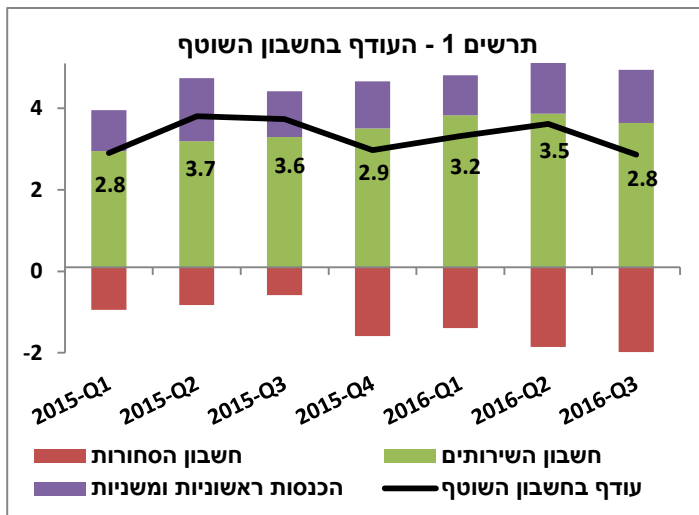


ט"ו בכסלו תשע"ז, 15 דצמבר 2016

מאזן התשלומים מסביר באופן חלקי בלבד את עוצמתו של השקל

- ירידה מסוימת בעודף בחשבון השוטף ברבעון השלישי של השנה, עם זאת, השנה צפוי עודף של כ-4% תוצר, לעומת רמת שיא של 4.6% ב-2015.
- נרשמה רמה חריגה של השקעות ישירות של ישראלים בחו"ל, ככל שידוע לנו, על רקע עסקת טבע-אלרגן, שלהערכתנו, השפעתה על שוק השקל-דולר אינה מהותית (אם בכלל). מנגד, השקעות זרים בישראל מוסיפות להיות גבוהות.
- במהלך הרבעון השלישי המשיך השקל להתחזק במונחי השער האפקטיבי, וכך גם מתום הרבעון ועד היום.

ירידה בעודף בחשבון השוטף, אולם רמתו גבוהה למדי

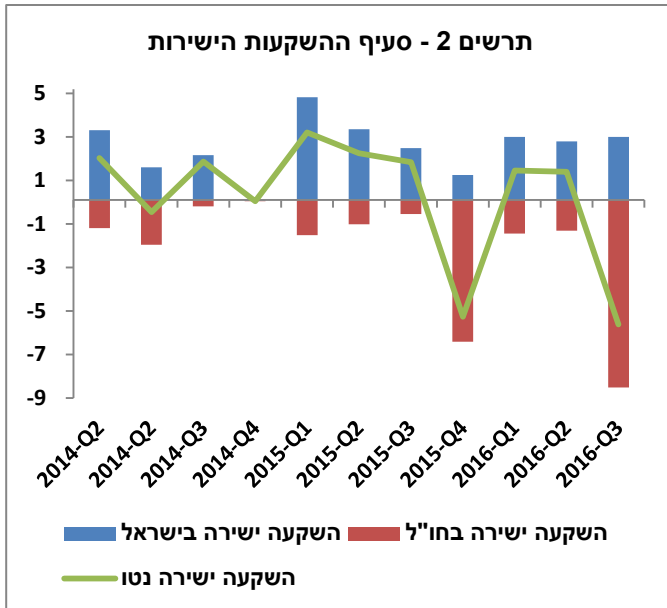


העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים הסתכם ברבעון השלישי של 2016 ב-2.8 מיליארד דולר, נמוך בהשוואה לרבעונים הקודמים (תרשים 1). הגרעון בחשבון הסחורות התרחב מעט על רקע גידול ביבוא הסחורות, לצד גידול מתון יותר ביצוא. נציין, כי ברבעון השלישי מחיר הנפט שמר על יציבות (ממוצע מול ממוצע), ובניגוד לרבעונים קודמים, השינוי במחיר הנפט לא השפיע באופן מהותי על היקף היבוא. בנוגע לחשבון השירותים, העודף הצטמצם על רקע ירידה מתונה מאוד ביצוא (בעיקר אקזיטים של חברות סטארטאפ), וגידול ביבוא, בעיקר של שירותי תיירות ותחבורה.

על אף הירידה ברבעון השלישי, אנו מעריכים שהעודף יסתכם השנה בכ-4% תוצר (כ-13 מיליארד דולר) לעומת רמת שיא של 4.6% ב-2015.

התמונה העולה מהחשבון הפיננסי עשויה להטעות

הסעיף המעניין ביותר בחשבון הפיננסי לצורך ניתוח מגמות ארוכות טווח בשער החליפין של השקל, הינו סעיף ההשקעות הישירות (תרשים 2). בניגוד להשקעות בניירות ערך סחירים, ההשקעות הישירות הן השקעות ריאליות, בדרך כלל לטווח ארוך. ברבעון השלישי, סעיף ההשקעות הישירות נטו הסתכם בגרעון של 5.7 מיליארד דולר (בהשוואה לעודף של 1.3 מיליארד ברבעון הקודם), זאת בשל השקעות ישירות של ישראלים בחו"ל בהיקף חריג של 8.6 מיליארד! (1.4 ברבעון הקודם). ככל הידוע לנו, ההשקעה החריגה, נובעת במידה רבה, מעסקת הענק שבה רכשה "טבע" את החטיבה הגנרית של חברת התרופות "אלרגן" בשווי כולל של כ-40.5 מיליארד דולר (כ-33 מיליארד במזומן והיתרה במניות חברת טבע). מנגד, ההשקעות הישירות של זרים בישראל שומרות על רמה גבוהה, וברבעון השלישי הסתכמו ב-2.9 מיליארד דולר.



כאשר בוחנים את ההשפעה שיש להשקעות הישירות של ישראלים בחו"ל על ביקוש לדולרים (ומכאן להיחלשות השקל), יש לשאול מהיכן גויס הכסף לביצוע העסקה, והאם הוא הומר משקלים למט"ח. לצורך העניין, כאשר חברת ענק ישראלית בינלאומית רוכשת חברה זרה, ניתן להניח שחלק הארי מהסכום לרכישה, לא הומר משקלים למט"ח, ולכן העסקה לא משפיעה באופן מהותי (אם בכלל) על שער החליפין של השקל. מנגד, ניתן להניח שחלק לא מבוטל מהיקף ההשקעות הישירות של זרים בארץ מומר לשקלים, ובכך תומך בהתחזקות השקל.

ואמנם, בהמשך למגמה ארוכת הטווח (תרשים 3), במהלך הרבעון השלישי, השקל התחזק ב-2.5%, במונחי שער חליפין אפקטיבי, וזאת על אף רכישות מט"ח של בנק ישראל בהיקף של 1.2 מיליארד דולר, וללא כל צמצום במדיניות המוניטרית. לכן, אנו מעריכים כי היקפן החרג של ההשקעות הישירות בחו"ל, לא ייצר לחצים משמעותיים להיחלשות השקל.

מתחילת הרבעון הרביעי ועד היום, התחזק השקל ב-2.2% נוספים, ושער החליפין האפקטיבי ממשיך לשבור



שיאים חדשים. בחודשים אוקטובר-נובמבר, בנק ישראל רכש כ-300 מיליון דולר בלבד, במסגרת תכנית הגז, ולא פעל למיתון ההתחזקות (סך רכישות המט"ח השנה נאמדות בכ-5 מיליארד דולר לעומת כ-9 מיליארד אשתקד). התחזקות השקל ממשיכה להוות גורם ממתן לאינפלציה, ומקשה על בנק ישראל לעמוד ביעד האינפלציה. בנוסף, רמתו המיוספת של השקל מכבידה על פעילותו של המגזר הסחיר (יצואנים ותחליפי יבוא).

בראייה צופה פני עתיד, אנו מעריכים כי הכוחות הבסיסיים הפועלים על השקל, ובראשם העודף בחשבון השירותים והשקעות ישירות בישראל, ימשיכו לדחוף להתחזקות השקל. מכאן, שמדיניות רכישות המט"ח של בנק ישראל עשויה במקרה הטוב להאט את מגמת ההתחזקות, להחליק את התנודתיות בשער החליפין של השקל, וכך לאפשר התאמה טובה יותר של הכלכלה הריאלית למציאות של שקל חזק.

המסמך הוכן על ידי:

גיא מאור, אנליסט מאקרו ושווקים guv.maor@dbank.co.il, טלפון: 03-5144002

מחלקת מאקרו כלכלה ואנליזה בנקאית, בנק דיסקונט

מנהלת המחלקה: נירה שמיר, כלכלנית ראשית, nira.shamir@discountbank.co.il

הערות ואזהרות כלליות מטעם בנק דיסקונט לישראל בע"מ:

הניתוח הכלול בסקירה זו הינו למטרות אינפורמציה בלבד ואין לראות בו המלצה, תחליף ליעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל לקוח או הזמנה לייעוץ כאמור או הצעה להחזיק/לקנות/למכור ני"ע או נכסים פיננסיים או התחייבות של בנק דיסקונט לישראל בע"מ (להלן: "**הבנק**") לייעץ ללקוחותיו בהתאם לאמור בו.

הניתוח מתפרסם בהתבסס, בין היתר, על נתונים ומידע גלויים לציבור שהונחו כמהימנים מבלי שנבדקו עצמאית, העשויים להיות חסרים, בלתי מדויקים, בלתי מעודכנים ואינם מתיימרים להוות ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בה או להחליף את שיקול דעתו העצמאי של הקורא. הדעות המובאות בסקירה מייצגות את עמדת מחבריה והן אינן זהות בהכרח לעמדת יועצי ההשקעות בבנק. הדעות האמורות נכונות ליום פרסומן לראשונה והן יכולות להשתנות בכל עת ללא הצורך בהודעה מוקדמת. הניתוח מופץ כחלק מתפוצה רחבה, וגם אם במסגרת תפוצה רחבה זו, הוא מגיע אליך אישית באמצעות הדוא"ל או בכל דרך או מדיה אחרת, אין לראות בו משום ניתוח או סקירה המותאמים לצרכיך ולנתונים האישיים שלך, לא מבחינת תוכן הניתוח, לא מבחינת סוגי הני"ע והנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ככל שהיה ולא מכל בחינה אחרת.

עשוי להיות למחברי הסקירה ו/או לבנק עניין אישי בנושא הסקירה. הבנק וכל חברה קשורה אליו ו/או בעלי מניותיו ו/או עובדיו ו/או מי מטעמו אינם לא יהיו אחראים לכל אי דיוק, שגיאה או כל פגם אחר בסקירה זו, לרבות ביחס לנתונים ו/או לכל נזק, ישיר או עקיף, שייגרם, אם ייגרם, כתוצאה מהסתמכות על סקירה זו, ואינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט. אין להפיץ, להעתיק, לפרסם או לעשות כל שימוש אחר בסקירה זו ללא אישור הבנק מראש ובכתב. העברת הסקירה ופרסומה במלואה או בחלקה, ללא קבלת אישור הבנק כאמור לעיל הינה אסורה בהחלט. הבנק ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע עסקאות בבורסה ובפעילות בנקאית לסוגיה, ועשויים להחזיק ו/או לבצע, בין היתר, עסקאות בנייר הערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בסקירה זו, ככל שזכרים, בהתאם או שלא בהתאם לאמור בה. תיתכן אפשרות שבסקירה נפלו שיבושי הגהה, ניסוח, טעויות, אי דיוקים וכי למרות שהבנק נוקט באמצעים ככל יכולתו למונעם. השימוש באינטרנט חשוף לתקלות וסיכונים הטבעיים ברשת האינטרנט ובמערכות ממוחשבות על אף שהבנק נוקט בכל האמצעים הסבירים למניעת תקלות וסיכונים, כאמור. לפיכך לא ישא הבנק באחריות לנזק ו/או הפסד ו/או הוצאה ו/או תוצאה שנגרמה כתוצאה משיבוש ו/או הפסקה בקווי התקשורת ו/או בהעברת הנתונים ככל שאלו נגרמו מתקלות שאינן בשליטת הבנק ושהבנק לא יכול היה למונען במאמץ סביר.