

ז' בשבט תשע"ח, 23 בינואר 2018

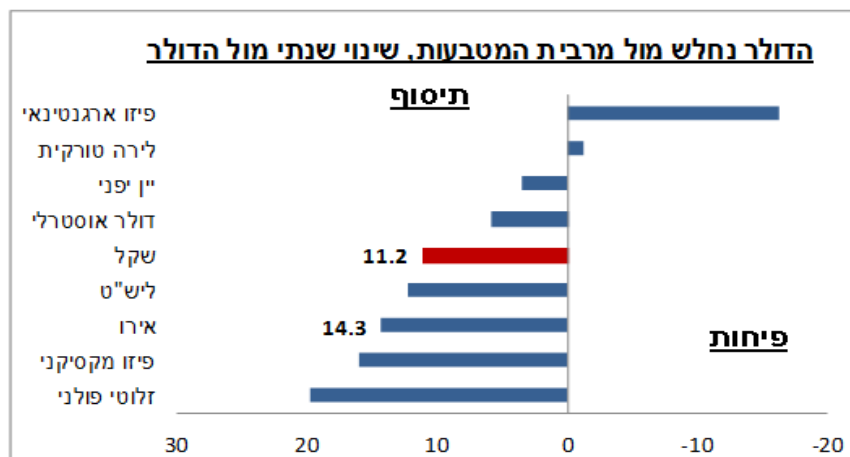
הריבית עולה והדולר נחלש - עד מתי?

- שערי החליפין מושפעים ממדיניות הבנקים המרכזיים כשמסתמן שינוי בהנחיות העתידיות, ולא כשהשינוי במדיניות מתרחש בפועל.
- סביבת הצמיחה החיובית בעולם, ובפרט ההתאוששות המרשימה בגוש האירו והתייצבות בשווקים המתפתחים, הובילה לתנועות הון משמעותיות לכיוון שווקים אלה והחלישו את הדולר בעולם.
- אנו מעריכים, כי הכוחות הריאליים המקומיים התומכים במגמת התיסוף של השקל, יימשכו גם ב-2018, ומנגד, צמיחה גלובלית מהירה צפויה לאזן כוחות אלו. כתוצאה, השקל צפוי להישאר סביב הרמות הנוכחיות.

הדולר נחלש בעולם

הדולר ממשיך להיחלש מתחילת השנה, והגיע לרמת שפל של **שלוש שנים**, לאחר שהיה אחד המטבעות החלשים של 2017, ואפילו העלאת הריבית והרפורמה במס בארה"ב לא הצליחו לאושש אותו. **מנגד**, האירו היה אחד המטבעות החזקים בעולם, והתחזק מול הדולר בשיעור של **14%**, על אף הגידול בפער הריביות בין הדולר לאירו.

בעבר, שער האירו/דולר התנהג בדומה לפער הריביות, אולם, בשנה האחרונה האירו התחזק, בעוד שפער הריביות בין ארה"ב לגוש האירו התרחב. באופן דומה, השקל מתחזק מול הדולר, למרות התרחבות פער הריביות בין ארה"ב לישראל. לפיכך, עולה השאלה **האם הבנקים המרכזיים בעידן שאחרי מלחמת המטבעות, איבדו את השפעתם על שוקי המט"ח?** התשובה משתנה בהתאם למטבע הספציפי, מדיניות הבנק המרכזי ומגוון הכלים בהם משתמש הבנק.



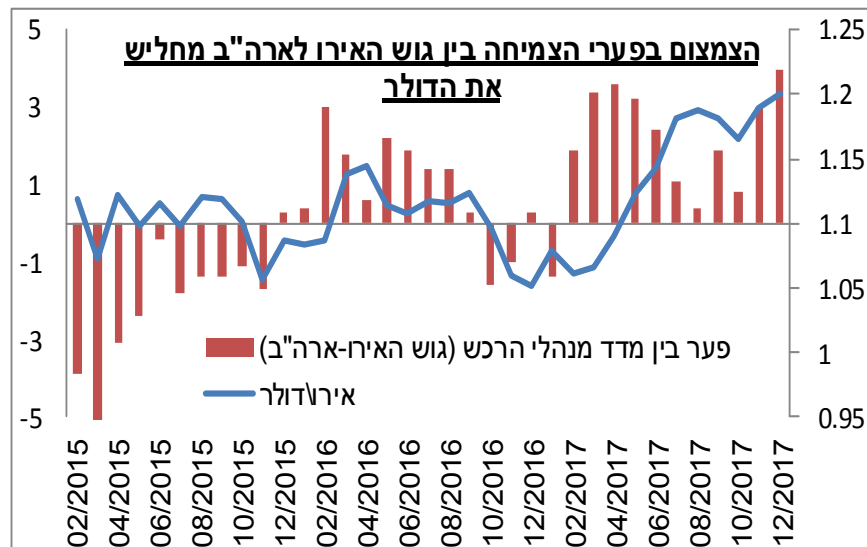
ההנחיות העתידיות שמספקים הבנקים המרכזיים לגבי המדיניות שלהם בחודשים הקרובים, מפחיתות את תנודתיות שיערי החליפין ומאפשרות לשווקים לגלם את השינויים הצפויים במדיניות. לפיכך, שיערי החליפין מושפעים ממדיניות הבנקים המרכזיים כשמסתמן שינוי במדיניות ולא כשהשינוי מתרחש בפועל. בהתאם, הדולר

התחזק בעולם החל מיוני 2014, בציפייה לצמצום המדיניות המרחיבה של הבנק המרכזי בארה"ב, כך שהעלאת הריבית בארה"ב בפועל החל מ-2015, היתה מגולמת בשווקים ולא הביאה להתחזקות הדולר. במקביל, סימנים שבנקים מרכזיים נוספים בעולם עומדים בפני צמצום המדיניות המרחיבה, גרמו להתחזקות מטבעות אחרים, כדוגמת האירו, מול הדולר ב-2017.

התגברות הציפיות שה- **ECB יצמצם את רכישות האג"ח**, תהליך שהחל באפריל 2017 וצפוי להסתיים ב-2018, הוא אחד הגורמים המרכזי מאחורי התחזקות האירו מול הדולר בשנה האחרונה. בהסתכלות קדימה, אנו מעריכים כי גורם זה מיצה את השפעתו על שער האירו, ומדיניות הבנק המרכזי בגוש בתשעת החודשים הראשונים של 2018, צפויה ומגולמת בשווקים. מקור ההפתעה הבאה עשוי להיות העלאת הריבית בגוש האירו, אולם מכיוון שהבנק המרכזי מספק הנחיות לגבי מדיניותו בעתיד, והודיע כי הריבית תעלה רק זמן ממושך לאחר הפסקת רכישות האג"ח, כלומר, לא לפני 2019, הציפיות כבר מגולמות בשווקים, ולא צפויה השפעה משמעותית על שער האירו.

התרחבות והתייצבות של הצמיחה הגלובלית, בגוש האירו ובשווקים המתעוררים, בפרט, וצמצום הפערים בקצב הצמיחה בין ארה"ב לגוש האירו ולעולם במהלך 2017, תמכה בהתחזקות מטבעות משקים אלה מול הדולר. בנוסף, העודף המתרחב בחשבון השוטף (יצוא בניכוי יבוא) בגוש האירו, תומך אף הוא בעוצמת המטבע המקומי, ומנגד, לארה"ב גירעון יציב בחשבון השוטף שמחליש את הדולר.

סביבת הצמיחה החיובית בעולם, ובפרט ההתאוששות המרשימה בגוש האירו והתייצבות בשווקים המתפתחים, הובילה לתנועות הון משמעותיות לכיוון שווקים אלה ומחוץ לארה"ב. תנועות אלה היו גורם משמעותי מאחורי החלשות הדולר בעולם.



חולשת הדולר מול האירו, כאמור, אינה יוצאת דופן, והדולר נחלש מול מרבית המטבעות במהלך 2017. החולשה נתמכה גם באכזבה ממדיניות טראמפ לאחר הציפיות הגבוהות שנוצרו בעקבות בחירתו, והובילו לתיסוף חד בדולר בחודשים האחרונים של 2016. כמו כן, אירועים פוליטיים בארה"ב, כמו: החקירה של קשרי טראמפ עם הרוסים וצמצום הרוב הרפובליקאי בסנאט, פוגעים בדולר. מנגד, בגוש האירו נרשם שיפור במצב הפוליטי, לאחר כישלון הימין הקיצוני בבחירות בצרפת, והירידה בחששות מפני פגיעה ביציבות הגוש.

גורמים אלה תמכו בחולשת הדולר ב-2017, אולם, בהסתכלות קדימה אנו מעריכים, כי השפעתם על הדולר תהיה מתונה בלבד, ובניגוד ל-2017 לא צפוי פחות משמעותי בדולר בעולם.

השקל לא עוצר

בשנים האחרונות אנו עדים למגמת ההתחזקות בשקל, כתוצאה מהכוחות הריאליים הפועלים להתחזקות של המטבע המקומי ועל אף התרחבות פער הריביות בין הדולר לשקל. עם זאת, למרות תיסוף של השקל בשיעור של 3.5% במונחי שער החליפין האפקטיבי, בשנה האחרונה מגמת התיסוף פחות מובהקת, כאשר השקל התחזק מול הדולר ב-11%, אולם נחלש בכ-3% ביחס לאירו.

הכלכלה הריאלית היא שמניעה את המגמות בשקל וממשיכה לתמוך בעוצמתו של המטבע המקומי. החשבון הבסיסי של מאזן התשלומים, המהווה שילוב של העודף בחשבון השוטף והשקעות ישירות נטו, הסתכם בתשעת החודשים הראשונים של השנה ב-10 מיליארד דולר, בהשוואה ל-5 מיליארד דולר בתקופה המקבילה אשתקד. כאשר מנגד, רכישות המט"ח של בנק ישראל, שהסתכמו ב-6.5 מיליארד דולר, אינן מצליחות לאזן את היצע המט"ח בשוק המקומי.

ומה באשר להשקעות הגופים המוסדיים בחו"ל? עלות הגידור של השקל מול הדולר התייקרה מאד (כ-2% לשנה), למרות זאת, הגופים המוסדיים ממשיכים לגדר השקעותיהם בחו"ל, וזאת לאור התנודתיות הגבוהה בשוקי המט"ח, וללא קשר לפערי הריבית. להערכתנו, גם כשפערי הריביות יתרחבו במהלך השנה ועלויות הגידור תתייקרנה, לא צפוי שינוי במדיניות ההשקעה של הגופים המוסדיים. ולפיכך, לא יהיה בכך בכדי להוביל להיחלשות השקל.

אנו מעריכים, כי הכוחות הריאליים המקומיים התומכים במגמת התיסוף של השקל, ובהם, העודף בחשבון השוטף (כ-3% תוצר ב-2017) וההשקעות הזרות, יימשכו גם ב-2018, ומנגד, צמיחה גלובלית מהירה צפויה לאזן כוחות אלו. במקביל, האפקטיביות של המדיניות המוניטארית המרחיבה ורכישות המט"ח של בנק ישראל הולכת ופוחתת, ואין צפויות להשפיע על שע"ח. בהתאם זאת, מכלול הכוחות הפועלים על שע"ח והמורכבות של שוק המט"ח, מובילים אותנו להערכה כי שער השקל יוותר סביב הרמות הנוכחיות.

נציין כי קיימים גורמים רבים המשפיעים על שוק המט"ח, וביניהם מעורבות גבוהה של ספקולנטים. מעורבות גורמים אלה מפחיתה משמעותית את היכולת לחזות את שערי החליפין.

הסקירה הוכנה על ידי מחלקת מאקרו כלכלה, בנק דיסקונט

נכתב על ידי: עינת מאיר, אנליסטית מאקרו ושווקים einat.meir@dbank.co.il

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 למטרת אינפורמציה בלבד ואין לראות בו המלצה, תחליף לייעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל לקוח או הזמנה לייעוץ כאמור או הצעה להחזיק/לקנות/למכור נ"ע או נכסים פיננסיים או התחייבות של בנק דיסקונט לישראל בע"מ (להלן: "**הבנק**") לייעוץ 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 שיהיו 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 שנזכרים, בהתאם או שלא בהתאם לאמור בה. תיתכן אפשרות שבסקירה נפלו שיבושי הגהה, ניסוח, טעויות, אי דיוקים וכו' למרות שהבנק נוקט באמצעים ככל יכולתו למונעם. השימוש באינטרנט חשוף לתקלות וסיכונים הטבועים 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 משימוש ו/או הפסקה בקווי התקשורת ו/או בהעברת הנתונים ככל שאלו נגרמו מתקלות שאינן בשליטת הבנק ושהבנק לא יכול היה למונען במאמץ סביר.