

04.11.2021

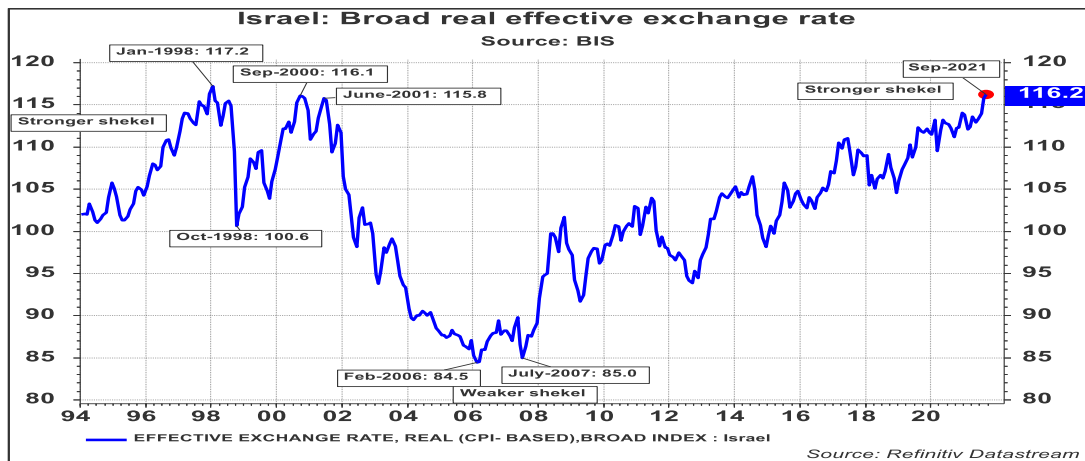
השקל לאן

ד"ר גיל מ בפמן, כלכלן ראשי קבוצת לאומי | קובי לוי, ראש דסק אסטרטגיות שווקים; דודי רזניק, אסטרטג ריביות

רקע

השקל שב ומתחזק הבוקר וממשיך את מגמת ההתחזקות שנקטעה, ככל הנראה זמנית, בראשית השבוע.

שער החליפין של השקל התחזק מאוד בימים האחרונים. מדד שער החליפין הריאלי של השקל, אשר מהווה את המדד הנכון להסתכלות ארוכת טווח על שער החליפין, היה קרוב לשיא חוזקו בחודש ספטמבר 2021. מדד זה מבוסס על סל רחב של שערי חליפין של השקל ביחס למטבעות שונים, ומתוקנן על פי הפרשי אינפלציה. הנתון הוא חודשי והנתון של חודש ספטמבר הוא האחרון שפורסם (על סמך מדד המחירים לצרכן האחרון הידוע). בעקבות התיסוף בנובמבר, השער הריאלי צפוי להגיע לשיא כל הזמנים. ישנן שיטות נוספות לחישוב שער החליפין הריאלי של השקל, אך המגמה ונקודות



הקיצון דומות.

רמות השיא של עוצמת השקל, במונחים ריאליים, נרשמו בראשית 1998 ובראשית העשור של שנות ה-2000, תקופות בהן תנאי הרקע הבסיסיים של המשק הישראלי (ה-fundamentals) היו פחות טובים מאלה של העת הנוכחית. תקופה זו התאפיינה בתנועות הון נכנסות גדולות לישראל, במסגרת "מהלך ה-Dot com".

מהלך התיסוף של השקל נקטע לקראת סוף 1998 עם פרוץ משבר LTCM (קרן גידור גדולה שקרסה יחד עם משבר החוב הגדול של רוסיה). לאחר חלוף המשבר הזה, השקל שב והתחזק, אך נחלש מאוד במהלך 2002, כאשר המשק הישראלי נפגע מהתממשות של "תרחיש סיכון משולב" שכלל: ירידת התיאבון להי-טק (התפוצצות בועת הדוט-קום); האטה כלכלית עולמית (גם בעקבות פיגועי 9/11); בעיות במדיניות הכלכלית המקומית; ופרוץ האינפלציה השנייה.

תמונת מצב אקטואלית:

על רקע תנאי המאקרו החיוביים מאוד של המשק הישראלי, השקל שב והתחזק במונחים ריאליים והגיע לאחרונה לרמות השיא ההיסטוריות. כפי שנאמר בעבר על ידי אחד הנגידים הקודמים של בנק ישראל: אין משק טוב עם מטבע חלש". עוצמת המשק הישראלי הודגמה היטב בתנועות ההון הנכנסות לישראל.

בשנת 2020, סך תנועות ההון הנכנסות נטו (השקעות ישירות והשקעות פיננסיות) עמד על כ-21 מיליארד דולר – גבוה משמעותית מההיקף בשנתיים שקדמו לכך. העודף הוא תוצאה של גידול חד הן בהשקעות הישירות של זרים בישראל והן בהשקעות הפיננסיות. באשר ל-2021, נציין כי כבר במחצית הראשונה של 2021, תנועות הון אלו הסתכמו בעודף נטו של כ-21 מיליארד דולר. לפיכך, שנת 2021 מסתמנת כשנת שיא מבחינת תנועות הון נכנסות.

התנועות האסטרטגיות (השקעות ישירות) שהן יותר ארוכות טווח, ומצביעות על אמון במשק המקומי, לא נפגעו כלל או ירדו במידה מסוימת בזמן המשברים הכלכליים הגלובליים, אולם בזמן המשבר החרף של תחילת שנות ה-2000, שהיה גם עולמי וגם מקומי, הירידה הייתה משמעותית יותר.

הכללתה של ישראל במדד איגרות החוב הממשלתי העולמי, WGBI, (מדד אג"ח פופולרי, שעל פי הערכות קרן המטבע עוקבות אחריו קרנות השקעה בהיקף של 2-4 טריליון דולרים) החלה להיות מיושמת בפועל בתחילת משבר הקורונה תרמה לעלייה חדה בהיקפי ההשקעות הפיננסיות הנכנסות. לעליית תנועות ההון הנכנסות לישראל תרמו הביצועים החיוביים יחסית של כלכלת ישראל בזמן משבר הקורונה. היקף ההנפקות הגדול באופן חריג של ממשלת ישראל בחו"ל, ושל חברות הזנק בעיקר בתחום שירותי ההייטק, תרמה אף היא לרמה הגבוהה של תנועות ההון הפיננסיות הנכנסות.

מדיניות בנק ישראל בשוק המט"ח:

בנק ישראל הזכיר לא פעם את המונח "חלון שער החליפין הדינמי", המהווה טווח "שער חליפין הוגן" על הגורמים המאקרו כלכליים. נראה שבנק ישראל מכוון את מדיניות ההתערבות שלו בשוק תוך התחשבות במידת התאמת שער החליפין בפועל לטווח המשתמע מן החלון הנ"ל. כאשר תנאי המאקרו של המשק הישראלי מתחזקים, החלון עשוי לזוז ולאפשר מקום רב יותר לתיסוף של השקל.

לא מן הנמנע שנעשה כיוון זה של החלון בחודשים האחרונים, תוך מתן אפשרות להתחזקות מוגבלת של השקל, גם כביטוי להכנסת מרכיב גדל יותר של אי וודאות למסחר. יתכן שהמהלך של הימים האחרונים לכ-3.10-3.16 שקל לדולר, מהווה חריגה מאותו חלון. עד כה, נראה שמהלכיו של בנק ישראל לתקן את אותו מהלך יתר מתונים יחסית. בראשית השנה, כאשר השער ירד לכ-3.11-3.13 שקל לדולר, בנק ישראל הגיב עם הכרזה תקדימית של תכנית רכישות, אך עתה לא הייתה תגובה כזו. נציין שבנק ישראל חפשי להתערב בשוק והצהיר על גמישותו ונחישותו בעניין ניהול שער החליפין מספר פעמים בחודשים האחרונים. לא מן הנמנע שיש בבנק ישראל חשיבה מחודשת על הרמה הרצויה של יתרות המט"ח וייתכן שנרקמת ברקע תכנית לשימוש בכלים אחרים, בין אם בהפעלת בנק ישראל ובין אם בהפעלת גורם אחר.

בנק ישראל הצהיר שאף אם התנאים הבסיסיים תומכים בהתחזקות השקל, ברצונו למתן את התהליך, זאת מתוך התחשבות בסקטור העסקי הישראלי. נראה שהיבט זה, של "שמירה" על הסקטור העסקי מפני פגעי תיסוף "מהיר מדי", תוך הימנעות מפני הגעה לשער החליפין ריאלי של שיא כל הזמנים, יהיה במסגרת שיקוליו של בנק ישראל בבחירת צעדיו בעתיד הנראה לעין. נראה שהתגובה המתונה לאחרונה, עם השתוות בתגובה, עשויה להיות מכוונת על ידי בנק ישראל וזאת במטרה שהשוק יפנים את האפשרות של סיכון התיסוף ושבנק ישראל לא יהיה שם לעולם כקונה של כל סכום במינימום שינוי במחיר.

לאחרונה, נפתח פער ניכר בין ציפיות השוק לגבי קצב והיקף העלאות הריבית, לבין הצהרת בנק ישראל, ותחזית חטיבת המחקר. הפער בא לידי ביטוי, בציפיות השוק להעלאת ריבית מהירה, כך שלפי ציפיות שוק הנגזרים, הריבית הממוצעת בין נובמבר 2022 לנובמבר 2023 תהיה כ-1%, בעוד בנק ישראל צופה העלאת ריבית אחת (של 0.15 נ"ב) בסוף 2022. הערכת השוק לגבי מהלך מהיר יחסית של העלאת ריבית קיימת למרות שהאינפלציה בפועל בישראל נמוכה מזו של ארה"ב ושל גוש האירו ולמרות הצהרות בנק ישראל לגבי "דרגות החופש" הרבות המצויות בידיו. פער זה בנושא צפי הריבית מסביר חלק מהתיסוף של השקל לאחרונה, שכן העלאת ריבית מהירה כזו בישראל, אם אכן תתממש, במקביל לסביבת אינפלציה נמוכה בהשוואה גלובלית, תעלה את התשואה הריאלית בשקל, ומייצרת לחץ נוסף לתיסוף השקל. השאלה בעניין זה, היא מי צודק? ולהערכתנו, עמדתו של בנק ישראל ונכונותו להפגין סבלנות לגבי הידוק מוניטרי תואמת את תמונת המצב הכלכלית ואת העלייה באינפלציה אל מרכז היעד.

תחזית:

במידה ובנק ישראל ישוב להתערב בשוק "רטורית", או ברכישות בפועל, או באמצעות כלים חדשים של ב"ו/או של הממשלה, נראה שהיעד הבלתי מוצהר יהיה בסדרי גודל של 3.15-3.20, זאת בהיעדר שינויים של הדולר בעולם.

במידה ובנק ישראל ימשוך את ידו משוק המט"ח --דבר שיצריך הסבר לשינוי המדיניות המוצהרת-- הדרך תיסלל בטווח הקצר לתיסוף לכיוון של כ-3 שקל לדולר. בנסיבות כאלו, יהיה לתיסוף מתמשך שכזה אפקט ממתן על שיעור עליית מדד המחירים לצרכן בישראל ויתכן שכתוצאה מכך ידחה מועד התחלת העלאת ריבית בנק ישראל לשלב מאוחר בהרבה מאשר שלהי 2022.

לבסוף, התממשות של תרחיש קיצון שלילי, כדוגמת מה שתואר לעיל בנוגע לשנת 2002, יכולה להביא להיחלשות של ממש של השקל, אם כי, ייתכן ולא באותן עצמות כבעבר, על רקע התנאים הבסיסיים השונים (לחייב). אין מדובר בתרחיש תאורטי, אלא תרחיש קיים, שהועבר לאחרונה מבנק ישראל לבנקים.

חדר עסקאות

חטיבת שוקי הון

חדר עסקאות

חטיבת שוקי הון

אין למסור, להעביר, להביא לידיעה, להעתיק, לפרסם, במישרין או בעקיפין, בכל אופן או שיטה, את המידע שלעיל או חלקים ממנו. אין לראות באמור לעיל תחליף לשיקול דעתך העצמאי או הצעה או הזמנה לקבלת הצעות או ייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא - לרכישה ו/או ביצוע השקעות ו/או פעולות או עסקאות כלשהן. יצוין כי כל החלטה בקשר עם האמור לעיל (כולו או חלקו) תתקבל ותבוצע על ידך באחריותך המלאה.

המידע נמסר על סמך נתונים ופרטים עדכניים נכון למועד שליחתו. במידע עלולות ליפול טעויות ועשויים לחול בו שינויי שוק ושינויים אחרים.

תחזיות בדבר מגמות עתידיות עשויות שלא להתממש, בין היתר, משום שהן מבוססות על מידע צופה פני עתיד. כמו כן, עלולות להתגלות סטיות משמעותיות בין ההערכות המובאות כאן לבין התוצאות בפועל. הבנק אינו מתחייב לעדכן את המידע ו/או להודיע בדרך כלשהי על שינויים כאמור, מראש או בדיעבד.

אין לראות במידע האמור משום התחייבות מצד הבנק לביצוע עסקה ו/או לתנאי עסקה.

אין לראות במסמך זה משום המלצה בנושאי מיסוי ו/או רישום חשבונאי.

מכשירים פיננסיים נגזרים כרוכים בסיכון מיוחד ובהם פועל הבנק כמשווק, באופציות ובחוזים עתידיים הבנק עוסק בשיווק השקעות. הבנק הינו בעל זיקה לנכסים האמורים ויש לו אינטרס כלכלי בשיווקם.

מסמך זה בוצע בהסתמך אך ורק על מידע פומבי גלוי לציבור ולא בוצעו בדיקות לאימות הנתונים.

לבנק ו/או לחברות בנות שלו ו/או לחברות הקשורות אליו ו/או לבעלי שליטה ו/או לבעלי עניין במי מהם עשוי להיות מעת לעת עניין במידע.

באם אינך מעוניין לקבל סקירה זאת, נא לשלוח הודעה לתיבת המייל bl.unsubscribe@bankleumi.co.il