

## — פעילות הסקטורים העסקי והלא-עסקי כגורם מייצב בשוק שקל/מטבע חוץ<sup>1</sup> —

איתי גולדנבום - מחלקת הפיקוח על מטבע חוץ

ההתנהגות של הסקטורים הפועלים בשוק זה - העסקי והלא-עסקי, כל אחד בנפרד<sup>2</sup>. נבדקה התנהגותם של הסקטורים הן בעתות זעזועים והן בטווח הארוך, בתקופה ינואר 1995 עד נובמבר 2000.

אופני ההתנהגות של הסקטור העסקי והלא-עסקי, המתוארים בעבודה, מצביעים על שני תהליכים

חשובים: בסקטור העסקי - תהליך התאמת ההרכב המטבעי של תיקי הנכסים וההתחייבויות על פני זמן; בסקטור הלא עסקי - תהליך למידה, המתבטא בהתמתנות התגובות על הזעזועים. שני אלה מגבירים את היציבות בשוק שקל-מט"ח ואת היציבות הפיננסית בכלל, ומקלים על ניהול המדיניות המונויטרית.

### 1. התנהגות שני הסקטורים בטווח הארוך

חילקנו את התקופה הנבדקת לשתיים; כנקודת המפנה

הזעזועים מבית ומחוץ שפקדו לאחרונה את ישראל, ופגעו במגזרים רחבים במשק, לא השפיעו מהותית על שער החליפין ועל המסחר בשקל-מט"ח. זאת בניגוד למה שאירע ב-1998; אז הביאו המשבר הכלכלי ברוסיה וקריסת קרן הגידור LTCM לפיחות גדול בשער השקל. בעבודה נעשה ניסיון להסביר את היציבות של שער החליפין ושל השוק שקל-מט"ח באמצעות בחינת

הסקטור הלא-עסקי רכש מט"ח בחודשים של פיחות מואץ בשקל בהיקף הגדול פי עשרה בערך מאשר בחודשים האחרים.

<sup>1</sup> תמצית של עבודה שנכתבה ביחידת המחקר של מחלקת הפיקוח על מטבע חוץ.

<sup>2</sup> הסקטור העסקי מורכב מחברות הרשומות בישראל מכל הסוגים (לרבות יצואניות, יבואניות, טכנולוגיה עילית ופיננסים, אך למעט בנקים). הסקטור הלא-עסקי מורכב מיחידים ומשקיעים מוסדיים (קופות גמל, קרנות נאמנות וכדומה). בעבודה זו נתייחס לכל אחד מסקטורים אלה כאל גוף אחד, ללא ניתוח פרטני של התנהגות רכיביהם. בשוק שקל/מט"ח פועלים סקטורים נוספים, שאינם מנותחים כאן, ולפיכך אין בעבודה זו התייחסות לניתוח של כמויות ומחירים.

נבחר חודש יוני 1997, עקב שילוב של נסיבות שהביאו לשינוי מהותי בשוק, ובראשן הפסקת ההתערבות של בנק ישראל במסחר שקל-מט"ח. בתקופה הראשונה פער הריביות בין השקל לדולר היה גבוה, וסיכון שער החליפין היה נמוך, יותר מאשר בתקופה השנייה. שני הסקטורים

התאימו את ההרכב המטבעי (שקל-

מט"ח) של תיקי הנכסים וההתחייבויות שלהם לתנאים ששררו בשתי התקופות, ובאותו הכיוון (לוח 1): שניהם מכרו נטו נכסים במט"ח בתקופה הראשונה, ושניהם עברו לרכישה נטו של נכסים במט"ח בתקופה השנייה. זאת אף על פי שהם היו חשופים לשער החליפין בכיוונים הפוכים: לסקטור העסקי היה עודף התחייבויות במט"ח, ולסקטור הלא-עסקי היה

עודף נכסים במט"ח. בינואר 1995 הסתכם עודף ההתחייבויות של הסקטור העסקי במט"ח בכ-9.8

מיליארדי דולרים, ואילו עודף הנכסים של הסקטור הלא-עסקי היה כ-11.7 מיליארדים; בנובמבר 2000 ירד עודף ההתחייבויות של הסקטור העסקי במט"ח לכ-8.2 מיליארדי דולרים, בעוד שעודף הנכסים של הסקטור הלא-עסקי גדל לכ-15.1 מיליארדים.

## 2. התנהגות שני הסקטורים

### בתקופות של זעזועים

הסקטורים הגיבו באופן מובהק על זעזועים חיצוניים שהשפיעו מהותית על שער החליפין - אך לא באותו כיוון (לוח 2): הסקטור הלא-עסקי רכש מט"ח בחודשים של פיחות מואץ בשקל בהיקף הגדול פי עשרה בערך מאשר בחודשים האחרים. לעומת זאת, הסקטור העסקי דווקא מכר מט"ח בחודשי הפיחות המואץ, בניגוד לרכישות מט"ח בחודשים

האחרים. כך, לפני ההכרזה על תכנית הליברליזציה (באפריל 1998) פעל הסקטור העסקי בהנחה שהפיחות

לפני ההכרזה על תכנית הליברליזציה פעל הסקטור העסקי בהנחה שהפיחות הוא טרנזיטורי, ולכן מכר מט"ח, כדי לנצל את האירוע להפקת רווחי הון קצרי טווח, ואילו הסקטור הלא-עסקי רכש מט"ח בהיקפים ניכרים.

## לוח 1: אומדני רכישות ומכירות (-) מט"ח נטו של הסקטורים העסקי והלא-עסקי, ינואר 1995 עד נובמבר 2000

(ממוצעים חודשיים, מיליוני דולרים)

11/00-7/97	6/97-1/95	
99	-42	בסקטור הלא-עסקי
308	-332	בסקטור העסקי
7.03%	5.52%	סטיית התקן הממוצעת <sup>1</sup>
5.89%	8.83%	פער הריביות הממוצע <sup>2</sup>
0.23%	0.36%	השינוי בשער הסל <sup>3</sup>

<sup>1</sup> ממוצע חודשי של סטיית התקן הגלומה באופציות שקל-מט"ח.

<sup>2</sup> ממוצע חודשי של פער הריביות שבין פיקדון שקלי לבין פיקדון דולרי.

<sup>3</sup> הממוצע החודשי של אחוז השינוי בשער הסל מול השקל.

**לוח 2: אומדני רכישות ומכירות (-) מט"ח נטו של הסקטורים העסקי והלא-עסקי בחודשי פחות נבחרים\* לעומת חודשים אחרים במהלך התקופה, יולי 1997 עד נובמבר 2000**

הסקטור העסקי	הסקטור הלא-העסקי	
-305	513	בחודשי פחות נבחרים
374	54	בחודשים אחרים

\* חודשי פחות נבחרים הם אפריל 1998, אוקטובר 1998, מאי 2000, אוקטובר 2000. "חודשים אחרים" הם כל החודשים האחרים במהלך התקופה השנייה - יולי 1997 עד נובמבר 2000.

- היקף רכישות המט"ח של הסקטור הלא-עסקי היה מתון.

**3. כלי הפעולה של הסקטורים העסקי והלא עסקי**

**להתאמת הנכסים וההתחייבויות**

הבדל נוסף בין הסקטורים קשור לכלי הפעולה שלהם בתגובה על זעזועים (דיאגרמה 2): הסקטור הלא-עסקי, בהיותו קבוצה של יחידות עודף (בעלות חסכוניות), התאים את תיק הנכסים שלו במט"ח, בדרך כלל באמצעות פיקדונותיו, עקב שינויים בציפיותיו וזעזועים חיצוניים; לעומתו הסקטור העסקי, בהיותו קבוצה של יחידות גירעון, התאים בעיקר את היקפי העסקאות

ההבדל המהותי זה בתגובות של שני הסקטורים על פיחות מואץ מקורו, להערכתנו, ביכולתו הגבוהה של הסקטור העסקי לאסוף ולנתח מצדד לצורך ניהול דינמי של סיכון שער החליפין, לעומת יכולתו של הסקטור הלא-עסקי לעשות זאת. האחרון הסיק מעצם התגברות אי-הוודאות והפיחות המואץ, כי הפיחות עלול להימשך, ולכן רכש מטבע חוץ בהיקפים גדולים (תופעת ה"עדר"). משמעות

הוא טרנזיטורי, ולכן מכר מט"ח, כדי לנצל את האירוע להפקת רווחי הון קצרי טווח, ואילו הסקטור הלא-עסקי רכש מט"ח בהיקפים ניכרים.

ההבדל מהותי זה בתגובות של שני הסקטורים על פיחות מואץ מקורו, להערכתנו, ביכולתו הגבוהה של הסקטור העסקי לאסוף ולנתח מצדד לצורך ניהול דינמי של סיכון שער החליפין, לעומת יכולתו הפחותה של הסקטור הלא-עסקי לעשות זאת. האחרון הסיק מעצם התגברות אי-הוודאות והפיחות המואץ, כי הפיחות עלול להימשך, ולכן רכש מטבע חוץ בהיקפים גדולים (תופעת ה"עדר"). משמעות

העתידיות ואת קצב נטילת האשראי לשינויים בנסיבות - אף כי גם אצלו נרשמה פעילות בפיקדונות, שחלקה נבע מתמורת הנפקות של חברות ישראליות בחו"ל<sup>3</sup>.

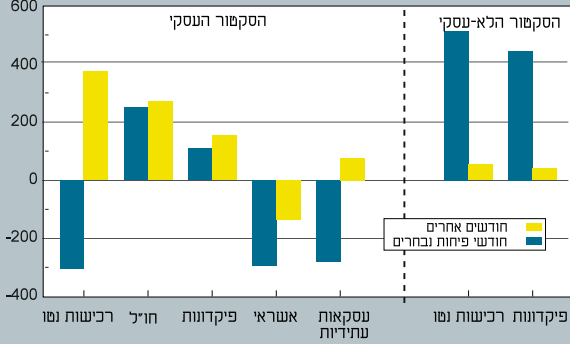
בסיכום, היציבות השוררת בשוק שקל/מט"ח בתקופה האחרונה היא תוצאה של התנהגות הסקטורים העסקי והלא-עסקי. להגברת היציבות בשוק זה השפעה חיובית על היציבות הפיננסית ועל ניהול המדיניות המוניטרית של ישראל.

ההבדל היא, שלפחות חלק מהסקטור העסקי פעל כבר אז כגורם מייצב בשוק שקל-מט"ח, ולא כן הסקטור הלא-עסקי. לעומת זאת, בתקופת הזעזועים של שנת 2000 ניכרו אינדיקציות לתהליך למידה של הסקטור הלא-עסקי, המתבטא בהתמתנות תגובותיו על זעזועים, כלומר בביקושים קטנים יותר לנכסי מט"ח (דיאגרמה 1). כך, למרות התגברות אי-הוודאות והתחלה של פיחות באוקטובר 2000 - בגלל האירועים בתחום הביטחוני, המשך ירידות השערים בנאסד"ק ואי-היציבות הפוליטית

<sup>3</sup> בשל שימוש בכלים סטטיסטיים פשוטים ושרירותיות מסוימת בבחירת התקופות יש מקום להוסיף ולבדוק את המסקנות דלעיל.

### דיאגרמה 2

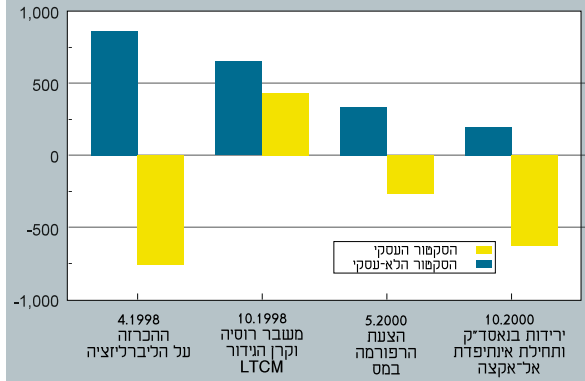
אומדני רכישות (+) ומכירות (-) מטבע חוץ נמו על הסקטורים העסקי והלא-עסקי בחודשי פחות נבחרים\* לעומת חודשים אחרים במהלך התקופה יולי 1997 עד נובמבר 2000 (ממוצעים חודשיים, מיליוני דולרים)



\* חודשי פחות נבחרים הם אפריל 1998, אוקטובר 1998, מאי 2000 ואוקטובר 2000. "חודשים אחרים" הם כל החודשים האחרים במהלך התקופה הענייה - יולי 1997 עד נובמבר 2000.

### דיאגרמה 1

אומדני רכישות (+) ומכירות (-) מטבע חוץ נמו על הסקטורים העסקי והלא-עסקי בחודשי פחות נבחרים\* (ממוצעים חודשיים, מיליוני דולרים)



\* אחת הסיבות שבגללן לא ניתן לקשור בין הכמויות המבוקשות לבין שער החליפין היא שהדיון וההצעה נסבו על עניינים סקטוריים בלבד ולא על העוץ כולו.

