

עצמאות השקל החדש - משטר של שער חליפין

נייד

פעם, לפני שנים רבות, היו לא מעט ישראלים ששמרו את הדולרים המעטים שהיו ברשותם מתחת לבלאטות || מאז חלפו שנים רבות, הלירה הפכה לשקל, השקל הפך לשקל חדש, אפסים הורדו מהמטבע הישראלי, אך המהפכה האמיתית ארעה בשנים האחרונות || ישראל עברה למאזן תשלומים חיובי, השקל הפסיק להיות מפוחת מול הדולר ולהפך - לאחרונה חזינו בתיסוף משמעותי בערך המטבע הישראלי ואחרי־כך שוב לפיחות מסויים || איך פועל שוק המט"ח? מדוע כה רבה התנודתיות? האם ניתן לצפות מה יהיה שער הדולר, למשל, בעוד חודש, עוד שנה או ב-2010? || **ד"ר אריה נחמיאס** מבאר כמה וכמה מושגים ומשיב על השאלות המטרידות יום יום לא

<< **מאת ד"ר אריה נחמיאס**
חגיגות יום העצמאות ה-59 של מדינת ישראל הסתיימו לא מזמן. השנה הציג השקל החדש, המטבע הלאומי של המשק הישראלי, את עצמאותו והמחיש בצורה ברורה ובהירה את המשמעות של משטר שער חליפין נייד (flexible exchange rate) משטר שבו שער החליפין נקבע על ידי כוחות השוק ללא התערבות הבנק המרכזי.

שער החליפין הינו מחיר המטבע של משק מסוים במונחי המטבע של משק אחר. באמצע חודש מאי היה מחירו של הדולר האמריקאי 3.93 ש"ח. כמו כל מחיר אחר שער החליפין אינו סטטי והוא עשוי להשתנות. לקראת סוף חודש יוני נקבע שער החליפין על 4.29 לדולר אמריקאי. כאשר שער החליפין משתנה כך שיחידה אחת של מטבע חוץ, \$, שווה למספר גדול יותר של יחידות מטבע מקומי, ש"ח, פירושו של דבר שחלה ירידה בערכו של המטבע המקומי — פיחות, depreciation. כאשר יחידה אחת של מטבע חוץ שווה

למספר קטן יותר של יחידות מטבע מקומי, פירושו של דבר שחלה עליה בערכו — ייסוף, appreciation.

שער החליפין, כאמור, הוא מחירם של מטבעות והוא נקבע בשיווי משקל בין ההיצע והביקוש למטבע חוץ הנובעים מכל העסקאות שהמשק מבצע במטבע חוץ והמפורטות במאזן התשלומים (balance of payments) – מהחשבון השוטף ומחשבון ההון.

שער חליפין נייד צעיר יחסית

החשבון השוטף של המשק מכיל את כל עסקאות היצוא והיבוא של סחורות ושירותים שבוצעו בין המדינה לבין שאר העולם. חשבון ההון כולל את כל העסקאות הבינלאומיות הכרוכות בקניית נכסים או במכירתם. ובמילים אחרות, השקעות שאר העולם במדינה והשקעות המדינה בשאר העולם. הראשונות הן זרם מטבע חוץ נכנס והאחרונות הן זרם מטבע חוץ יוצא.

בישראל משטר שער חליפין נייד הוא צעיר יחסית,

ציוני דרך למטבע הישראלי

מ-17 באוגוסט 1948

1 לירה ישראלית = 1000 מיל

מ-24 דצמבר 1948

1 לירה ישראלית = 1000 פרוטות

מ-1 בינואר 1960

1 לירה ישראלית = 100 אגורות

מ-24 בפברואר 1980

1 שקל = 10 לירות ישראלית

מ-4 בספטמבר 1985

1 שקל חדש = 100 אגורות

בן שנתיים. עד שנת 1977 התקיים במשק משטר שער חליפין קבוע. משטר שבו הבנק המרכזי, בנק ישראל, מתחייב מראש לספק עודפי ביקוש או לקלוט עודפי היצע, על מנת להבטיח לבנקים המסחריים, שהם הגופים העיקריים שפועלים בשוק מטבע החוץ (foreign exchange market), את האפשרות למכור או לרכוש מטבע חוץ ללא מגבלה בשער החליפין הקבוע הרשמי.

משנת 1977 הונהג משטר של ניוד מנוהל (managed float). הבנק המרכזי משפיע על שער החליפין אך אינו מנסה לקבוע אותו באיזשהו שווי שהוכרז פומבית, זהו שילוב של שער חליפין נייד בתוך מרווח מוגדר ובין שער חליפין מפותח, למניעת חריגה מהרווח.

בין השנים 1986 ל-1991 הונהגו שינויים חשובים בשיטת קביעת החליפין. בשנת 1986 הוחלט, שמאחר והמסחר הבינלאומי מתבצע לא רק בדולר אמריקאי אלא גם במטבעות אחרים, לפעול בתחום שער החליפין. כשמשנתה היעד אינו שער הדולר

מהו שוק המט"ח?

שוק המט"ח הוא שוק שהגופים העיקריים הפועלים בו הם בנקים מסחריים, מוסדות פיננסיים (בתי השקעות וחברות ביטוח) ובנקים מרכזיים. רוב הפעילות בשוק זה היא בין הבנקים, כלומר במסחר בין בנקאי, במהלך המסחר בבנקים מציעים שערי קניה ומכירה למטבעות השונים. פרטיים ופירמות פועלים בשוק זה דרך הבנקים המסחריים והמוסדות הפיננסיים. מידי יום סוחר בנק ישראל עם הבנקים המסחריים בכל המטבעות, וברגע מסוים של המסחר, קובע בנק ישראל את שער החליפין המשמש כקנה מידה לעסקאות מט"ח במשק - זהו השער היציג. מידע זה מופיע על צגי מחשב של המשתתפים בשוק ובכל שניות אחדות מופיעים על המסך שערים חדשים.



בישראל משטר שער חליפין נייד הוא צעיר יחסית, בן שנתיים. עד שנת 1977 התקיים במשק משטר שער חליפין קבוע. זהו משטר שבו הבנק המרכזי, בנק ישראל, מתחייב מראש לספק עודפי ביקוש או

האמריקאי אלא השער של סל מטבעות זרים עיקריים שהרכבו מעודכן רק לעיתים רחוקות. כדי להקטין את אי-הוודאות בחיזוי שער החליפין הוחלט להכריז מראש על מסלול יעד של שער החליפין. לצורך זה אומצה שיטת "רצועה" שלפיה מכריז הבנק המרכזי על מרווח שער החליפין, וכל עוד שער החליפין אינו חורג מהמרווח המוכרז הוא נקבע על ידי כוחות-ביקוש והיצע ללא התערבות הבנק המרכזי. ההתערבות של בנק ישראל התחייבה על מנת למנוע חריגה של שער החליפין מהמרווח המוכרז. בסוף שנת 1991 הוחלט לעבור למשטר של ניהול שער החליפין במסגרת "רצועת ניוד אלכסונית" ששיפועה מותאם להפרש אינפלציוני היעד בישראל לקצב האינפלציה במדינות שאנו סוחרים עמן. משנת 1996 בנק ישראל הפסיק מלהתערב במסחר במטבע חוץ אלא רק כדי להגן על גבולות הרצועה. לקראת סוף המילניום הורחבה הרצועה פעמים אחדות, והמשמעות המעשית הייתה ניוד שער החליפין בתוך תחום רחב. בחודש יוני



שהמטבעות בה אינן שומרות על ערך יחסי קבוע. עליהם לתת את הדעת על מערכת שערי חליפין, המצב המקרו כלכלי והמדיניות הכלכלית במדינות השונות, והמכשירים הפיננסיים להגנה וניהול סיכונים (למענויין להרחיב הבנתו וידיעותיו בנושא זה בפרט ובשוק ההון הגלובלי בכלל מומלץ הקורס "מימון עסקי רב-לאומי" המוצע במסגרת לימודי ה-MBA).

אייכולת לחזות שינויים

האם ניתן לקבוע תחזית ודאית ומושלמת לרמה שאלה יגיע שער החליפין בסוף השנה? האם ניתן לקבוע תחזית ודאית ומושלמת לשער החליפין בטווח קצר? התשובה היא לא. אי-היכולת לחזות את השינויים בשער החליפין נובע מכך שלא פשוט לחזות את כל אלפי הגורמים שפועלים לשינויים בו. נוכל להצביע על גורמים מרכזיים אחדים שמשפיעים על שער החליפין ואשר עומדים בבסיס הציפיות לשינוי בו, ציפיות הגורמות לתנודתיות בשער החליפין. אחזור ואדגיש כי לא פשוט לחזות את כל הגורמים המשפיעים ואת המשקל היחסי של כל אחד מהם, משקל המשתנה על פני זמן. הגורמים המרכזיים:

מאזן התשלומים – החלשות במטבע המקומי נובעת מעודף יצוא על יבוא, עודף המתורגם לביקוש למטבע זר אשר גדול מההיצע שלו. ישראל, כפי שהצגתי קודם, נהנית כבר 4 שנים מעודף אשר גרם להתחזקות בשקל החדש. בארה"ב קיים גרעון אשר גורר החלשות הדולר האמריקאי בעולם.

פערי ריבית, שקילות שערי ריבית (interest rate parity) – הבדלים בשערי ריבית בין מדינות, שנובעים בין היתר משוני במדיניות המוניטארית והפיסיקלית, יכולים לעודד תנועות הון גדולות, מאחר והמשקיעים מחפשים תשואות גבוהות. תנועות הון אלה (בהגה היומית על המוספים הכלכליים – 'זרים') יובילו לשינוי בשער החליפין. למדינה שלה ריבית גבוהה יזרום הון זר וזה יגרום לייסוף המטבע.

פערי אינפלציה – (שקילות יחסית של כוח הקנייה Relative Purchasing Power) שינוי ביחס רמות המחירים בין מדינות, כתוצאה מפערי אינפלציה בין המשקים השונים, יגרום שינוי בשער החליפין. מטבע מדינה עם אינפלציה גבוהה יפוחת ביחס למדינה עם אינפלציה נמוכה. כדאי לשים לב לכך כי בשנים האחרונות האינפלציה בארה"ב גבוהה מזו השוררת במשק הישראלי. ❧

2005 בוטלה רצועת הניוד, ומאז נהוג בישראל משטר של שער חליפין נייד.

הדולר חצה הרף כלפי מטה

שנת 2007 היא השנה הרביעית ברציפות של שיפור במאזן התשלומים – עודף בחשבון השוטף, לעומת גרעון משמעותי שהמשק הישראלי סבל משך עשרות שנים, זוהי תופעה חדשה במשק הישראלי. הכוחות המרכזיים שפעלו לעודף הגבוה והחריג, בפרספקטיבה היסטורית, בחשבון השוטף הם: הרפורמות בשוק ההון, הרפורמה במס על השקעות בחו"ל, חסכון ציבורי מעבר לצפוי, ריבית מקומית דומה לריבית בארה"ב, כשלקראת סוף 2006 ובמהלך 2007 הריבית המקומית אף נמוכה מהריבית בארה"ב.

תנאי המקרו החיובים של המשק הישראלי וצמיחתו המהירה לצד ההחלשות של הדולר בעולם, פעלו לתיסוף השקל החדש, עוד משנת 2006. ובתחילת חודש מאי חצה הדולר האמריקאי את רף 4 השקלים כלפי מטה והגיע לרמה של 3.93 ש"ח.

רבים במשק עדיין לא הטמיעו את הרפורמות בשוק ההון ואת המציאות הגלובלית שבה המשק פועל, ומידי פעם עולות טענות ששער החליפין גבוה או נמוך. השקל החדש נהנה מעצמאות, שער החליפין נקבע בשוק המט"ח על פי כללי היצע וביקוש. לרשות כל החוששים מפיחות או ייסוף העמידה תורת המימון מכשירי הגנה (hedging) שונים המאפשרים להתמודד עם התנודתיות בשער החליפין. כבר עשור שמכשירי הגנה שכאלה קיימים בשוק ההון בישראל. ברור שליצואנים שקל חזק אינו טוב, עבורם עדיף שקל חלש. הלחצים שהם מפעילים על בנק ישראל שישפיע על שוק המט"ח לא יואילו שכן בנק ישראל אינו יכול להשפיע במיידית ולאורך זמן על שוק המט"ח. ההתמודדות של היצואנים עם שקל חזק חייבת להיעשות על ידי רכישת הגנות מפני שינוי בשערי החליפין.

למדנו כבר כי השווקים השונים פועלים בתנאי אי-וודאות, סביבה שחלים בה שינויים מואצים בכל הרבדים: פוליטי, חברתי, טכנולוגי, גיאופוליטי, כלכלי. רבים עדיין מסרבים להכיר בכך שלשוק המט"ח מאפיינים דומים וכי גם הוא מתפקד על פי כללי היצע וביקוש. כאשר השוק הוא גדול, נזיל וגלובלי וזרמי מזמונים חוצים גבולות מדיניים, מקבלי ההחלטות מתמודדים עם בעיה מרכזית של מערכת רב-מטבעית

האם ניתן לקבוע תחזית ודאית ומושלמת לרמה שאלה יגיע שער החליפין בסוף השנה? האם ניתן לקבוע תחזית ודאית מושלמת לשער החליפין