הקובעים את שער"ח.

מנקודת המבט של המצדדים בניתוח הטכני, פריצה של נקודות תמיכה/התנגדות של הטווח הקצר היא תופעה נפוצה, במיוחד במשברים. לעומת זאת, פריצה של נקודות "היסטוריות" נדירה יותר ובעלת משמעות רבה, שכן היא מבשרת שהשוק "מבין" שחל שינוי מבני בגורמי הבסיס, ומכאן שתהיה האצה בתנועה כלפי מעלה או מטה של שער"ח.

גירעון בחשבון השוטף בכלכלות הגדולות בעולם ובישראל

(במונחי תוצר)

	2011	2010	2009	2008	
-3.4	-3.3	-2.9	-4.9		ארה"ב
-0.2	-0.3	-0.6	-1.5		גוש האירו
2.4	2.8	2.8	3.2		יפן
6.5	6.2	5.8	9.4		סין
5.6	5.5	4.8	6.7		גרמניה
-1.8	-1.9	-1.5	-2.3		צרפת
-1.6	-1.7	-1.3	-1.5		בריטניה
3.7	3.9	3.7	0.7		ישראל

מקור: IMF

קוריאה הדרומית - בין עוצמה אסיינית לרגישות לסיכון

ממשלת קוריאה הדרומית הודיעה בתחילת יוני 2010, שהיא בוחנת דרכים להקטין את התנודות בערך הוון. למעשה, הכוונה היא לבחון דרכים להקטין את זרמי ההון לטווח קצר אשר גורמים לתנודות רבות בערך המטבע הקוריאני, מה שמקשה על המגזר הלא-פיננסי, בעיקר תעשיות הייצוא. הודעת הממשלה התקבלה על ידי המשקיעים כהקדמה להנהגת פיקוח על זרמי הון לטווח קצר, בין אם בדרך של הגבלות מנהליות, ובין אם בדרך של הטלת מסים על ייבוא הון לטווח קצר.

מאז תחילת שנות ה-2000, כאשר קוריאה הסירה את ההגבלות על תנועות הון וניידה את המטבע, הלכה וגברה התלות של ש"ח של הוון בהתפתחויות בשווקים הפיננסיים, בקוריאה ומחוצה לה. המטבע הקוריאני התחזק מכ-1300 וון לדולר באפריל 2001 ל-900 וון לדולר באוקטובר 2007. המשבר ומצוקת הנזילות הדולרית גרמו לפיחות מהיר מאוד, ושער החליפין עלה לרמות שיא של 1600 וון לדולר באפריל 2009, אך הוון שב והתחזק ככל ששווקי ההון התאוששו, והגיע לרמות של 1100 וון לדולר בסוף 2009.

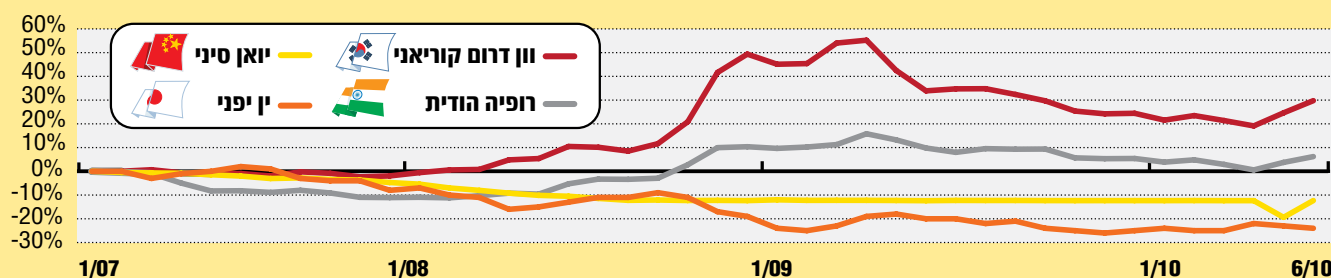
למעשה, סוחרים בשוק המט"ח הקוריאני מגבשים ציפיות לגבי כיוון השער, בין היתר, על-סמך התשואות בבורסה המקומית, מתוך הנחה שהדבר מבטא את

זרמי ההון אל קוריאה וממנה.

בדומה לישראל, גם קוריאה הדרומית רגישה מאוד להתפתחויות גיאופוליטיות, כאשר היחסים עם קוריאה הצפונית מעלים את המתח בשווקים ומשפיעים על שער החליפין. כמו ישראל, ובניגוד למשקים מתועשים ומתעוררים אחרים, היצואנים המקומיים, ובעיקר משקיעים מוסדיים, מגדרים כמעט כל עסקה במט"ח, בעיקר באמצעות חוזי אקדמה מול הבנקים המקומיים. הבנקים מצידם מכסים את עצמם באמצעות שוק ההחלף, ובדרך זו הם סוגרים את חשיפתם. אלא שכאשר יש מצוקה בשוק הנזילות הדולרית, הבנקים שוב חשופים, והדבר יוצר לחץ לרכישת דולרים על-ידי הבנקים בשוק הספוט, ולחץ כלפי מעלה על שער החליפין.

הוון הוא מטבע רגיש מאוד לעלייה בתנודתיות ובשנאת סיכון, כפי שהדבר בא לידי ביטוי במדד ה-VIX. יש מתאם חיובי בין עלייה ב-VIX לבין פיחות של הוון הקוריאני. זאת, על אף שהיתרות של הבנק המרכזי בקוריאה גדלו להיקף של יותר מ-220 מיליארד דולר, מה שהיה אמור להפיג חששות מפני משבר נזילות. לכן, כאשר פרץ המשבר בגוש האירו, וה-VIX עלה, הדבר התבטא בפיחות של הוון, אשר הגיע בתחילת יוני לרמות של 1250 וון לדולר. תרמה לכך גם המתיחות הביטחונית עם קוריאה הצפונית.

שינוי באחוזים בש"ח של מטבעות נבחרים באסיה מול דולר ארה"ב



מקור: X-Rates.com ובני ישראל; עיבוד: גלובס מחקרים

בסוף 2008. כפי שהודגש בפרק הקודם, בנקים מסחריים רבים בעולם מצאו עצמם חשופים לסיכונים נזילות במט"ח במהלך המשבר (במיוחד בדולרים) והבנקים המרכזיים מצדם נזקקו לנכונות של הפדרל ריזרב להעמיד לרשותם דולרים כדי למנוע קריסה של המערכת הבנקאית. גם אם הסדרים אלה יופעלו שוב בעתיד, ממשלות ובנקים מרכזיים יהיו חייבים לבנות הגנה נוספת ובלתי תלויה ברצון הטוב של גורמים זרים, ומכאן נובעת החשיבות של בניית יתרות בהיקפים גדולים. שיקולים אלה תקפים גם במקרה של ישראל אשר העלתה את רמת יתרות המט"ח מאז פרוץ המשבר מ-30 מיליארד דולר לכ-65 מיליארד דולר.

שיתוף הפעולה הבינלאומי צובר תאוצה
 הרצון לבנות יכולות עצמאיות להתמודדות עם משברי נזילות במט"ח אינו מונע קיום של ערוצים לשיתוף-פעולה

שינוי בנכסים ובהתחייבויות של בנקים חול

כלל המדינות

(במיליארדי דולרים; בשע"ח רבעוניים קבועים)

נכסים חול כל המדינות

סך הכל נכון לדצמבר 2009	רבעון 4/2009	רבעון 3/2009	
11,853	2	154	נקובים בדולר
11,551	-271	-182	נקובים באירו
1,042	-102	-84	נקובים בין
5,599	-14	-154	מטבעות נוספים
30,045			סך הכל

התחייבויות חול כל המדינות

סך הכל נכון לדצמבר 2009	רבעון 4/2009	רבעון 3/2009	
12,260	72	195	נקובות בדולר
9,341	-174	-194	נקובות באירו
914	-113	-62	נקובות בין
5,579	-70	-143	מטבעות נוספים
28,095			סך הכל

מקור: BIS

למעשה, ממשלות ובנקים מרכזיים במדינות המקבלות זרמי הון לטווח קצר רואים עצמם מחויבים למתן את ההשפעות השליליות שצוינו בשני מישורים:

• **מישור שע"ח** – התערבות בשוק המט"ח והגדלת יתרות המט"ח בדומה למה שעושה בנק ישראל מאז מארס 2008;

• **מישור החשיפות והגברת היציבות** – רשויות הפיקוח ינהיגו הסדרים שימנעו מזרמי הון לטווח קצר לגרום לעלייה מסוכנת באשראי במטבע מקומי או במט"ח, או לעלייה בחשיפה לסיכון של גופים פיננסיים אשר תערער את יציבותם הפיננסית. דוגמאות לצעדים אלה הן הגדלת דרישות ההון, הגבלות שונות על מתן אשראי כשיעור מהנכסים שמשמשים כביטחונות, ודרישות מגופים מוסדיים להקטנת חשיפות לסיכונים אשראי ולסיכונים שוק.

אם צעדים אלה לא יצליחו לבלום את ההשלכות השליליות של זרמי ההון, עלולות מדינות לנקוט מהלכים קיצוניים אף יותר, דוגמת הטלת מסים על ייבוא הון לטווח קצר. בשורה התחתונה, משקיעים ושחקנים בשוק המט"ח יצטרכו להתאים את עצמם למה שניתן לכנות משטר חדש בשוק המט"ח. פירוש הדבר הוא, שכל החלטה להשקיע במטבע "חזק" צריכה להביא בחשבון התערבות של הבנק המרכזי או תשלום מס בעת כניסת המט"ח לאותו משק.

צריך לזכור, כי תהליכי ההתערבות והפיקוח יתרחשו במקביל לתביעות לרגולציה הדוקה יותר על השווקים הפיננסיים באופן כללי. דרישות אלה יתורגמו להנהגת כללי דיווח מקיפים הרבה יותר לגבי חשיפות ומדידת סיכון של מכשירים נגזרים, כולל חוזים, אופציות ומכשירים מובנים בשוק המט"ח. מסלקות אשר ירכזו מידע על חשיפות וסיכון, במערכת כולה, יונהגו בכל משק כמעט, ותהיה הרבה פחות סובלנות כלפי עסקאות מעבר לדלפק (OTC).

חומת המגן של יתרות המט"ח

הגדלת יתרות המט"ח של מדינות שונות, כפועל יוצא של התערבות בשוק המט"ח, משקפת הן את רצון למנוע ייסוף של המטבע המקומי, והן גם יישום של לקחים שנלמדו במהלך המשבר שהחל בשנת 2007, והגיע לשיאו

המזרחית להגדלת חלקן בתהליכי קבלת החלטות במסגרת פורומים בינלאומיים².

עם זאת, למשקיעים אין ודאות בנוגע לעוצמת הגידול היחסי בחלקו של כל משק ומשק, ויחלופי זמן עד אשר תורגש מלוא ההשפעה של השינוי המבני בחלוקת העוצמה הכלכלית העולמית. פירוש הדבר הוא, ששוק המט"ח עומד לעבור כברת דרך ותקופה ארוכה עד אשר "תגלה" אותו שינוי משקל חדש.

אך מה יכלול "הגילוי"? האם, למשל, ממשלות יגדילו את משקל המטבעות של משקים "מתחזקים" ביתרות המט"ח שלהן? מהלך כזה, אם יתרחש, יאיץ מאוד את תהליך ההתחזקות של אותם מטבעות ויותר את המשקיעים עם שאלה לגבי העוצמה היחסית של לחצים אלה אל מול ההתנגדות של ממשלות ובנקים מרכזיים לתהליך ייסוף המטבע המקומי.

עתיד הדולר ומדיניות "דוד סם"

בניתוח שינויים במערך הכוחות הכלכליים חשוב לדון בשאלת עתיד הדולר האמריקני ומעמדו במערכת הפיננסית הגלובלית ובשוק המט"ח הבינלאומי. הדולר משמש הן כאמצעי תשלום בסחר הבינלאומי, והן גם כמטבע של חוזים בינלאומיים, כאשר על-פי הדו"ח התלת-שנתי של BIS ב-2007, כ-86% מכל העסקאות במט"ח כללו את הדולר. הדולר הוא גם המטבע המועדף על משקי-בית רבים בעולם להחזקת יתרות מזומן במט"ח. בסוף מארס 2009 הוחזקו כ-580 מיליארד דולר בשטרות בערכים שונים מחוץ לארה"ב, כ-65% מסך השטרות³.

הפסימיים - הדולר עתיד לאבד גובה

אחד הנושאים אשר צצים כל כמה שנים, ובתדירות גבוהה יותר לאחר המשבר של 2008, הוא השאלה של ירידה צפויה במעמד הדולר - כן או לא. הסבורים כי הדולר צפוי לאבד את מעמד הבכורה מונים מספר סיבות לכך:

ראשית, עלייה חדה אפשרית בתשואות אג"ח של ממשלת ארה"ב בגין הגירעון התקציבי הגדול עלולה להסב הפסדי הון ניכרים למחזיקי האג"ח, כאשר בנוסף, הגירעון בחשבון השוטף עלול לשחוק את ערך הדולר אם יהיה פחות. מכיוון שהיתרות הדולריות של מדינות רבות מושקעות באג"ח של ממשלת ארה"ב, הסיכון הטמון

בינלאומי. שיתוף-פעולה זה הוכח כחיוני במהלך חלקיו הקשים יותר של המשבר, וככל שחלף הזמן התמסדו ערוצים שונים להידברות בתוך קרן המטבע הבינלאומית ובתוך מסגרות אחרות כמו קבוצת 20 המשקים הגדולים (G-20).

מנקודת ראות המשקיעים, המשמעות היא שבניגוד לעבר התערבות מתואמת של מספר מדינות הופכת לכלל, ולא ליוצא מן הכלל. כך למשל, שחקנים בשוק הדולר/אירו החליטו מספר פעמים במהלך המשבר הפיסקאלי באירופה, לסגור פוזיציות כאשר החלו לחשוש מהתערבות מתואמת של הבנקים המרכזיים החשובים בעולם נגד הדולר.

"מתעוררים" לחיים: שינוי במפת שע"ח

לצד שינוי משטר שע"ח בשנים הקרובות, צפויות מספר סוגיות אסטרטגיות - אשר ישפיעו מאוד על שיקולי המשקיעים ועל דרך קבלת ההחלטות שלהם - להגיע לכדי הכרעה. כך למשל, קיימת ציפייה שמערכת שע"ח הגלובלית תשתנה בשנים הקרובות, או בחודשים הבאים, כדי לתת ביטוי למערך הכלכלי החדש אשר יתגבש בעקבות המשבר.

המערך החדש צפוי לשקף את המשקל הגדל שתופסים משקים "מתעוררים" בכלכלת העולם, ולהתבטא בגידול בהיקפי הסחר וההשקעות אשר יופנו אליהם ושינוי מהותי בהשפעתם על סדר היום הכלכלי העולמי. אם נתרכז באסיה לבדה, משקל היבשת בתוצר הגלובלי אמור לגדול, על-פי קרן המטבע, מ-25% ל-40% בתוך שני עשורים. הצפי כבר גורר תביעות של ממשלות באסיה

חמשת המטבעות הסחירים ביותר

(נתח שוק מהמחזור היומי ל-2007)

נתח מסך המסחר		
86%		דולר ארה"ב
37%		אירו
16.5%		יאן
15%		ליש"ט
6.8%		פרנק שווייצרי

מקור: BIS

3 מט"ח לעתיד

אחד מהמטבעות אשר אמור היה להתחרות עם הדולר על נתח ביתרות המט"ח. אולם משבר החוב הממשלתי במדינות האיחוד המוניטארי האירופי ערער את תקפות הטענה, גם אם מביאים בחשבון את ההיחלצות של ממשלות אירופה להצלת יוון, והתמיכה של הבנק המרכזי האירופי באירו עצמו בחודשים מאי ויוני 2010. **שלישית**, גם אם ממשלת ארה"ב תצליח לצמצם את הגירעון בחשבון השוטף ל-3%-4% מהתוצר, הרי שהחוב החיצוני ימשיך להתרחב ויעמיד את מקבלי החלטות במדינות אחרות בפני השאלה אם רמת החוב האמריקני לחו"ל בת-קיימא. לעת עתה, תשובה שלילית לשאלה נראית רחוקה⁵, אך סביר לצפות שהממשלות לא ימתינו עד להתגשמות התרחיש השלילי, אלא יתחילו בהדרגה ובאיטיות בצמצום משקל הדולר ביתרות שלהן.

בעליית התשואות אמור להניע ממשלות להחליט על הקטנת משקל הדולר ביתרות כדי להקטין סיכון זה. אפשר שמכירת האג"ח הממשלתיות על-ידי מדינות שונות – קרי סין, מדינות מפתח בדרום-מזרח אסיה ומפיקות הנפט במזרח-התיכון – תממן קנייה של ני"ע אחרים נקובים בדולרים, כך ששע"ח של הדולר לא יושפע. אולם אם יחליטו מדינות להקטין את משקל הדולר ביתרות, הרי שהדולרים ממכירת אג"ח ארה"ב יומרו למטבעות אחרים שבהם נקובים ני"ע החלופיים⁴. תהליך זה ישפיע מאוד על מערכת שע"ח העולמית ובפרט על שע"ח של הדולר מול המטבעות שמשקלם יעלה. **שנית**, יש הטוענים שמשקל הדולר ביתרות המט"ח בעולם צריך לרדת במקביל לעלייה במשקל של המטבעות של הכוחות הכלכליים העולים. עד לתחילת 2010 היה האירו

סין – לשחרר את היואן 2

הרפורמה הקודמת במדיניות שע"ח, שהוכרזה ביולי 2005, אז נטשה סין את משטר שע"ח הקבוע לטובת משטר שע"ח של "ניוד מנוהל", וקבעה כי ניהול שע"ח יבוצע ביחס לסל מטבעות. היואן הגיב בהתחזקות של 2.1%, כאשר בין 2005 ל-2008 התחזק ב-21% לרמה של כ-6.83 רנמינבי לדולר. נציין, כי כמחצית מהייסוף נרשמה בין נובמבר 2007 לאפריל 2008.

לאחר קריסת ליהמן ברדרס השתנתה התמונה, כאשר בשל חשש מפני מיתון עמוק וממושך בכלכלה העולמית נעצר הייסוף של המטבע הסיני. אז גם החל תהליך דיפלומטי בין סין לבין מדינות ה-G-20 אשר תבעו מסין לתרום לצמצום חוסר האיזון הגלובלי באמצעות ייסוף המטבע והגדלת הצריכה הפרטית.

עתה נשאלת השאלה עד כמה יספק המהלך הסיני האחרון את הממשל והקונגרס בווינגטון. הממשל מצדו התחייב ביולי 2010 לעקוב אחרי ההתפתחות של שע"ח של היואן כדי לבחון עד כמה סין עומדת בהתחייבותיה לאפשר ייסוף. מיד לאחר הודעת סין נרשם ייסוף של כאחוז אחד ברנמינבי, ושע"ח נקבע בתחילת יולי סביב 6.78 רנמינבי לדולר. יש להניח, כי שער זה ישמש כבסיס לתביעות חדשות מטעם ארה"ב לייסופים נוספים של היואן.

ב-19 ביוני 2010 הכריזה ממשלת סין על נכונות להגמיש את מדיניות שע"ח ולאפשר התחזקות של היואן (רנמינבי) לעומת הדולר האמריקני. באופן רשמי מדברת ההודעה הסינית על המשך הרפורמה במדיניות שע"ח אשר תתבטא בהגמשת תנועותיו של המטבע הסיני.

ההודעה הסינית הייתה "אמצעי מנע" נגד כוונות בקונגרס האמריקני להטיל על הייבוא מסין הגבלות מנהליות נוכח המדיניות הסינית להצמיד את ערך היואן לדולר ולמנוע, בפועל, את התחזקותו של היואן. למעשה, מגבעת הקפיטול, הבית הלבן, וגם במדינות מתועשות אחרות להוציא ארה"ב, נשמעים זה זמן רב קולות הטוענים שהיואן מוחזק ברמה נמוכה בהרבה מערכו האמיתי, דבר אשר יוצר חוסר שיווי משקל במערכת הכלכלית הגלובלית בכלל ובזרמי הסחר בפרט.

סין מצידה טענה כי היא אינה אשמה במצב וכי פעלה למנוע פגיעה בייצוא ובהתרחבותו המהירה. נציין, כי המהלך נעשה בכל זאת תוך שמירה על איזון עדין עם הדרישות האמריקניות כדי למנוע סנקציות מצד הממשל והקונגרס.

רפורמת 2005 והתחזקות היואן

הודעתה האחרונה של סין באה כחמש שנים לאחר

בדולרים (במיוחד לטווח ארוך) – בשל הסחירות הגבוהה של השוק לנכסים דולריים ומשקל המשק האמריקני – הם ייחשפו לסיכונים נזילות. זאת, מאחר שהם מממנים את הרכישות באמצעות הלוואות דולריות, לעתים קרובות לטווח קצר יותר מאשר הנכסים הדולריים הנרכשים.

חוסר ההתאמה בין אורך חיי הנכסים וההתחייבויות יחייב את השחקנים להחזיק כריות ביטחון של נזילות דולרית – בין אם הדבר יהיה פרי החלטתם ובין אם הדבר ייכפה עליהם על-ידי הרגולציה הפיננסית. מכאן, שצפויה חשיבות רבה להחזקת יתרות דולריות על-ידי בנקים לא אמריקניים;

שלישית, גם אם תתקבל החלטה לגוון את יתרות המט"ח, הביצוע יהיה הדרגתי מאוד מכיוון שהמחזיקות הגדולות של אג"ח ארה"ב – ממשלת סין, אסיה ומדינות במזה"ת – לא ירצו לגרום לירידת מחירים חדה של נכסים אלה.⁶

רביעית, על-פי אומדנים, 89 מדינות ניהלו מדיניות שע"ח של הצמדה לדולר.⁷ כמו כן, על-פי קרן המטבע כשני-שלישים מיתרות המט"ח העולמיות מוחזקים בדולרים.

עתיד הדולר והכוחות "המתעוררים"

מעמד הדולר קשור גם למערך המשתנה של הכוחות הבינ"ל קרי, לעליית המעמד של מספר משקים איתנים יחסית בכלכלה הגלובלית. בחלק מהמקרים מדובר במשקים קטנים יחסית, אך במקרים אחרים – דוגמת ברזיל, קנדה, אוסטרליה, מדינות אסיה ובראשן סין והודו – מדובר במשקים גדולים עם השפעה רבה יחסית על הכלכלה הגלובלית.

אלא שיש בעיה לא קטנה בנוגע למכנה משותף פוטנציאלי של אותן מדינות אשר המטבעות שלהם אמורים להיכלל בתיקי המשקיעים בשוק המט"ח או ביתרות של מוסדות פיננסיים ומדינות שונות. בשנים שקדמו למשבר היה נהוג להזכיר את ברזיל, רוסיה, הודו וסין (מדינות ה-BRIC) כמשקים אשר חשיבותם תלך ותגבר וכמקור של הזדמנויות השקעה. אלא שמאז התברר שההתפתחויות בארבע מדינות אלה שונות מאוד.

רוסיה נפגעה במידה משמעותית מהמשבר אשר פרץ

רביעית, הגדלת היקף מכשירי הנזילות שמספקת קרן המטבע הבינ"ל יכולה לגרור ירידה הדרגתית במשקל הדולר ביתרות. מאז 1969 הקרן מספקת למדינות נזילות בדמות "זכויות משיכה מיוחדות" (SDR) אשר יכולות להיכלל ביתרות שלהן. זכויות ה-SDR מתבססות על סל מטבעות עיקריים ולכן הגדלתן יכולה לאפשר הורדה מהירה יותר של משקל הדולר ביתרות תוך פחות איטי ומבוקר של המטבע האמריקני. יש לציין, כי זו החלטה אשר צריכה להתקבל בהסכמת המדינות החברות בקרן המטבע, דבר שהופך את הסוגיה לפוליטית ומאריך את תהליך קבלת החלטות.

האופטימיים – הדולר יישאר מספר אחד

מנגד לטוענים כי הדולר ייאבד את מעמדו, יש הסבורים שישנן סיבות שבגינן ישמור הדולר על מעמד הבכורה שלו:

ראשית, הדולר ממשיך להיות מקלט שאליו פונים המשקיעים בעתות סערה. תכונה זו חייבת להבאה בחשבון בכל דיון על עתידו של המטבע, שכן היא מהווה תמריץ לשמירה על יתרות דולריות בידי משקיעים פרטיים ומוסדיים.

שנית, שוקי ההון והכסף האמריקניים הם הנזילים ביותר בעולם. כל זמן שבנקים מחוץ לארה"ב ירכשו נכסים נקובים

צמיחה כלכלית בכלכלות הגדולות

בעולם ובישראל

(שיעור שינוי לעומת שנה קודמת; תחזיות מוצללות)

2011	2010	2009	2008	
2.6	3.1	-2.4	0.4	ארה"ב
1.5	1.0	-4.1	0.6	גוש האירו
2.0	1.9	-5.2	-1.2	יפן
9.9	10.0	8.7	9.6	סין
1.7	1.2	-5.0	1.2	גרמניה
1.8	1.5	-2.2	0.3	צרפת
2.5	1.3	-4.9	0.5	בריטניה
3.5	3.2	0.7	4.0	ישראל

מקור: IMF

מעבר לעצם הירידה בערך האירו, יש לא מעט אנליסטים אשר מנבאים את סופו הקרוב של האירו או לפחות נטישה של חלק מהמדינות את המטבע האחד. המכריזים על קריסת האיחוד המוניטארי האירופי מונים כמה סיבות שיגרמו לכך:

ראשית, האיחוד מחייב מתן עזרה למדינות הגוש אשר נקלעו למצוקה, כאשר עיקר הנטל מוטל על הכלכלות הגדולות – גרמניה וצרפת. ספק רב אם משלמי המסים במדינות אלה יסכימו לממן לאורך זמן את הגירעונות התקציביים של מדינות אחרות. וכך, משבר באחת מהמדינות החלשות – פורטוגל, אירלנד, איטליה או ספרד – יוביל לסופו של האירו.

יתר על כן, גם אם המשבר הנוכחי יחלוף, עדיין תרחף מעל פני היבשת סכנה של משבר פיסקאלי, כאשר מצד אחד ללא פיקוח פיסקאלי הדוק מיזם האירו לא יחזיק מעמד לאורך זמן, ומצד שני, הסיכוי שממשלות יסכימו לויתור כזה על ריבונותן אינו גדול.

שנית, הקיצוצים הנדרשים מהמדינות שבמצוקה יובילו אותן למיתון חריף מאוד ויתרמו לעלייה חדה באבטלה. החלופה היחידה של מדינות אלה, על-פי כמה אנליסטים, היא נטישה של האירו ובחירה בתמהיל של מדיניות מוניטארית מרחיבה וקיצוצים הדרגתיים בתקציב תוך הגדלת רמות החוב. תמהיל מדיניות כזה איננו אפשרי במסגרת גוש האירו, ומכאן הצורך לעזוב את מסגרת האיחוד המוניטארי.

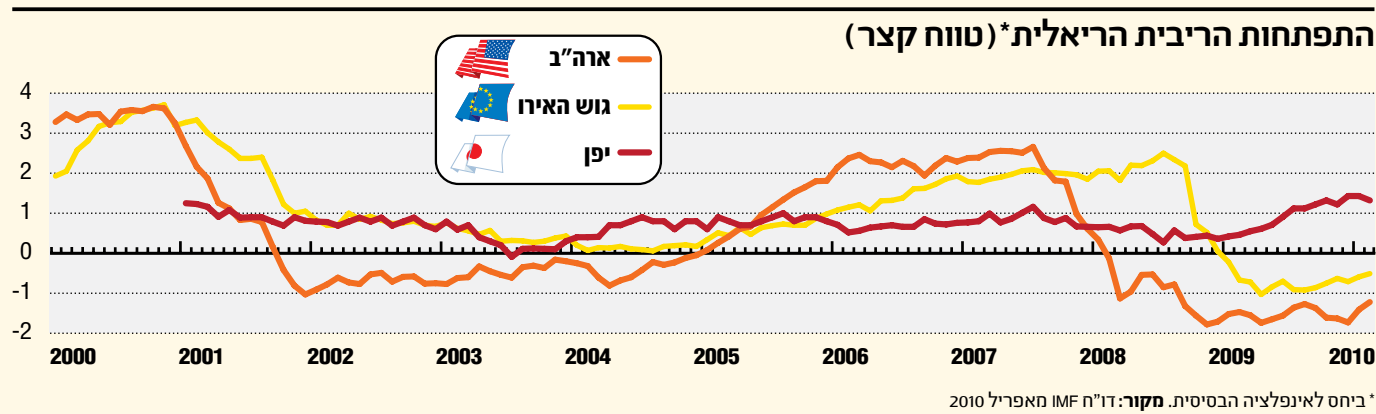
שלישית, חוסר היכולת הפוליטית של מדינות המצוקה

ב-2007, בשעה ששלושת המשקים האחרים נפגעו פחות. עם זאת, במקרה של סין התעורר צורך בתוכנית סיוע בהיקף 600 מיליארד דולר, ואילו ברזיל צלחה את המשבר הודות למערכת בנקאית איתנה יחסית. כמו כן, במקרה הסיני מונעת המדיניות הממשלתית את הייסוף של היואן (ראו תיבה); הודו שומרת על מגבלות מסוימות על ייבוא הון, וגם ברזיל החלה לפסוע בכיוון זה והטילה באוקטובר 2009 מס על ייבוא של הון להשקעה בבורסה.

התיאור ממחיש את העובדה שאין די בגודל המשק כדי לשייכו מיידית לקבוצה של מדינות בעלות מאפיינים משותפים. למעשה, מטבעות של משקים "גדולים" נתונים להשפעות שונות בתכלית. כך למשל, הדולר הקנדי והדולר האוסטרלי יהיו מתואמים מאוד עם שינוי במחירי הסחורות בעולם, אך בעוד שכלכלת קנדה מושפעת מאוד מהפעילות הכלכלית בארה"ב, אוסטרליה רגישה הרבה יותר לאירועים כלכליים בסין.

אירו במצוקה: לקראת סוף הגוש?

11 שנים לאחר השקתו (ב-1999), האירו, המטבע האחד של חלק ממדינות האיחוד האירופי, מתמודד עם המשבר החמור בתולדותיו. באמצע דצמבר 2009 נסחר המטבע האירופי סביב כ-1.50 דולר לאירו, ואילו במרוצת ששת החודשים הבאים איבד כרבע מערכו ונסחר סביב כ-1.25 דולר לאירו, קצת מעל לרמה של 1.2 דולר לאירו, אשר נחשבת בעיני מנתחים טכניים רבים כקו תמיכה לטווח ארוך.



עם זאת, יש לזכור כי האירו אינו מיזם כלכלי גרידא, אלא גם מיזם פוליטי בעל חשיבות אסטרטגית ראשונה במעלה עבור חלק ממדינות אירופה, ובראשן גרמניה וצרפת. זהו מיזם שבו הושקעו מאמצים וכספים רבים מאוד, ולא ברור אם העלות הפוליטית-כלכלית-חברתית של קריסתו תהיה קטנה מהמשך קיומו. לכן, ניתן להעלות השערה שלפיה האירו ימשיך להתקיים, לפחות בשנים הקרובות. מעבר לטווח זמן זה, עצם קיומו של האירו נותר שאלה פתוחה.

האירו בטווח הקצר

האירו נסחר ביוני 2010 ברמות הקרובות ל-1.2 דולרים לאירו אחד, פיחות של כ-15% מתחילת השנה. רמה זו התקבעה בתודעת משקיעים רבים כמעין "קו הגנה" של המטבע האירופי. למעשה, גם אם המטבע האחד לא יקרוס, ניתן להניח כי המשך הירידה בערכו תהיה תלויה, בין היתר, בהתפתחויות בתחום המדיניות הפיסקאלית. שילוב של התערבות חוזרת מצד ממשלות אירופה כדי להציל משקים במצוקה, לצד הסדרי חוב לאג"ח של

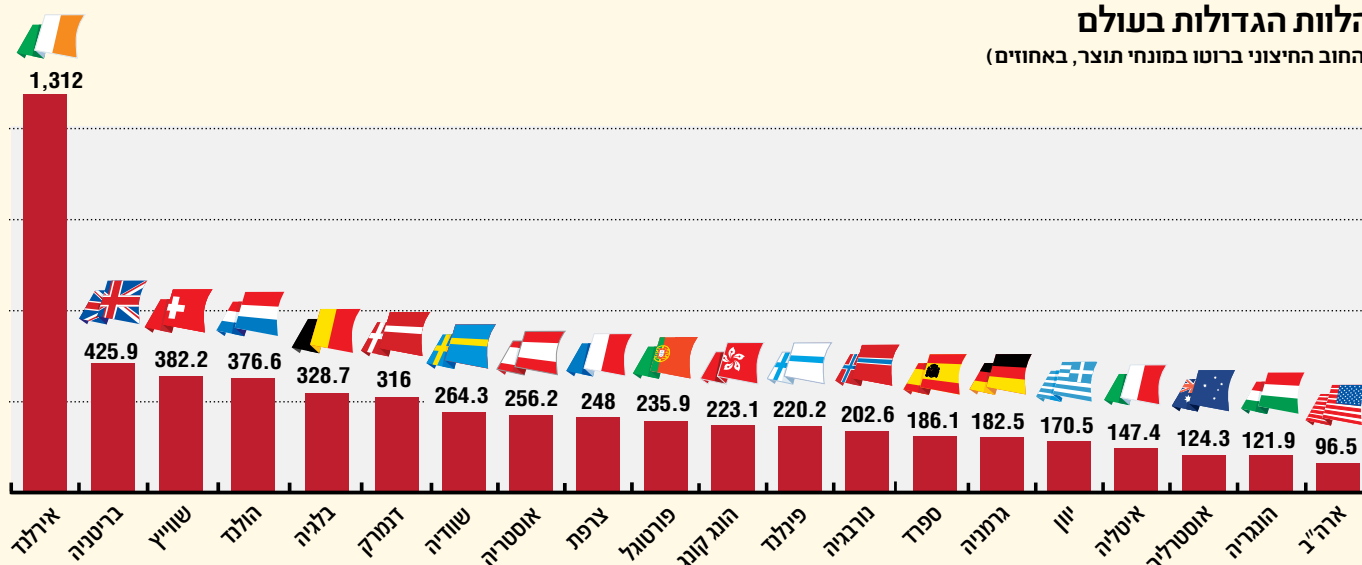
לבצע את הקיצוצים הנחוצים עלול להוביל לחדלות פירעון או, סביר יותר, להסדרי חוב אשר יתבססו על מחיקה חלקית של החוב על-יד מחזיקי האג"ח של אותן מדינות, בעיקר בנקים ומשקיעים מוסדיים. במקרה של הבנקים, השאלה היא אם הסדרים אלה לא יעמידו בספק את יציבותם ואת יציבות המערכת הפיננסית כולה⁸.

גם אם ההפסדים של גופים אלה יהיו חלקיים, כמו במקרה של הסדרי חוב, לאורך זמן ייווצרו לחצים בשווקים הפיננסיים, כולל בשוק הכסף. במקרה קיצוני שבו בנקים גדולים באחת ממדינות האירו ייקלעו לבעיות נזילות חמורות, לא ברור מי יוכל לסייע, כאשר התופעה עצמה עלולה להמריץ ממשלות לפרוש מהאיחוד המוניטארי, ולשוב לאמץ מטבע מקומי.

אלה הן חלק מהסיבות אשר מעלים נביאי קריסת האירו, וגם אלה הסבורים שחלק ממדינות הגוש יפרשו ממנו בסופו של דבר, כדי לזכות שוב בגמישות גדולה יותר לטיפול בבעיות המיתון והאבטלה, וכדי להימנע מהמחיר החברתי ומהמתחים הפוליטיים אשר מלווים את המשבר ביבשת האירופית.

הלוות הגדולות בעולם

(החוב החיצוני ברוטו במונחי תוצר, באחוזים)

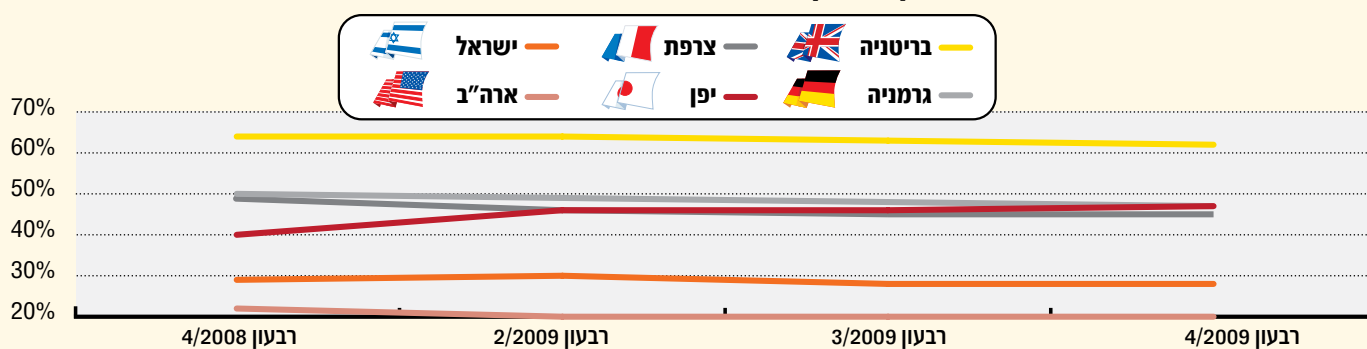


מקור: מבוסס על עבודה שנערכה ב-CNBC בסוף אוקטובר 2009

להניח שהשינויים בצמד דולר/אירו ישתלבו במגמת העלייה בתנודתיות שעליה הורחב הדיון בחלקו הראשון של הפרק.

אותן ממשלות, יביאו להמשך הגלישה בערך המטבע האירופי. עם זאת, בטווח הקצר והקצר מאוד השיקולים שונים מאוד – בהתאם לתיאור בפרקים הקודמים – לכן, סביר

חוב חיצוני ברוטו* - שיעור חוב הבנקים מסך החוב



* חוב כלל המשק לחו"ל כולל ממשלה, בנקים וכו'. מקור: BIS

- נתונים על היקף המחזור הגלובלי בשוק המט"ח יהיו זמינים לקראת סוף השנה עם פרסום הדוח התלת-שנתי של ה-BIS. על-פי נתונים שפרסם הבנק המרכזי של אוסטרליה, המחזור היומי הממוצע בחודש אפריל 2009, שיאו של המשבר הפיננסי, ירד בחמישה מרכזים פיננסיים – אוסטרליה, קנדה, ארה"ב, סינגפור ובריטניה – ל-2.3 טריליון דולר לעומת כ-3 טריליון באפריל 2007. עד אוקטובר 2009 שב ועלה המחזור היומי הממוצע לכ-2.7 טריליון דולר, עלייה של כ-17% לעומת אפריל 2009.
- ראו בעניין זה את מאמרו של פרופ' בארי איינגרין באתר Project Syndicate על תפקידה של קוראיה הדרומית ב-2007. <http://www.project-syndicate.org/commentary/eichengreen12/English>
- ראו: Linda S. Goldberg. Is the International Role of the Dollar Changing?. Federal Reserve Bank of New York. Current Issues in Economics and Finance. Vol 16, Number 1. January 2010.
- על-פי נתוני קרן המטבע, משקל הדולר בירות המט"ח בעלות שיוך מטבעי ברור, היה 62% בסוף 2009, לעומת כ-71% בתחילת העשור.
- באופן מסורתי שיעור של חוב חיצוני נטו של 40% נחשב לסף שמעבר לו הסבירות למשבר או למצוקה מתחילה לעלות בחדות. בתחילת 2009 עמד שיעור החוב החיצוני נטו של ארה"ב על 31%. כמו כן, יש להניח כי מעמדו של המשק האמריקני בעולם מאפשר לארה"ב להגיע לסף גבוה יותר מאותו שיעור של 40%. בעניין זה ראו: Cline William. Long Term Fiscal Imbalances, US External Liabilities, and Future Living Standards. In The Long Term International Position (of the United States). C. Fred Bergsten (ed). Peterson Institute for International Economics. (2009).
- ברבעון השלישי של 2009 החלה סין לבקר את ארה"ב על הגירעונות הגדולים בתקציב הפדרלי, ותבעה ממנה "לנהוג באחריות". על-פי "בלומברג" בסוף יוני 2010 צמצמה סין את החזקותיה באג"ח של ממשלת ארה"ב.
- ראו: Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff. The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation. Quarterly Journal of Economics 119, no. 1 (February): 1-48. 2004.
- על-פי נתוני ה-BIS החשיפה של בנקים אירופיים לאג"ח של פורטוגל מגיעה לכ-240 מיליארד דולר, ולאג"ח של ספרד ל-830 מיליארד דולר. החשיפה לאג"ח של ממשלת יוון הגיעה במאי 2010 לכ-106 מיליארד דולר.



מט"ח בישראל

מ־2008 מפגין השקל הישראלי עוצמה ותנודתיות נמוכה, בין היתר בזכות בנק ישראל • זאת, גם אם במובלע, נטש הבנק המרכזי את מדיניות הניוד המלא תוך קביעת מעין שע"ח של שיווי משקל לטווח הארוך

באוסטרליה על 130 מיליארד דולר ובסינגפור על כ-230 מיליארד דולר. כ-75% מכלל העסקאות בשוק הישראלי כוללים את הצמד שקל/דולר, כאשר מרבית העסקאות בשוק מבוצעות "מעבר לדלפק" (OTC). קרי, באמצעות עסקאות דו-צדדיות ולא באמצעות בורסה. כמו כן, עסקאות החלף (Swap) מייצרות כ-45% מהמחזור הכספי הכולל בשוק, עסקאות ספוט (Spot) - 25%, עסקאות אקדמה (Forward) - 17% ואופציות מט"ח - כ-12%.

תושבי-חוץ מובילים את שוק ההחלף

נתוני בנק ישראל לסוף 2009 מראים שפעילות תושבי-חוץ - בעיקר הסקטור הפיננסי, בנקים זרים וחברות פיננסיות זרות - ייצרה כ-55% מהמחזור הכספי בשוק המט"ח לעומת כ-62% בממוצע בקרב מדינות העולם (נתוני BIS ל-2007). כן מראה בנק ישראל כי הסקטור הפרטי הלא-פיננסי בישראל - בעיקר יצואנים ויבואנים - אחראי לכ-14% מנפח השוק במונחים כספיים לעומת כ-17% בחו"ל (נתוני BIS ל-2007).

ייתכן שחלק מהפערים - בסקטורים הפיננסי והלא-פיננסי - נובעים מהתקופות השונות שאליהן מתייחסים הנתונים (סוף 2009 ב"י, BIS 2007²), אך נראה שגם מהמשקל הקטן יחסית של הסקטור הפרטי הלא-פיננסי בשוק ההחלף בישראל. משקל התאגידים הריאליים בשוק ההחלף הגלובלי מגיע לכ-5% מהמחזור היומי הממוצע לעומת 1.4% בלבד בישראל. משקל פעילות התאגידים הריאליים בישראל ביתר מגזרי השוק - עסקאות ספוט ואקדמה ואופציות מט"ח - נע סביב 18%-25% מהפעילות.

פ רק זה מתמקד בשוק המט"ח הישראלי - השוק הפיננסי הגדול והנזיל במשק המקומי - ולשורה של מאפיינים שהם ייחודיים לו:

- **תנודתיות נמוכה.** תנודתיות שער השקל מול הדולר מאז סוף 2008 היא מהנמוכות שישנן בהשוואה לתנודתיות מקבילה של מטבעות מקומיים - של משקים מתועשים ו"מתעוררים" גם יחד - מול המטבע האמריקני.
- **שינוי משטר שע"ח.** השחקנים בשוק שקל/מט"ח היו בין הראשונים בעולם שנאלצו להתמודד עם שינוי במשטר שע"ח אשר התבטא בהתערבות הבנק המרכזי לאחר תקופה ארוכה של אי-מעורבות.
- **כללי משחק חדשים.** השחקנים בשוק שקל/מט"ח, בהם גופים זרים, הפנימו לאחר המחצית השנייה של 2009 את כללי המשחק החדשים שהנהיג בנק ישראל, במיוחד לאחר שהבנק תיעד אותם באופן ברור וגלוי. מאז שע"ח נקבע בהתאם לגורמי הבסיס (Fundamentals).

שקל/דולר - הצמד המוביל

מבנה השוק בישראל דומה לזה של משקים קטנים אחרים בעולם ומשתתפים בו בנקים וגופים פיננסיים - מקומיים וזרים, משקיעים מוסדיים, קרנות, יצואנים ויבואנים של סחורות ושירותים, וכן משקי בית מקומיים. ממאסר 2008 בנק ישראל מופיע כשחקן פעיל בשוק - כרוכש מט"ח. על-פי נתוני בנק ישראל, בחמשת החודשים הראשונים של 2010 עמד המחזור היומי הממוצע בשוק המט"ח על כ-4.7 מיליארד דולר (כולל פעולות החלף) לעומת 4.2 מיליארד דולר ב-2009¹. לשם השוואה, המחזור היומי הממוצע בבריטניה עמד ב-2007 על 1.4 טריליון דולר,

ישראל: מחזור יומי ממוצע במגוון אפיקים (במיליוני שקלים)

מק"מ	מחצית 2008	מחצית 2009	פברואר 2010	מארס 2010	אפריל 2010	22-29/4/10
אג"ח ממשלתיות	785	639	853	764	1,251	1,158
אג"ח קונצרניות	2,730	2,843	1,904	2,148	2,079	2,365
מניות	491	549	610	710	554	563
מט"ח	1,972	1,734	1,808	2,067	1,829	2,183
	1,991	1,688	1,455	1,441	1,647	

מקור: בנק ישראל

במונחי עסקאות מגיע לכ-75% משוק זה. במקטעים אחרים הם מסתפקים בנתחים קטנים יותר של כ-35% משוק הספוט, ושל כ-38% משוק הפורוורד (אקדמה) ומשוק האופציות שקל/דולר.

המשמעות היא שלגופים זרים, גם אם לא הגיעו לישראל למטרת פעילות מט"ח, השפעה לא מבוטלת על שוק המט"ח המקומי. נציין, כי לאחר שגופים אלה מתבססים בישראל הם מתחילים לפעול בנוסף למגזר ההחלף, גם ביתר מגזרי שוק המט"ח – כאשר פעילות מט"ח משמשת אפיק השקעה בפני עצמו – הן עבור הנוסטרו (🇮🇱) והן עבור הלקוחות.

זה כבר משקל גבוה יותר בהשוואה לנתון המקביל במשקים אחרים בחו"ל – 15% עד 20% מהפעילות.

עסקאות מט"ח שבהן מעורבים גופים זרים מהוות כ-55% מסך העסקאות בשוק המט"ח הישראלי. הדעה הרווחת היא, שנוכחות הזרים היא פועל יוצא של פעילויות פיננסיות אחרות בישראל – בנקאות עסקית, בנקאות השקעות, חיתום, עשיית-שוק בשוק האג"ח הממשלתיות ומסחר בשוק ההון. אפשר לתאר זאת בדרך הבאה: גופים זרים, כולל גופים פיננסיים, נמשכים לישראל לאור עוצמת המשק ויתרונותיו, בפרט בתחומי הטכנולוגיה-העילית.

על-פירוב הגופים הזרים ינטרלו את סיכון שע"ח באמצעות פעילות בשוק ההחלף³. לפי בנק ישראל, נתח השוק שלהם

משקל השחקנים והמכשירים הפיננסיים* - קטגוריות השקעה

(ינואר 2008 עד דצמבר 2009; באחוזים)

הסקטור/המכשיר	ספוט	עסקאות פורוורד	עסקאות החלף	אופציות	סה"כ
משקי בית	0.6	0.6	0.2	0.5	2.0
בנקים	4.7	3.5	4.1	2.0	14.0
חברות פיננסיות	4.6	2.3	4.3	1.5	13.0
תושבי חוץ	8.8	6.5	33.8	4.6	54.0
משקיעים מוסדיים	0.7	0.8	0.9	0.1	3.0
חברות ריאליות	5.5	3.0	1.4	3.1	13.0
סה"כ	25.0	17.0	45.0	12.0	

* נתונים מעוגלים. מקור: בנק ישראל

תנודתיות שער החליפין שקל/דולר*



* סטיית התקן בפועל של השינוי בשער החליפין שקל/דולר. מקור: בנק ישראל

4 מט"ח בישראל

מרכיב מקומי ומרכיב חיצוני בקביעת שע"ח

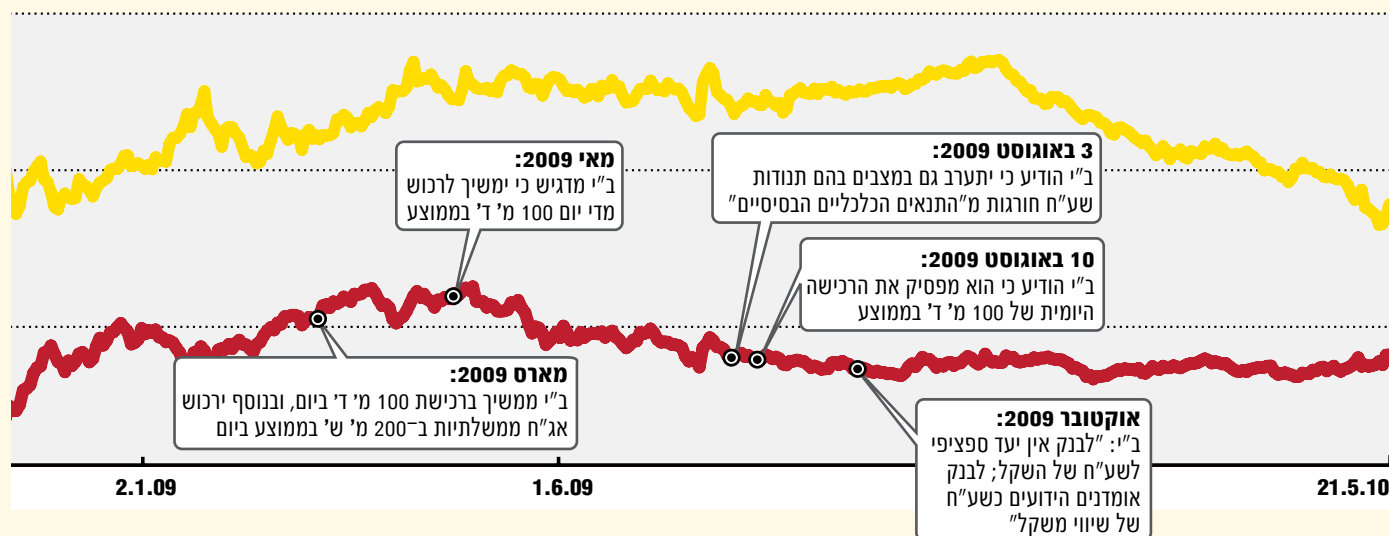
במונחים בינלאומיים המשק הישראלי, המבוסס על ייצוא, הוא משק קטן עם שוק מט"ח קטן⁴, והצמד שקל/דולר הוא הציר המרכזי שעליו סובב השוק. טכנית, שע"ח שקל/דולר ושע"ח הצולב של הדולר לעומת שורת מטבעות רלבנטיים בעולם קובעים את מפת שערי החליפין של השקל. לפיכך, בקביעת שע"ח שקל/דולר יש חשיבות לשני סוגי גורמים:

- התנאים בשוק המקומי; קרי, עודפי ביקוש והיצע לדולרים בשוק המקומי;
 - התנאים בשוק המט"ח העולמי; קרי, עודפי ביקוש והיצע לדולרים מחוץ לישראל.
- על-פי ממצאים אמפיריים⁵, בשנים האחרונות משקל הכוחות המקומיים בקביעת שע"ח שקל/דולר הוא כ-70%-80%, ואילו השפעת הכוחות בחו"ל על השוק המקומי נעה סביב 20% עד 30%.

המוסדיים הישראליים נטולי סיכוני שע"ח

הגופים המוסדיים הישראליים הם "תמונת ראי" של השחקנים הזרים – הם פעילים מאוד בשוקי הכסף וההון, אך השפעתם על שוק המט"ח מועטה. על-פי-רוב, מטבעות אינם מופיעים בקרב הגופים המוסדיים כקטגוריית השקעה בפני עצמה, אין למצוא בקרבם מחלקות מט"ח ייעודיות, ו"השקעות חלופיות" שהם מבצעים מופנות בעיקר לאפיקים אחרים דוגמת קרנות השקעה פרטית, קרנות גידור או נדל"ן. הנתח של המוסדיים מהמחזור בשוק המט"ח עומד על 15%-16% בלבד, כאשר שני-שלישים מנתח זה נגזרים מעסקאות גידור באמצעות אופציות ועסקאות אקדמה והחלף במטרה לנטרל סיכוני שע"ח. לפיכך, לשינויים בהיקף ייבוא/ייצוא ההון שלהם השפעה מוגבלת מאוד על שע"ח שנקבע בשוק הספוט. נציין, כי המוסדיים בישראל החלו להגדיל את ההשקעות בחו"ל רק לאחר 2005, צמצמו אותן במהירות לאחר 2007, ורק ב-2009 שבו להגדיל את משקל הנכסים בחו"ל בתיק.

שער חליפין דולר/שקל ואירו/שקל



הרקע לתנודתיות השקל

תנודתיות היא מדד לתפיסת הסיכון בשוק כלשהו. בשוק המט"ח מדובר בסיכון שע"ח והתנודתיות מוגדרת כסטיית התקן סביב שע"ח ממוצע לתקופה מסוימת. התנודתיות הגלומה באופציות מודדת את ציפיות השוק לגבי התנודתיות.

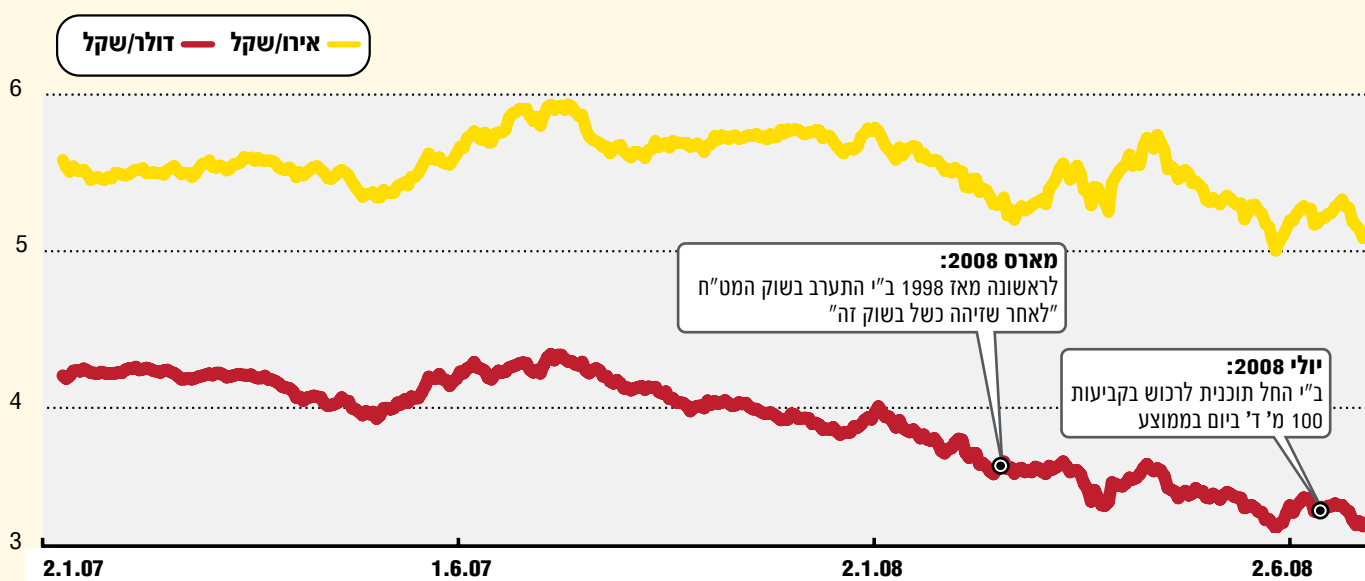
אחד מהמאפיינים הייחודיים של שוק המט"ח המקומי, לפחות מאז קרס ליהמן ברדרס ופרץ משבר הנזילות הגדול בשווקים הפיננסיים, הוא תנודתיות נמוכה של השקל מול הדולר ושל האופציות שקל/דולר. זאת, בהשוואה להתנהגות מטבעות אחרים – של משקים מפותחים ו"מתעוררים" כאחד – מול הדולר.

עד לקריסת ליהמן ברדרס התנודתיות הגלומה באופציות שקל/דולר עמדה על 13%-14% לעומת נתון מקביל של 10%-12% בעולם. עם פרוץ משבר הנזילות עלתה בישראל התנודתיות הגלומה באופציות ל-18%, כאשר בקרב המשקים המתועשים היא עלתה לכ-22%, ואילו

בקרב משקים "מתעוררים" היא נסקה לכ-30%. החל מהרבעון האחרון של 2008, התנודתיות בשוקי המט"ח בעולם ירדה בהתמדה והגיעה ערב המשבר בגוש האירו (סוף אפריל 2010) לכ-11%. גם בישראל נרשמה ירידה בתנודתיות, אשר נותרה על-פי-רוב נמוכה לעומת העולם, ועמדה באפריל על כ-6%. משבר גוש האירו גרם לעלייה מחודשת בתנודתיות בשוקי המט"ח, אלא בעוד שבעולם היא עלתה לכ-16% בממוצע, בישראל היא נותרה מתחת לרף 10%.

אפשר להסביר את הירידה החדה בתנודתיות בשוק המט"ח בישראל כפועל יוצא של שני גורמי בסיס:

- גורמי בסיס מאקרו-כלכליים לטווח ארוך – צמיחה מהירה, עודף בחשבון השוטף, חוב חיצוני נטו שלילי וגירעון תקציבי נמוך – אשר עוררו ציפיות לייסוף של השקל;
- גורמי בסיס לטווח קצר אשר לא רשמו שינויים מפתיעים.



השקל מתחזק - כל הגורמים חברו לייסוף
 את התקופה שבין אפריל 2009 ליוני 2010 נחלק לשלוש תקופות נפרדות:

• **אפריל 2009 - אוגוסט 2009:** בתקופה זו נרשמה עלייה בתנודתיות כפי שהיא נמדדת בסטיות התקן של אופציות שקל/דולר, כפועל יוצא מהערכות סותרות בשוק לגבי כללי המשחק החדשים של בנק ישראל ויכולתו לדבוק בהם.

• **אוגוסט 2009 - אפריל 2010:** בתקופה זו נרשמה ירידה עקבית וחדה בתנודתיות עד כדי העלאת סימן שאלה לגבי התופעה. על-פי טענת סקירה זו, הסיבה לכך היא שהשחקנים "למדו" את כללי המשחק החדשים אשר מבוססים על הגבלת תנודתיות שער השקל. לאחר שהמשטר החדש "הובן" סייע הדבר לעיצוב הערכות וציפיות השחקנים לגבי הכיוון והעוצמה של השינוי בשע"ח של השקל.

• **מאי 2010 - יוני 2010:** בתקופה זו נרשם פחות של השקל תוך עלייה בתנודתיות בגלל עלייה באי-ודאות בעולם כתוצאה ממשבר האירו, אך גם הפעם העלייה בתנודתיות הייתה נמוכה יחסית לזו שנרשמה בעולם.

ישראל נמנית עם אותם משקים אשר צלחו את המשבר תוך פגיעה קטנה יחסית. לפני פרוץ המשבר רשם המשק עודפים משמעותיים בחשבון השוטר של מאזן התשלומים (כ-5% מהתוצר ב-2006-2007) ועודף של נכסים על

במילים אחרות, הציפייה הייתה לייסוף השקל לאורך זמן, בהדרגה ותוך תנודות מתונות בשע"ח.

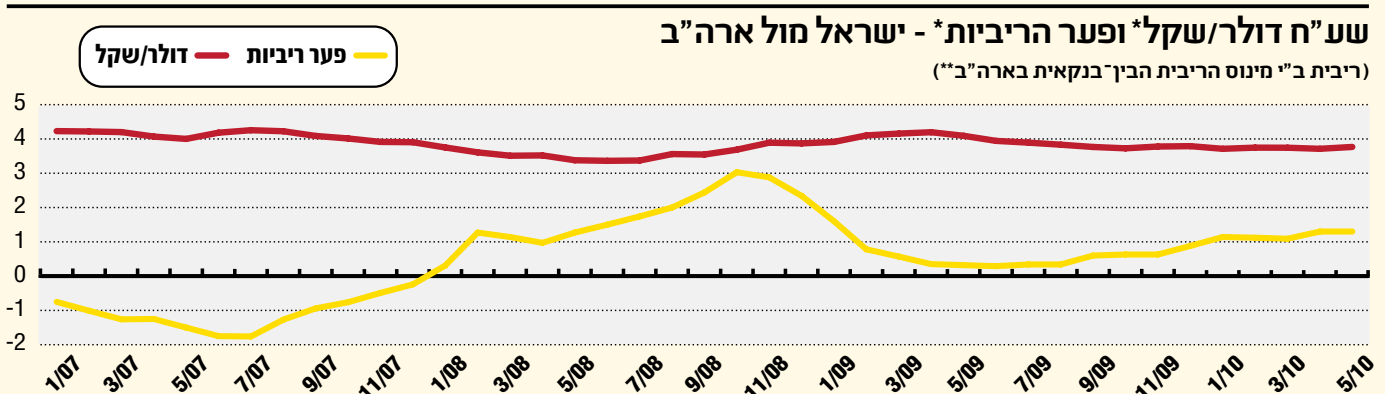
משטר שע"ח וציפיות משתנות

בניגוד למגמה הכללית שהוזכרה, בין סוף אפריל 2009 לסוף אוגוסט 2009 נרשמה בישראל תקופה של עלייה יחסית גדולה בתנודתיות - אשר הגיעה לכ-11% - אשר עמדה בניגוד למגמת הירידה בתנודתיות שנרשמה אז בעולם. בגלל העובדה שזו הייתה תופעה "ישראלית מקומית", ניתוח הגורמים לעלייה בתנודתיות בחודשים אלה עשוי לסייע להבנת התפקוד של שוק המט"ח הישראלי.

את התיאור של התנודתיות "העודפת" בארבעת החודשים ב-2009 צריך לבחון על רקע שתי שאלות מרכזיות:

- מה הן הסיבות לעלייה בתנודתיות באותם חודשים? וגם איך סיבות אלה קשורות לחוסר אחידות בציפיות?
- מה התפקיד ששיחקה התערבות בנק ישראל? וגם האם התערבות יכולה להסביר את הירידה החדה בתנודתיות לאחר אוגוסט 2009?

הניתוח אשר יוצג מיד מציב תשובה בסיסית לשאלות: שינוי בפועל במשטר שע"ח בישראל הוא האחראי לתופעות אלה. בתחילה עלתה התנודתיות בשוק הישראלי עקב חוסר הבנה מצד שחקנים שונים, בעיקר גופים זרים, שבנק ישראל חולל שינוי במשטר שע"ח של ישראל, אך משעה שהדבר הובן נרשמה ירידה בתנודתיות.



* נתונים חודשיים ** הריבית הבין-בנקאית משמשת קירוב לריבית הפדרל ריזרב מקור: בנק ישראל; עיבוד: גלובס מחקרים

השקל נחלש בזכות בנק ישראל ורוח גבית מהעולם

התערבות בנק ישראל בשוק המט"ח (ראו נספח בעמ' 58) ולאחר מכן התחזקות הדולר בעולם בעקבות קריסת ליהמן ברדרס, הפכו את המגמה והשקל פוחת יחסית במהירות עד לשער של 4.20 שקלים לדולר בסוף אפריל 2009.

תהליך הפיחות לווה בעלייה בתנודתיות, אך בעוצמה פחותה בהשוואה למשקים אחרים. מעבר לגורמי הבסיס – שיעור צמיחה חיובי, עודף בחשבון השוטף ורמת יתרות מט"ח גבוהה – צריך לייחס תופעה זו גם לאיתנות הפיננסית של השווקים בישראל, שכן שוק הכסף המשיך לתפקד בניגוד למציאות במשקים רבים בעולם במהלך ימי המשבר.

בנק ישראל משנה כיוון

עד לסוף המחצית הראשונה של שנות ה-90 במאה הקודמת, התערבות בנק ישראל בשוק המט"ח היה מעשה שבשגרה. הרוחב הצר של רצועת הניוד, והסתכלות בנק ישראל על שע"ח כעוגן של האינפלציה, הפכו את ההתערבות לעניין יום-יומי. החלטת בנק ישראל להשתמש בריבית ככלי להשגת יציבות מחירים, והפיכת יעד יציבות המחירים ליעד מרכזי ויחיד של המדיניות המוניטארית, שינו מציאות זו.

במקביל לליברליזציה שהונהגה בשוק המט"ח החל משנות ה-90 והסרת הפיקוח באופן סופי ב-1998, החל בנק ישראל לאמץ מדיניות של אי-התערבות בשוק המט"ח תוך הפיכה הדרגתית של שע"ח לנייד על-ידי הרחבת רצועת הניוד של השקל, עד לביטולה ביוני 2005.

עד שנת 2007 הדגיש הבנק בפרסומיו את היתרונות של משטר שע"ח שאומץ תוך הדגשת הגידול במחזורים בשוק המט"ח, השימוש בנגזרים והנזילות הרבה של השוק. העמדה הרשמית של הבנק הייתה, שהתערבות אינה רצויה וגם אינה מועילה, שכן כוחות השוק מייצבים בעצמם את השוק. נדגיש, כי ההימנעות של ההתערבות כללה גם היעדר התייחסות מילולית מצד הבנק, או נגיד הבנק,

התחייבויות בחו"ל, הנהנה ממערכת פיננסית יציבה ובמרבית רבעוני המשבר ייצר צמיחה חיובית בניגוד להתכווצות משקים מתועשים רבים.

המשק הישראלי היה אחד מהמשקים הראשונים בעולם אשר הראה סימני התאוששות כבר ברבעון השני או השלישי של 2009, ובנק ישראל היה מראשוני הבנקים המרכזיים במדינות המתועשות אשר העלו את הריבית לטווח קצר. הבנק החל במהלך בספטמבר 2009, כאשר העלה את הריבית משפל של 0.5% ל-0.75%, ועד יוני 2010 כבר עלתה הריבית ל-1.5%.

פירוש הדבר הוא, שפער הריביות בין ישראל לחו"ל התרחב, גורם אשר היווה תמריץ נוסף לייבוא הון לישראל. משמעות התיאור לעיל היא, שגורמי הבסיס, הן

לטווח ארוך והן לטווח קצר, היו אלה שדחפו לייסוף מתמשך של השקל. אמנם, בתחילת משבר ה"סאב-פריים" בקיץ 2007 נרשם פיחות של השקל במסגרת "ברייחה אל מטבעות מקלט" אשר אפיינה את השווקים הבינלאומיים, אך במחצית השנייה של 2007 ובמחצית הראשונה של 2008 חזר השקל והתחזק. זאת, במקביל להתפתחות משבר ה"סאב-פריים" בארה"ב, כאשר גופים מוסדיים בישראל החלו לצמצם את ייצוא ההון במקביל למימוש נכסים אשר רכשו בחו"ל.

הדינמיקה אשר נוצרה בשוק הזכירה תופעות של "עדר" המוכרות מחלקים אחרים של השווקים הפיננסיים – כל ייסוף של השקל עורר ציפיות לייסוף נוסף. בטווח הקצר נוצרה בפועל מגמה ברורה של ייסוף – השקל התחזק מרמה של 4.32 שקלים לדולר אחד בסוף יולי 2007 ל-3.28 שקלים לדולר בתחילת יולי 2008.

גורמי בסיס לטווח קצר, ובעיקר העלאת הריבית בישראל, שיחקו כאן תפקיד מרכזי⁶. מנגנון הציפיות התבסס על השינוי האחרון בשער, ולא על הצפוי על-פי המודל הכלכלי. על כך יש להוסיף גם את השיקולים של מי שהשקיעו על-סמך ניתוח טכני והפעילו אסטרטגיות של "רכיבה על מגמה", במיוחד כאשר השקל החל לשבור אז קווי התנגדות שנחשבו ל"היסטוריים".



הדינמיקה אשר נוצרה בשוק הזכירה תופעות של "עדר" המוכרות מחלקים אחרים של השווקים הפיננסיים – כל ייסוף של השקל עורר ציפיות לייסוף נוסף

כרונולוגיה של התערבות

- **13 במארכ 2008** – בנק ישראל (להלן ב"י) החל להתערב בשוק המט"ח כאשר שער השקל ירד מתחת לרמה של 3.5 שקלים לדולר ונוכח "תנאים חריגים וכשל שוק".
- **20 במארכ 2008** – ב"י הודיע על רכישת 25 מיליון דולר ליום עד אשר יתרות המט"ח יגיעו ל-40 מיליארד דולר. למרות תנודות כלפי מעלה בשע"ח מיד לאחר הודעת ב"י, השקל שב והתחזק ועלה בתחילת יולי 2008 לרמה של 3.23 שקלים לדולר.
- **יולי 2008** – ב"י הגדיל את סכום הרכישה היומית ל-100 מיליון דולר, ואף ביצע רכישות שחרגו מסכום זה. רשמית נמסר כי ההחלטה להגדיל את היקף הרכישות נבעה מתנאי השוק ומהשינוי המצטבר המהיר בשע"ח של השקל. מאותו מועד החל פיחות של השקל אשר נמשך עד סוף מאי 2009.
- **30 בנובמבר 2008** – ב"י הודיע על המשך רכישות המט"ח עד שיתרות המט"ח יעלו ל-44-40 מיליארד דולר.
- **מארכ 2009** – ב"י הודיע כי ימשיך לרכוש 100 מיליון דולר ביום נוכח "המצב המשברי של הכלכלה הגלובלית". בסוף החודש חצה השקל את הקו של 4.20 שקלים לדולר על רקע התחזקות הדולר בעולם, הריבית הנמוכה מאוד בישראל ורכישות המט"ח.
- **מאי 2009** – ב"י והודיע על המשך תוכנית הרכישות השקל עלה באוגוסט 2009 לרמה של 3.7 שקלים לדולר.
- **3 באוגוסט 2009** – ב"י הודיע על שינוי במדיניות ההתערבות וציין כי יחל לפעול בשוק, בנוסף למקרים של כשל שוק, גם כאשר מתרחשות תנודות חריגות בשע"ח שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים.
- **10 באוגוסט 2009** – ב"י הודיע על הפסקת הרכישות, אך השאיר לעצמו את הזכות להתערב בשוק בכל פעם שיזהה תנועות חריגות. הבנק פרסם, בפעם הראשונה, הסבר למדיניות ההתערבות בשוק המט"ח.
- **אוקטובר 2009** – ב"י פרסם מסמך בן שני עמודים המפרט את אופי פעילותו בשוק המט"ח "בעת המשבר". המסמך היה מעין הודעה על שינוי בפועל של משטר שע"ח. (ראו נספח בעמ' 58)

לנושא שע"ח. כמו כן, מדיניות הריבית שימשה לאורך התקופה רק כדי להבטיח את השגת יעד האינפלציה. כלומר, משטר שע"ח בישראל באותה תקופה ניצב בקוטב של ניידות "אמיתית" של שע"ח.

המשבר אשר החל בקיץ 2007 לא שינה בתחילה את העמדות הללו של בנק ישראל, אך אט-אט התברר כי יש כוחות בשוק אשר לוחצים כלפי מטה את שע"ח תוך שהם מרחיקים אותו בהדרגה מהרמה אשר ייצגה, לדעת בנק ישראל, את שיווי המשקל לטווח ארוך. הבנק היה משוכנע שנוצרה סכנה של "ייסוף יתר" (Overshooting) בגלל התגובה המהירה להתרחבות פער הריביות והשפעת "שחקני מגמה". ההתפתחות הגבירה את חשש הבנק מפני ירידה חדה בפעילות הכלכלית במשק, עד כדי הנעתו לנטוש את משטר שע"ח של ניידות "אמיתית", אם כי הדבר נעשה באופן מובלע.

השלכות השינוי במשטר שע"ח

התיאור הכרונולוגי בתיבה מפרט את השלבים שעבר בנק ישראל מהחלטתו הראשונית להתערב בשוק, ועד להודעה אשר בישרה – גם אם לא בדרך מלאה ורשמית – על שינוי משטר שע"ח. יצוין, כי באופן רשמי בנק ישראל ממשיך לטעון כי קיים משטר של שע"ח נייד אשר נקבע בידי כוחות השוק. רק בעתיד ניתן יהיה לקבוע אם הבנק התכוון, כבר במארכ 2008, להביא לשינוי בכללי המשחק.

תחת הכותרת הכללית "התערבות" של בנק מרכזי בשוק המט"ח אפשר למנות מספר דרכי פעולה:

- הצהרה של נגיד הבנק או של אחד מפקידיו הבכירים;
- שינוי הריבית;
- פעילות ישירה בשוק.

מטרת ההתערבות יכולה להיות שינוי שע"ח או מיתון התנודתיות של המטבע המקומי. כפי שיודגש להלן, יש הבדל מהותי, וחוסר סימטריה, בין התערבות שנעשית כדי למנוע פיחות של המטבע המקומי לבין התערבות אשר באה למנוע ייסוף.

במסמך מאוגוסט 2009 אשר סיכם את עמדתו החדשה, הדגיש הבנק המרכזי כי מטרתו אינה למנוע ייסוף כלשהו של השקל או להביא להחלשתו כדי לעודד ייצוא. למעשה,

חלק גדול מהזמן סביב 4.25-4.2 שקלים לדולר. על-פי הערכות שונות, שער זה היה מספיק קרוב לשער "הגבלת הפסד" (Stop loss) של גופים רבים, במיוחד גופים זרים. פיחות מעבר לשער זה צפוי היה לגרור חיסול פוזיציות והאצה נוספת בפיחות השקל. דווקא אז אותה בנק ישראל על נסיגה אפשרית ממדיניות ההתערבות. בעקבות זאת נעצרה היחלשות השקל, והחל תהליך של התחזקות מחודשת.

יש שינוי אסטרטגי מרחיק לכת בין דרך ההסתכלות של בנק ישראל על שע"ח עד לשנת 2007 ואחריה. בעוד שעד אותה שנה הבנק היה אדיש, או לפחות סובלני הרבה יותר כלפי תנודות גדולות בשע"ח, הרי שמאוגוסט 2009 ברור לשחקנים בשוק כי הבנק רואה ברמת ה"שיווי משקל לטווח ארוך" מעין מרכז כובד. בפועל, שינוי משטר שע"ח הביאה ליצירתה של מעין רצועות ניוד סמויה. הטענה היא, אם כן, שבנק ישראל פועל כדי לעגן את הציפיות של הפעילים בשוק המט"ח, כולל אנליסטים, סביב אותו שע"ח לטווח ארוך. יש להניח, כי אחד מהגורמים להמשך ההתערבות המאסיבית בשוק בין סוף 2008 לאמצע 2009, הייתה העובדה שהמגזר הפרטי, כולל אנליסטים, לא העריכו באופן נכון את התנהגות הבנק ולא הבינו את כללי המשחק החדשים.

מטרת מדיניות ההתערבות הייתה לאותת למגזר הפרטי כי הבנק לא מעוניין לאפשר סטייה ממושכת, או מתגברת, של שע"ח מרמה שאותה הגדיר כרמת שיווי משקל לטווח ארוך.

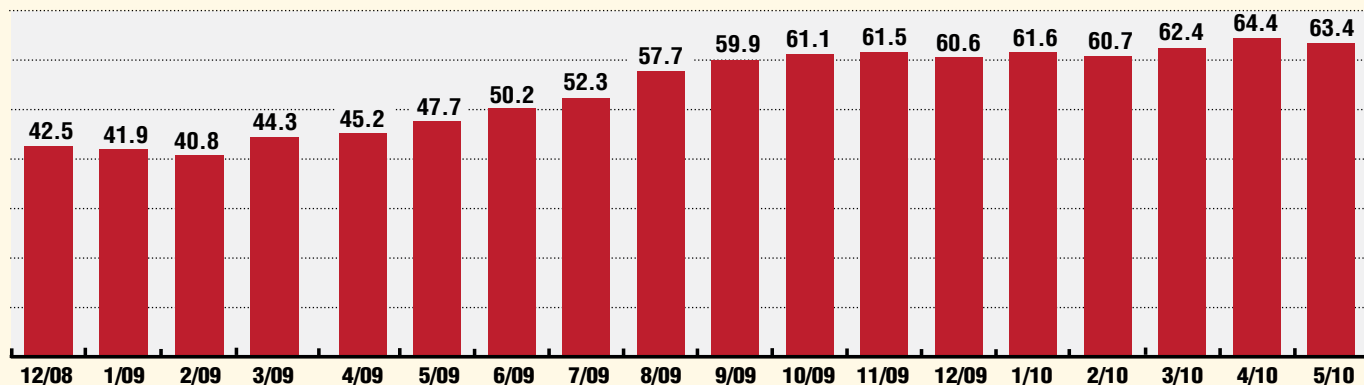
בנק ישראל לא התערב כדי לשנות מחירים יחסיים. כלומר, התחזקות השקל לעומת הדולר אשר נבעה מהתחזקות של האירו, לא עוררה תגובה של הבנק המרכזי. גם שינויים בשע"ח אשר לא נתפסו על-ידו כסטייה מתמשכת משע"ח לטווח ארוך לא גררו התערבות במסחר על-ידי הבנק המרכזי.

על-פי כללי המשחק החדשים, בנק ישראל יתערב בשוק המט"ח במקרים של תנועות חריגות בשע"ח אשר, לדעתו, אינן עולות בקנה אחד עם התנאים הכלכליים הבסיסיים במשק. בפועל, בנק ישראל רוכש מט"ח באמצעות שקלים, ולאחר מכן הוא סופג את הנזילות העודפת על-ידי הצעת ריבית "אטרקטיבית" לבנקים המסחריים, אשר בתורם מגדילים את הפיקדונות שלהם בבנק ישראל. התוצאה היא, הגדלה ניכרת של יתרות המט"ח ובמקביל של פיקדונות הבנקים המסחריים בבנק ישראל.

יודגש, כי גם סטייה חריגה כלפי מטה של שע"ח נתפסת כלא רצויה על-ידי הבנק המרכזי. כך, למשל, בין סוף מארס 2009 לסוף מאי 2009 שע"ח של השקל שהה

יתרות מטבע החוץ בבנק ישראל

(במיליארדי דולרים)



מקור: בנק ישראל

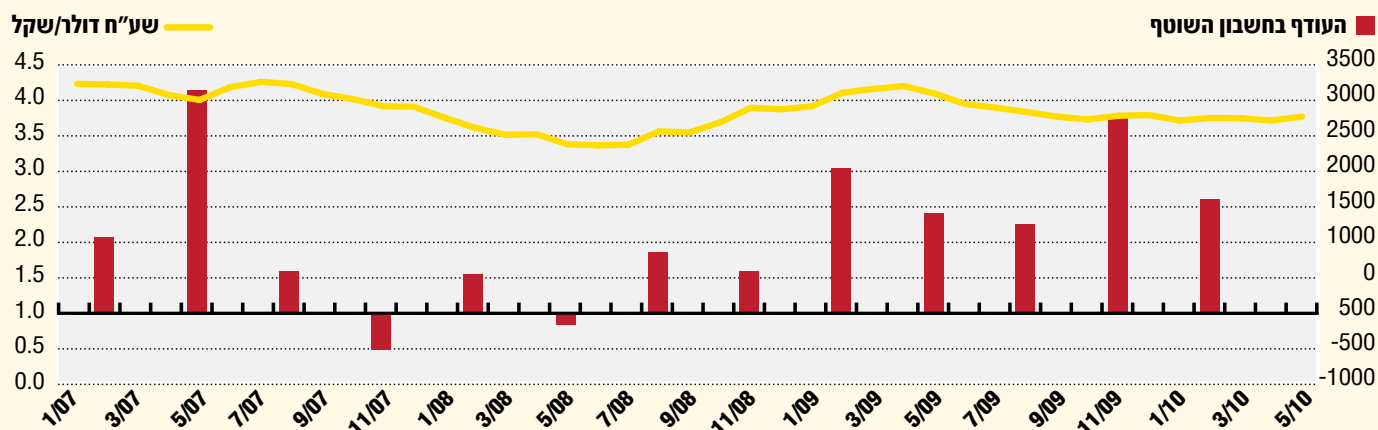
4 מט"ח בישראל

מקומיים. כך, למשל, בנק ישראל איתר פעילות מוגברת של מכירת מט"ח על-ידי גופים זרים בימי מסחר "חריגים" – ימים עם שיעור שינוי חריג בשע"ח ושיעור תנודתיות יחסית גבוה. הדבר יכול להעיד על פעילות על-סמך

הזרים לא מבינים עברית?
האם כולם לא הבינו את כללי המשחק החדשים? ובכן, יש סימנים לכך שגופים זרים היו הרבה יותר קשובים לשיקולים של טווח קצר, ולשיקולי מסחר, מאשר גופים

שע"ח דולר/שקל* והעודף בחשבון השוטף**

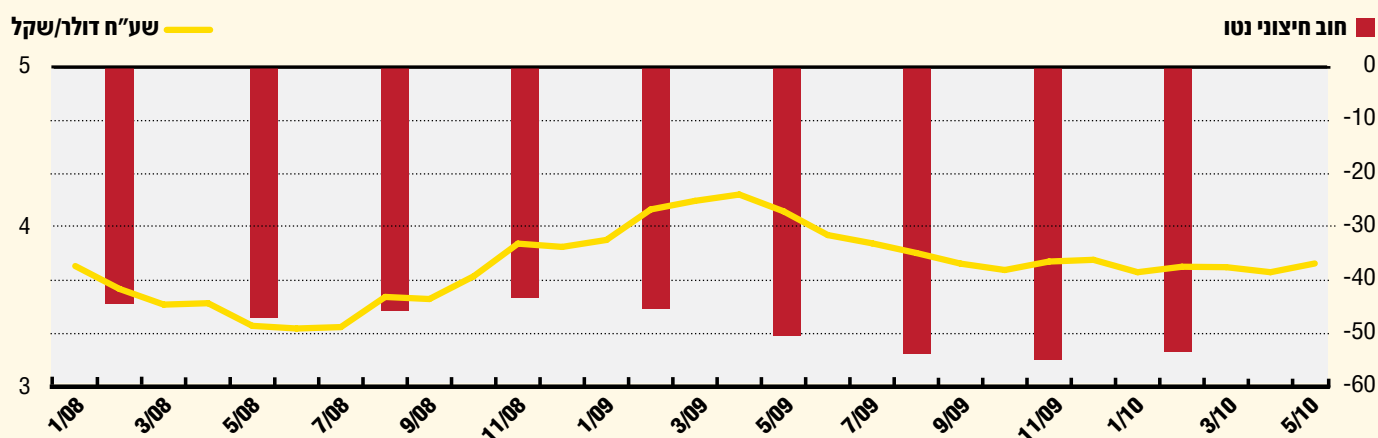
(נתוני העודף במיליוני דולרים)



* מחוצע חודשי ** נתון רבעוני מקור: בנק ישראל ולמ"ס; עיבוד: גלובס מחקרים

שע"ח דולר/שקל* והחוב החיצוני נטו**

(חוב חיצוני נטו: החוב החיצוני ברוטו בניכוי נכסים בחו"ל; במיליארדי דולרים)

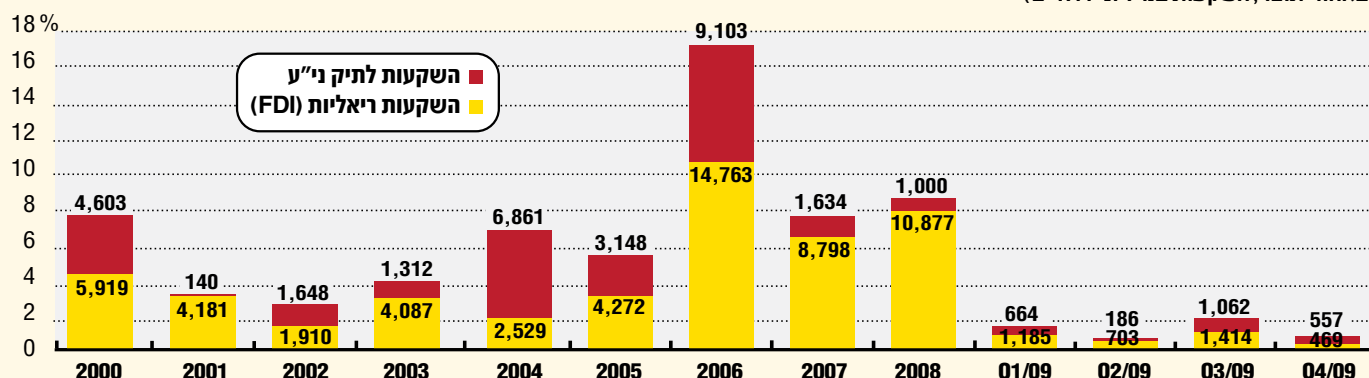


* מחוצע חודשי ** נתון רבעוני מקור: בנק ישראל ולמ"ס; עיבוד: גלובס מחקרים

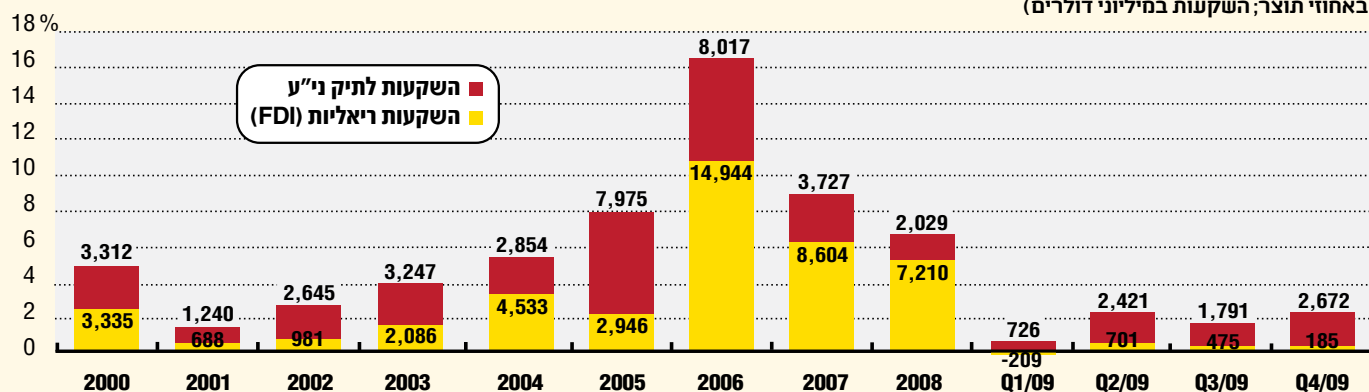
פעילים בדרך-כלל בשוק המט"ח המקומי. עם זאת, פעילים בשוק המקומי מאמינים כי אותם גופים זרים, בעיקר בנקים הפעילים בשוק המט"ח הישראלי, הם גם אלה שעומדים מאחורי חלק גדול מעסקאות אלה. עם זאת, מעקב אחרי ההודעות אשר פורסמו על-ידי אנליסטים של חלק מהגופים הזרים הפעילים בישראל, מגלה כי חלקם לא זיהה במועד את השינוי בכללי המשחק שהנהיג הבנק המרכזי. חוסר ההבנה נבע, במידה רבה, מטעות בהערכת עוצמת הבנק המרכזי. פעילים בשוק המט"ח הניחו כי בנק ישראל

ניתוח טכני או פעילות של מסחר אלגוריתמי המבוסס על מרכיבי ניתוח טכני לצד עסקאות שנעשו על-סמך שיקולי "מגמה". בעניין זה חייבים לנקוט מידה של זהירות, שכן תחת הקטגוריה של "גופים זרים" מופיעים גופים שונים זה מזה – החל מבנקים זרים הפעילים במשק המקומי, דרך קרנות השקעה זרות וכלה בקרנות גידור. לא תמיד ברורה הזהות של הגוף היוזם עסקה מסוימת, וסביר להניח כי בין אלה שהצטרפו ל"מגמה" של ייסוף השקל מקרב הגופים הזרים היו גם כאלה אשר אינם

השקעות זרות בישראל (באחוזי תוצר; השקעות במיליוני דולרים)



השקעות ישראלים בחו"ל (באחוזי תוצר; השקעות במיליוני דולרים)



מקור: בנק ישראל

מהלך של מניעת ייסוף כרוך בעלויות. במקרה הישראלי מדובר ב"קופון" אשר גוזרים הבנקים בגובה הפרש הריבית שהם מקבלים מבנק ישראל לבין הריבית שהם משלמים ללקוחות עבור הכסף.

רכישות המט"ח היומיות נפסקו באוגוסט 2009, אך הבנק הצהיר על אפשרות כי יתערב בשוק במועד ובסכום שייראו לו בהתאם לנסיבות, ומעת לעת הוא אכן עשה כן. סביר, כי לאחר שבנק ישראל פירט בכתב את כללי המשחק החדשים, הוא יכול היה להניח כי השחקנים בשוק המט"ח מבינים ופועלים על-סמך כללי המשחק החדשים, כפי שאכן ניתן היה לראות מהירידה בתנודתיות השקל. למעשה, גם כאשר נרשם פחות מסוים של השקל בעקבות משבר גוש האירו, הרי ששער השקל עדיין נע בתוך "הגבולות" של בנק ישראל במסגרת "כללי אוגוסט 2009".

ייתכן על-סמך ניסיונות במדינות אחרות והאמונה שלבנק אין די משאבים כדי לעמוד מול עוצמת השוק. אולם הנחתם התבררה, בדיעבד, כמבוססת על הערכה שגויה ביחס ליכולת הבנק להתמיד במדיניות זו.

אין דין פחות כדן ייסוף

בהקשר למידת ההצלחה של התערבות בנק מרכזי נציין, כי אין סימטריה בין מצב שבו בנק מרכזי מנסה למנוע פחות לבין מצב שבו הוא מנסה למנוע ייסוף:

- **מניעת פחות:** בנק מרכזי שמנסה למנוע פחות יכול למכור דולרים עד לגבול יתרות המט"ח של המדינה. מגבלה זו גורמת בדרך-כלל להתערבות להיכשל.
- **מניעת ייסוף:** מגבלת היתרות אינה קיימת במצב זה. כפי שכבר צוין, שורה של מדינות באסיה – שכונו "מדינות המפחדות לנייד" – מנעו ייסוף על-ידי הגדלת יתרות המט"ח בלי שהדבר הוביל לשבירתן.

1 חלק מפרק זה מתבסס במישרין על עבודותיו המאלפות של בנצי שרייבר מבנק ישראל על שוק מטבע חוץ בישראל. ראו:

• שרייבר בנצי. שער החליפין שקל/דולר: פירוק לרכיב גלובלי ולרכיב מקומי. בנק ישראל. חטיבה למחקר. סדרת מאמרים לדיון. פברואר 2010.
 • שרייבר בנצי. זרקור על תופעות בולטות בשוק המט"ח בישראל. מצגת בכנס בנק ישראל על המערכת הפיננסית. מארס 2010.
 2 הנתונים מתייחסים לסקר BIS בקרב בנקים מרכזיים אחת לשלוש שנים. תוצאות סקר אפריל 2010 טרם פורסמו בעת הכנת סקירה זו.
 3 לתיאור של עסקאות החליף במט"ח ראו תיבה בפרק הראשון.
 4 על-פי נתוני BIS ל-2007, משקל שוק המט"ח הישראלי במחזור היומי הגלובלי עומד על כ-0.15%.
 5 שרייבר בנצי. שער שקל/דולר: פירוק לרכיב גלובלי ולרכיב מקומי. בנק ישראל. חטיבה למחקר. סדרת מאמרים לדיון. פברואר 2010.
 6 המדיניות המוניטארית עברה כמה תהפוכות במהלך 2007 ו-2008. מיד לאחר פרוץ משבר ה"סאב-פריים", בנק ישראל הוריד את הריבית בשתי מדרגות של 35 נקודות בסיס כל אחת, מ-4% באפריל 2007, ל-3.5% ביוני 2007. באוגוסט ובספטמבר עלתה הריבית, כל בפעם 25 נקודות בסיס, ל-4%. בינואר 2008 הועלתה הריבית ל-4.25%, אך במאוס ובאפריל היא ירדה ב-50 נקודות בסיס בכל חודש. בין מאי לספטמבר 2008 שוב הועלתה הריבית, אך לאחר קריסת ליהמן ברדרס היא ירדה בחזות ובמהירות עד שהגיעה לשפל של 0.5% באפריל 2009.
 7 ניתוח זה מבוסס על הרצאתו של בנצי שרייבר מבנק ישראל.

כלכלת שע"ח

הסקירה מדגישה ארבע נקודות מרכזיות – תפקיד נתוני המאקרו בקביעת שע"ח, הקשר של שוק מט"ח-שוק הון-שוק כסף, הקשר הגלובלי של שוקי המט"ח והתפקיד ה"מתחדש" של הבנקים המרכזיים



סיכום: כלכלת שע"ח

סוגיית המידע הכלול במסחר עצמו מעוררת מיד שאלות הקשורות לתקפות של הניתוח הטכני. הוויכוח בין כלכלנים אקדמיים לבין צ'ארטיסטים (אנשי ניתוח טכני) לא החל אתמול, לא יוכרע מחר, וימשיך לספק חומר למחקרים עתידיים. אולם ספק אם אי פעם תושג הסכמה מלאה לגבי "התרומה העודפת" של הניתוח הטכני. ניתן לשער, במידה רבה של סבירות, כי גם בעתיד יהיו שחקנים רבים, כולל בקרב גופים מוסדיים, אשר ימשיכו להתבסס על הניתוח הטכני, בעיקר כאשר מדובר בתנודות שע"ח בטווחי זמן קצרים מאוד. ההצדקה הניתנת לשימוש בכלי זה היא, שבטווחי זמן קצרים מאוד אין הניתוח שמסתמך על גורמי בסיס יכול לספק תשובות לגבי שע"ח צפויים. ייתכן, שההכרעה בוויכוח האינסופי אינה טמונה ברמת הדיוק של ניבויי שע"ח על-פי שתי הגישות, אלא ברווח אשר ניתן להפיק מהן. במילים אחרות, השאלות המרכזיות הן, האם ניתן להפיק באמצעות הניתוח הטכני רווח גבוה מזה שיופק באמצעות הסתמכות על גורמי המאקרו? והאם "הרווח העודף" נובע מהניתוח הטכני או שאולי מסיכון גבוה יותר שאליה נחשף המשקיע?

שוק המט"ח והקשר לשוקי ההון והכסף

ניתוח על-פי גורמי בסיס אינו אומר שבקביעת שע"ח אין מקום לפסיכולוגיה, במיוחד בכל מה שנוגע לטווח הקצר. למעשה, אפשר להסביר את השינויים המהירים בתפיסת הסיכון על-ידי משקיעים כנובעים מגורמים פסיכולוגיים, והשאלה היא מה מקור השינויים? אם להסתמך על האירועים בשלוש השנים האחרונות – טלטלות ותהפוכות בשווקים אחרים, בעיקר בשוקי הכסף וההון, משפיעים מאוד על תפיסות המשקיעים. כך למשל, עלייה בתנודתיות בשוק ההון, המסמנת עלייה בסיכון השוק, הובילה לעלייה מקבילה בתנודתיות של שע"ח ולעלייה בערך של המטבעות אשר נתפסו כ"פחות מסוכנים". הקשר בין שוקי המט"ח לבין שווקים פיננסיים אחרים אינו פסיכולוגי גרידא. קיימים קשרים אמיצים בין הנעשה בשוק הכסף, ואף בשוק ההון, לבין שוק המט"ח. הסיבה לכך היא, שמימון הפוזיציות במט"ח תלוי, לעתים קרובות, באשראי במטבע מקומי. בנוסף לכך, אם מתייחסים למט"ח כאל אפיק השקעה בפני עצמו, הרי שכל התאמה

סירת עומק זו עסקה ב"כלכלה של שערי חליפין" ובגורמים אשר השפיעו בשנים האחרות על מערכות שערי החליפין (שע"ח) בעולם ובישראל. שע"ח הוא המחיר שבו ניתן להמיר מטבע אחד במטבע אחר, והוא נקבע על-פי כוחות השוק אך גם כפועל יוצא מהתערבות של בנקים מרכזיים. התובנות המרכזיות של הסקירה לגבי כלכלת שע"ח קשורות לארבעה תחומים:

- תפקיד הכוחות המאקרו-כלכליים בשוק המט"ח;
- הקשר בין שוק המט"ח לבין שוקי הכספים וההון;
- ההקשר הגלובלי של שוקי המט"ח;
- תפקיד הבנקים המרכזיים בקביעת כללי המשחק בשוקי המט"ח.

התפקיד המכריע של המאקרו-כלכלה

בין הגורמים המאקרו-כלכליים – או "גורמי הבסיס" כפי שכונו בסקירה – לבין שע"ח קיים קשר הדוק. כפועל יוצא, היכולת להפיק רווחים לתקופה מוגבלת מסטיות של שע"ח בפועל מהשער המתחייב מניתוח על-פי גורמי הבסיס קיימת, אך הדבר מתרחש תוך חשיפה לסיכון.

הדוגמה הטובה ביותר לכך היא מסחר באסטרטגיית פער ריביות (Carry trade). מי שהשקיע עד 2008 באג"ח נקובות בדולר אוסטרלי ומימן זאת בהלוואות נקובות בין יפני, אכן קצר רווחים. אך למי שנותר עם הפוזיציה הזו גם לאחר מכן, נמחק בשלב מסוים הרווח ואף נגרם לו הפסד בגלל הפיחות שעבר הדולר האוסטרלי לעומת הין. אם מחשיבים את הסיכון אשר נטלו על עצמם מי שהימרו שהדולר האוסטרלי לכל הפחות לא יפוח, ספק רב אם נרשמה "תשואה עודפת" באסטרטגיה זו.

לצד הסוגיות המאקרו-כלכליות יש חשיבות גם לסוגיות מיקרו-כלכליות דוגמת השחקנים בשוק – עושי שוק, לקוחות, ברוקרים וכיו"ב – והדרך שבה הם אוספים ומעבדים מידע. במסגרת זו יש לשאול מה המשקל שמעניקים השחקנים למידע הכלול בתזרים הפקודות של גופים שונים בשוק המט"ח; וכן "תקציב הסיכון" או ההרשאות של הסוחרים לתרגם את המידע לפוזיציות מסוימות.

סיכום: כלכלת שע"ח

תשומת לב מיוחדת לשינויים שהוא יוזם בכללי המשחק, שכן שע"ח אינו מחיר ככל המחירים. בכלכלה גלובלית, שבה לסחר חוץ ולתנועות הון יש חשיבות עצומה, יש לשערי החליפין משמעות מכרעת, שכן הם קובעים את הכנסתם של יצואנים ויבואנים ואת הערכים של נכסים פיננסיים רבים. מסיבה זו, ממשלות ובמיוחד בנקים מרכזיים, שומרים לעצמם את הזכות להתערב בקביעת השער ואף לקבוע את כללי המשחק אשר במסגרתם יתבצע המסחר במט"ח.

שנים לא מעטות שבהן בנקים מרכזיים של מדינות מתועשות התערבו רק לעתים רחוקות בשוק המט"ח, השכיחו ממשקיעים רבים מה כוחה של התערבות זו. הכישלון של ממשלת בריטניה בספטמבר 1992 להגן על השטרלינג, ורווח בגובה של כמיליארד דולר שגרף איל ההון ג'ורג' סורוס, הפכו למעין "סגולה" נגד התערבות של בנק מרכזי, ואף יצרו אמונה כי התערבות כזו דינה להיכשל בשל עוצמת "כוחות השוק".

גישה זו התעלמה מחוסר הסימטריה שבין מצב שבו בנק מרכזי מנסה למנוע פיחות לבין מצב שבו כוונתו למנוע ייסוף. בעוד שבמקרה הראשון כוחו של הבנק מוגבל, אפילו מוגבל מאוד, הרי שניסיון החודשים האחרונים מראה כי במקרה השני – למנוע ייסוף – סיכויו הרבה יותר טובים.

בנק מרכזי יכול להתמיד לאורך זמן ברכישת מט"ח תוך עיקור של עודפי הנזילות במטבע מקומי שפעולת הרכישה יוצרת. ברור שיש לכך גבול – כפי שמראה הדוגמה השווייצרית המופיעה בפרק השני – אבל, באופן כללי, גבולות אלה הם על-פי רוב רחבים מאוד.

השינוי במשטר שע"ח בישראל ובמקומות אחרים בעולם, אינו עניין של הטווח הקצר אלא הוא נעשה כאן כדי להישאר לטווח ארוך.

בתיק הנכסים של המשקיעים ישפיע הן על מניות ואג"ח, והן על השקעות בנכסים הנקובים במטבעות שונים.

שוק המט"ח בהקשר הגלובלי

הערות אלה מקשרות את הדיון לתובנה השלישית שצוינה לעיל, הנוגעת לחשיבות של ההקשר הגלובלי להבנת ההתפתחויות בשוק מט"ח. שוק המט"ח של ימינו מתבסס על תנועות הון מהירות בין משקיעים שונים. לכן, כל דבר אשר משפיע על משק אחד מקרין על משק אחר במידה כזו או אחרת. כאשר ניתן לבצע עסקאות פיננסיות מעבר לגבול, נוצרות חשיפות למטבעות שונים או למשקיעים אחרים, כך שהמשברים הפיננסיים כבר אינם רק משברים מקומיים, אלא כוללים תמיד מרכיב חשוב של טלטלה בשוק המט"ח. לכן, בנקים גרמניים ובריטיים, למשל, חשופים להתפתחויות ביוון ובספרד.

יתר על כן, במציאות של תנועות הון בינלאומיות יכולים גופים פיננסיים לשאוף לנטרל סיכוני שע"ח כאשר הם רוכשים נכסים במט"ח, ובדרך-כלל יעשו זאת באמצעות עסקאות מעבר לדלפק (OTC) בין אם באמצעות עסקאות אקדמה ובין אם באמצעות עסקאות החלף.

עם זאת, גופים אלה יהיו חשופים לסיכונים אחרים, חמורים לא פחות. כך במקרה של גופים פיננסיים אשר רוכשים נכסים במט"ח לטווח ארוך, וממנים זאת באמצעות הלוואות באותו מטבע, לטווח קצר או בינוני. תופעה זו יוצרת סיכוני נזילות אשר מחייבת גופים פרטיים לשמור על יתרות נזילות במט"ח או להסתמך על יתרות מט"ח אשר בידי הבנקים המרכזיים.

משטר שער החליפין משנה פניו

התובנה "הישראלית" ביותר העולה מהסקירה היא, שתמיד יש להביא בחשבון את התנהגות הבנק המרכזי ולתת



מדיניות שער החליפין של בנק ישראל - תמונת מצב מעודכנת 19/10/2009

למטבעות אחרים מובאים בחשבון גורמים שונים: מצד אחד גורמים שבהווה תומכים בייסוף השקל, ובהם חוסנו של המשק, הצלחת היצוא הישראלי והעודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים; ומהצד האחר גורמים התומכים בפיחות השקל; למשל, ירידתו של היבוא במשך המשבר העולמי הייתה חדה מזו של היצוא, וסביר כי שניהם יתאוששו במהירות עם ההתאוששות העולמית. בנוסף, נראים סימנים לתחילתה של התאוששות בהשקעות של חברות ישראליות ומשקי בית ישראליים בחו"ל, וכן מורגשת האטה מסוימת בקצב ההשקעות הישירות הזרות בישראל.

הגנות מפני התפתחויות לא צפויות בשער החליפין חשוב שהגורמים במגזר העסקי החשופים לשוקי המט"ח - יצואנים, יבואנים, לווים, מלווים ומשקיעים - ימשיכו להביא בחשבון את אי-הוודאות לגבי השינויים בשער החליפין, ויגנו על עצמם נגד התפתחויות צפויות ולא צפויות בשער. יתירה מזו, המתחרים נעשים יעילים יותר, והתחרות בין יצואנים ישראליים לזרים מתעצמת. השתלבותה הגוברת של ישראל בכלכלה העולמית מחייבת התאמה והסתגלות מתמידות של כל ענפי המשק לתנאים העולמיים, בראש ובראשונה באמצעות העלאת כושר התחרות.

בנק ישראל, כחלק מאחריותו למדיניות המוניטארית - עם יעדיו ל יציבות מחירים, תמיכה בצמיחה, ובתעסוקה ויציבות פיננסית - ימשיך לעקוב מקרוב אחר ההתפתחויות בשוק המט"ח. את התקופה הנוכחית של התערבות בשוק המט"ח אנו רואים כחריגה, וכתוצאה ישירה של המשבר העולמי, שטרם הסתיים. אנו צופים שהשוק ישוב ויתקרב למצב ששרר בו בעשור 1998-2008, אז בנק ישראל לא התערב כלל בשוק המט"ח, או, שהצורך בהתערבות בנק ישראל יתעורר רק במקרים נדירים, בנסיבות חריגות במיוחד.

בנק ישראל פועל בשוק המט"ח במצבים של תנודות חריגות בשערי החליפין, שאינן משקפות שינויים מהותיים בתנאים הכלכליים, או במצבים בהם שוק המט"ח אינו מתפקד כיאות או שהוכח שנגרם בו כשל שוק.

לבנק ישראל אין יעד ספציפי לשער החליפין של השקל. יש לבנק אומדנים, הידועים כשער החליפין של שיווי משקל של השקל, הנגזרים מן הגורמים הבסיסיים של מאזן התשלומים. אומדנים אלו משתנים עם הזמן בהתאם לשינויים בסביבה הכלכלית, ומכילים, מטבעם, רכיב משמעותי של אי-ודאות. יתרה מכך, סטיות מאומדן שער החליפין של שיווי משקל הן שכיחות, ולעיתים אף מתמשכות.

כאשר הבנק בוחן שינויים בשער החליפין של השקל, הוא מביא בחשבון, נוסף על שער החליפין של השקל מול הדולר של ארה"ב, גם את השער ביחס למטבעות אחרים, בעיקר האירו. זאת משום שהמשק הישראלי מושפע לא רק מהמשק האמריקאי, אלא גם ממשקיהן של מדינות בגוש האירו ושל מדינות נוספות. בכל יום עסקים מפרסם בנק ישראל את שער החליפין האפקטיבי של השקל, שהוא מדד לשערי החליפין של השקל ביחס לסל מטבעות, שמסקלותיהם משקפים את הרכב סחר החוץ של ישראל.

מאחר שהדולר האמריקאי נחלש מאוד בשנה האחרונה ביחס לרוב מטבעות העולם, שיעור הייסוף בשער החליפין האפקטיבי של השקל היה נמוך מאשר ביחס לדולר. כך, למשל, בששת החודשים שהסתיימו ב-30 בספטמבר 2009, יוסף השקל ב-10.6% ביחס לדולר, אולם רק ב-3.2% ביחס לשער האפקטיבי.

בנק ישראל מנהל מעקב צמוד אחר ההתפתחויות בשווקים המקומיים והעולמיים. הבנק מנתח את אופי הפעילות בשוק המט"ח ואת המגמות לטווח הקצר ולטווח הארוך. בבחינת השינויים בשער השקל ביחס



מחזק למטבע

[חדש!]

סקירת עומק ייחודית השקעות בשוק המט"ח

שוק המט"ח הגלובלי הוא השוק הנזיל, הגדול ונחשב גם למרתק ביותר מבין השווקים הפיננסיים בעולם - וכולנו, במישרין או בעקיפין, שותפים בו • אז אם שאלתם את עצמכם אם ללכת על עסקת ספוט או אקדמה? על "גורמי בסיס" או ניתוח טכני? הדולר לאן? והאם השקל אכן נייד? • קבלו להורדה בחינם את כל התשובות בסקירה חדשה מבית גלובס מחקרים בשיתוף קסלמן וקסלמן PwC ישראל

להורדת הסקירה - www.globes.co.il/research/fx2010

www.globes.co.il

גלובס
עיתון העסקים של ישראל

גלובס מחקרים
הופכים ידע לתועלת

בשיתוף:
PRICEWATERHOUSECOOPERS 
קסלמן וקסלמן



קסלמן וקסלמן PwC ישראל

הרשת הבינלאומית PricewaterhouseCoopers (PwC) מעניקה שירותי ביקורת, מס ושירותי ייעוץ במטרה לבנות את אמון הציבור ולהגדיל את הערך ללקוחות ולמחזיקים בהם. יותר מ-163,000 אנשים ב-151 מדינות בכל רחבי הרשת חולקים מחשבות ופתרונות לפיתוח פרספקטיבות רעננות ועצות מעשיות.

קסלמן וקסלמן, PricewaterhouseCoopers Israel (PwC ישראל) - אנו פירמת ראיית החשבון הוותיקה בישראל, מאז שנת 1924. אנו מונים כיום 49 שותפים וכ-1,000 עובדים מקצועיים, בהם רואי חשבון, כלכלנים, משפטנים, מוסמכים במנהל עסקים אנשי תוכנה ומנתחי מערכות, מהנדסים ועוד. שלושת תחומי השירות העיקריים שלנו הינם שירותי ביקורת וחשבונאות, מס ושירותי ייעוץ, אשר לכל אחד מהם מערך של התמחויות, הערוכים לענות על דרישות השוק הגלובלי והתחרותי.

אנו פרוסים בכל הארץ באמצעות ארבעה סניפים: הסניף הראשי בתל אביב וסניפים נוספים בחיפה, ירושלים ובאר שבע.

בין לקוחותינו מוסדות פיננסיים וחברות ביטוח, חברות תעשייה ומסחר, חברות מסחר וקמעונאות, חברות פארמה, חברות טכנולוגיה וקרנות הון סיכון, חברות תקשורת ומדיה, חברות ביוטכנולוגיה ומדעי החיים, חברות נדל"ן, חברות אנרגיה וקלינטק, מוסדות, לרבות מוסדות להשכלה גבוהה, ארגונים ללא כוונות רווח ועוד. מאפיין עיקרי שלנו הינו, עבודה אינטנסיבית בסביבה רב לאומית תוך שיתוף פעולה וחיבור שוטף לפירמות PwC ברחבי העולם.

רמת שירות גבוהה

שמנו לנו למטרה לספק את השירות הטוב ביותר ללקוחותינו ואנו מחויבים להעניק שירות מהשורה הראשונה באיכות ללא פשרות. אנו מעמידים לרשות לקוחותינו צוות זמין ונגיש, שהינו שותף לדרך, ומסייע בהתמודדות עם האתגרים הניצבים בפניהם. לרשותנו עומדים הידע, הקשרים והכישורים של רשת PwC כולה. משאבים אלה מאפשרים לנו לסייע ללקוחותינו לפתור בעיות עסקיות מורכבות, לעזור ביכולתם לנהל תהליכים וסיכונים ולשפר את ביצועיהם.

מדוע PwC ישראל

- אנו אחת מארבע הפירמות הגדולות בתחומנו בישראל
- אנו חברים ברשת הבינלאומית הגדולה בעולם PricewaterhouseCoopers
- אנו בעלי ניסיון מקצועי רב שנים במתן שירותים לחברות גלובאליות.
- אנו עושים שימוש במתודולוגיות ביקורת בינלאומיות העדכניות ביותר
- אנו עומדים בסטנדרטים בינלאומיים
- אנו בעלי אחריות ומקצועיות
- יש לנו ניסיון במגוון תעשיות ותחומי התמחות
- יש לנו יכולת תגובה מהירה
- יש לנו יכולת להעניק סיוע בכל מקום בעולם בו יש משרד של הרשת

שירותי הביקורת

שירותי הביקורת שלנו תפורים ומותאמים לסוג הלקוח אופיו ותחום עיסוקו ומתבססים על שימוש במתודולוגיית ביקורת אחידה בסטנדרטים הגבוהים ביותר, כפי שנהוגים בכל פירמות PwC ברחבי העולם. צוותי הביקורת שלנו מתאימים את שיטת עבודתם לסביבת הביקורת של כל לקוח על מנת לשמור על יעילות ולהקפיד על איכות. במידת הצורך, אנו מפעילים צוותי ביקורת רב-לאומיים, תוך שילוב צוותי הביקורת של פירמות PwC השונות ברחבי העולם. מכלול החברות בהן אנחנו מטפלים הינו רחב, החל מחברות הזנק ועד לחברות בוגרות וגלובאליות. אנו מלווים אותן בכל אבני הדרך החל מ-IPO וגיוס משקיעים ובהמשך סיוע בביצוע שילובים עסקיים שונים. אנו בעלי ניסיון רב בטיפול בסוגיות חשבונאיות מורכבות, במסגרת פרויקטים חשבונאיים רבים שביצענו עבור ארגונים מובילים בארץ ובחו"ל. אנו מתמחים בכללי החשבונאות המקובלים בישראל, לרבות תקנות ניירות ערך, כללי החשבונאות המקובלים בארה"ב (US GAAP) לרבות תקנות רשות ניירות ערך האמריקאית (SEC) Regulation, תקני חשבונאות בינלאומיים (IAS/IFRS), כללי חשבונאות של מוסדות ללא כוונת רווח (ג"ד 69 ותקן 5) ועוד.



שירותי מסים

אנו מציעים לקהילת העסקים את שירותי מחלקת המסים המובילה במשק הישראלי. מחלקת המסים שלנו מספקת פתרונות מס יצירתיים וחדשניים לרבות מן החברות המובילות במשק הישראלי, כמו גם ללקוחות בינלאומיים רבים מצמרת העסקים בעולם. אנשי מחלקת המסים עובדים בשיתוף פעולה הדוק עם מומחי המס ברשת הבינלאומית של PwC, וזאת על מנת לספק שירותי מיסוי גלובליים כוללים ומקצועיים ללקוחותינו השונים. בסביבת המס הישראלית, המשתנה ללא הרף, ולמול השינויים בנוף הכלכלי העולמי, בולטת מחלקת המסים שלנו ביכולתה לצפות שינויים ותמורות במערכת המס הישראלית ולהעניק שירותים מרחיקי ראות ובעלי מעוף, במטרה לתת מענה לצרכים המורכבים והייחודיים של לקוחותינו.

הודות לגודלה של הרשת הבינלאומית, לפריסתה ברחבי העולם ולידע הרחב שנצבר בתחום המס, ביכולתנו לתמוך בלקוחותינו בכל מקום בו מתעורר הצורך ביעוץ מס, בזירה המקומית או הבינלאומית. אנו מספקים מעטפת שירותים כוללת, בהתאם לדרישת לקוחותינו: מיסוי חברות; מיסוי בינלאומי; מיסוי אמריקאי; מיסוי מקרקעין; מיסוי פרט; מיסוי עקיף; שירות מוקד שע"מ (שירות עיבודים ממוכן) ועוד.

שירותי ייעוץ

קבוצת הייעוץ שלנו מעמידה לרשות חברות מובילות צוותי ייעוץ רב תחומיים, בעלי ניסיון עשיר וידע בינלאומי, שמספקים את הכלים הדרושים לקבלת החלטות ניהוליות מושכלות. היועצים שלנו מספקים מעטפת שירותים כוללת, בהתאם לדרישת לקוחותינו: ליווי עסקאות מיזוגים ורכישות (Transactions Services), ייעוץ כלכלי, ניהול סיכונים ואקטואריה, מערכות מידע, ביקורת פנים ו-SOX, ממשל תאגידי ואתיקה: בניית תוכניות תגמול לעובדים ומנהלים, מחלקת תמריצים, ייעוץ בתחום ה-Forensics ושירותי נאמנויות. היועצים שלנו בקיאים ומעודכנים ברגולציה בינלאומית והשלכותיה על לקוחותינו.

קוד ההתנהגות של PwC ישראל

אנו מחויבים לקוד ההתנהגות של הרשת הבינלאומית והטמענו אותו בקרב עובדינו. קוד ההתנהגות שלנו מחייב את שותפנו ועובדינו, לעבודה לפי כללי מוסר ואתיקה. כללים אלה חלים עלינו בשלבי ההתקשרות והעבודה השוטפת עם לקוחותינו, בקשרים שלנו עם הזולת ובעזרה לקהילה. אנו כפירמה מובילה בארץ ובעולם מאמינים כי מחויבות חברתית היא הבסיס לשיפור ערכי ההתנהגות ודרכי פעולתנו בעולם העסקים.

ליצירת קשר:

טלפון 037954555

דוא"ל kesselman.marketing@il.pwc.com

www.pwc.co.il