

נגזרי שוק השקל-מטבע חוץ – הערוץ מעבר לדלפק והמידע הגלום בו

דוד אפריאט – המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ

החוזים הפתוחים באופציות, במונחי דלתא¹, הסתכם באותו מועד ב-4.1 מיליארדי דולרים - 2.8 מיליארדים בערוץ שמעבר לדלפק ו-1.3 מיליארדים בערוץ הסחיר.

1. מערכת המכשירים הפיננסיים

הנגזרים מעבר לדלפק

שוק המט"ח התפתח והשתכלל מאוד בשנים האחרונות מבחינת היקפי המסחר, מספר המשתתפים וגיוונם (כולל גופים פיננסיים זרים), ובכלל זה השוק של נגזרי שקל-מט"ח. על רקע זה עלה הצורך להפיק מידע מתוך נגזרים אלו.

לשם כך פותחה "מערכת מכשירים פיננסיים נגזרים" ("מפי"ן") - שהיא מערכת מידע ייחודית, המכילה דיווחים על העסקאות במכשירים הפיננסיים הנגזרים

הלא-סחירים בשוק שקל-מט"ח (חוזים שנקשרו מעבר לדלפק - OTC). הדיווח הוא על יתרת הפוזיציות הפתוחות לכל יום די' בשבוע, בהן עסקות ספוט, החלף, פורוורד ואופציות, ברמת הלקוח הבודד והעסקה הבודדת.

המידע הנגזר משוק זה מסייע בהסבר התנהלות שער חליפין, תנועות ההון של המגזר הפרטי ושל תושבי חוץ וחשיפתם, וכן מסייע בחיזוי הפעילות בשוק שקל-מט"ח. המידע המפורט

כולל: (א) פרטים על הלקוח, לרבות זיהוי, מעמדו - תושב ישראל או תושב חוץ - והענף המשקי שהוא משתייך אליו. (ב) פרטים על העסקה, לרבות סוג ההתקשרות (פורוורד,

במחלקה לפעילות המשק במט"ח צוברים מידע על הפעילות במכשירים פיננסיים נגזרים ונתונים שניתן לגזור מהם מידע על התפתחויות שוטפות - על פוזיציות

ועל התנהלות שער החליפין בעתיד.

נגזרי השוק שקל-מט"ח כוללים עסקאות פורוורד ובאופציות על שער החליפין שקל-מט"ח. עסקאות במכשירים פיננסיים נגזרים מתבצעות בהיקפים גדולים בערוץ הלא-סחיר שמעבר

לדלפק (מול הבנקים) ובהיקפים קטנים יותר בערוץ הסחיר - בבורסה בתל אביב. נוסף על אלה מתבצעות עסקאות בהיקף קטן שבהן בנק ישראל כותב לבנקים אופציות put ו-call לתקופות של 3 ו-6 חודשים.

הערוץ הסחיר נבדל מהערוץ שמעבר לדלפק במאפייני החוזים ובמאפייני הגופים הפעילים. בערוץ הסחיר החוזים הם סטנדרטיים, משמע שהערך הנקוב של יחידת נכס הבסיס, מועד הפקיעה ומחיר המימוש

קבועים. לעומת זאת בערוץ שמעבר לדלפק פרטי החוזים נקבעים עם הבנק בהתאם לצרכים הספציפיים של כל לקוח ("tailor made").

שווי החוזים הפתוחים בעסקאות העתידיות, בערכים כלכליים, בערוץ מעבר לדלפק הסתכם בסוף מארס 2003 ב-11.4 מיליארדי דולרים. שוויים של

המידע הנגזר מהשוק מסייע בהסבר התנהלות שער חליפין, תנועות ההון של המגזר הפרטי ושל תושבי חוץ וחשיפתם, וכן מסייע בחיזוי הפעילות בשוק שקל-מט"ח.

רמת הפעילות, במכשירים השונים (עסקות פורוורד ואופציות) עלתה עלייה חדה בתחילת שנת 2002, בעת הפיחות החד בשער החליפין. בסוף פברואר הגיעו היתרות ל-27 מיליארדי דולרים (ערך נקוב);

1 מדד המבטא את שיעור השינוי שחל בערך האופציה עקב שינוי בערכו של נכס הבסיס, ומאפשר לתרגם את ההחזקה באופציה להחזקה שקולת ערך במט"ח.

בשער החליפין) נרשמה שוב עלייה מתמשכת בהיקף הפעילות, עד לרמה של כ-22 מיליארדי דולרים בסוף יולי 2003. דפוס התנהגות זה מאפיין הן את מגזר תושבי ישראל והן את מגזר תושבי חוץ, אף כי כיוון הפעילות, עוצמתה והשימוש במכשירים היו שונים בין מגזר למגזר. עיקר הפעילות במכשירים הפיננסיים הנגזרים בוצעה במטבע דולר ארה"ב (בין 87% ל-89%) ובמטבע האירו (בין 7% ל-10%). חלקים קטנים התבצעו במטבעות יין יפני ופרנק שוויצרי (בין 1% ל-2% בכל אחד מהם).

פעילות תושבי חוץ

חלקם של תושבי חוץ ביתרת הפוזיציה למכירה עתידית של מט"ח הגיע ל-51% (3.4 מיליארדי דולרים) ובפוזיציה לרכישת מט"ח עתידית - ל-35% (3 מיליארדים). הפעילות של תושבי חוץ מאופיינת בריכוזיות גבוהה: בתקופה הנסקרת ביצעו עשרה גופים פיננסיים גדולים 87% (3 מיליארדי דולרים) מיתרת הפוזיציה למכירת מט"ח עתידית של מגזר זה ו-83% (2.5 מיליארדים) מיתרת הפוזיציה לרכישת מט"ח עתידית.

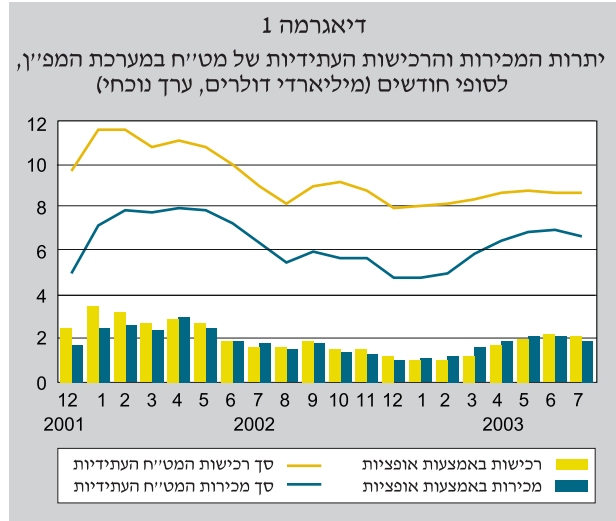
הפוזיציה נטו (מכירות פחות רכישות) של תושבי חוץ במכשירים פיננסיים נגזרים הסתכמה במכירת מט"ח עתידית בסך כ-0.5 מיליארד דולרים. המבנה העיתי של המכירות נטו מצביע על תקופות קצרות של עד שנה; לעומת זאת מתרכזות רכישות המט"ח נטו בתקופות שמעל שנה. הפוזיציה לתקופה של למעלה משנה עומדת על רכישות נטו בסך

0.7 מיליארד דולרים; הפוזיציה לתקופה עד שנה עומדת על מכירה נטו של 1.2 מיליארדי דולרים.

פעילות תושבי ישראל

יתרת הפוזיציה של תושבי ישראל לרכישת מט"ח עתידית הסתכמה ב-5.5 מיליארדי דולרים, לעומת 3.2 מיליארדים במכירת מט"ח עתידית.

ריכוזיות פעילותם של תושבי ישראל נמוכה מזו של



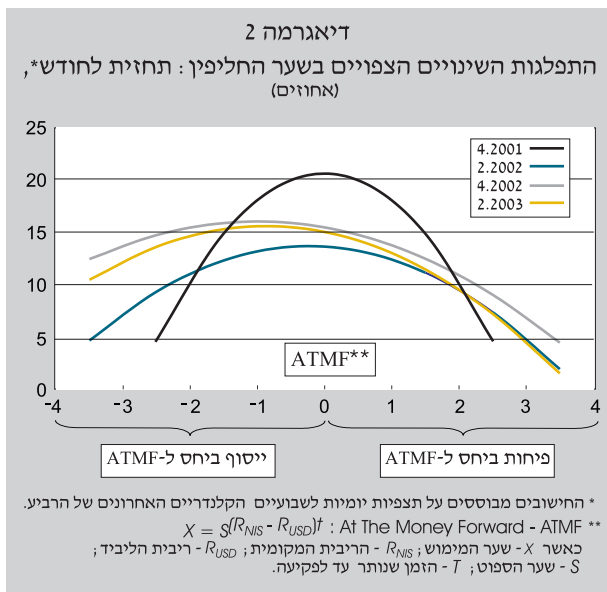
אופציה), הכיוון, הסכום, מועדי ההתקשרות והפקיעה, המטבע ושערו. פירוט זה מאפשר גזירת מידע בחתכים רבים ומגוונים.

2. היקפי הפעילות והפוזיציות הפתוחות²

בסוף יולי 2003 עמדה יתרת הפוזיציה של רכישות מט"ח עתידיות (פרוורד + אופציות) על 8.7 מיליארדי דולרים, מהם 2.1 מיליארדים באופציות, וזו של מכירת מט"ח עתידית עמדה על 6.7 מיליארדי דולרים, מהם 1.9 מיליארדים באופציות (דיאגרמה 1). רמת הפעילות, במכשירים השונים (עסקות פרוורד ואופציות) עלתה עלייה חדה בתחילת שנת 2002 (בעת הפיחות החד בשער החליפין): בסוף פברואר הגיעו

היתרות ל-27 מיליארדי דולרים (ערך נקוב); במהלך שנת 2002 נרשמה ירידה הדרגתית, ובסוף השנה עמדה היתרה על 17.5 מיליארדי דולרים. מתחילת 2003 (במקביל לייסוף

2 הצגת הפוזיציות בערוץ מעבר לדלפק, היא מנקודת הראות של הלקוחות מול הבנקים, בפעילותם בנגזרים בשוק שקל-מט"ח, במונחי ערך נוכחי (אקוויוולנט), לסוף יולי 2003 (אלא אם כן נכתב אחרת).



ההתפלגות העתידית של שער חליפין, תוחלת שער החליפין, מחירו של סיכון שער החליפין והתשואה השקלית הגלומה בשוק המט"ח.

התפלגות שער החליפין העתידית

התפלגות שער החליפין העתידית מאפשרת לגזור את ההסתברות לפיחות או לייסוף, לתקופות נתונות, ביחס לשער הפורוורד (ה-ATMF); לדוגמה: לפי התחזית לסוף הרביעי השני של 2003 השינוי בשער החליפין צפוי לנוע בטווח של 1% סביב שער הפורוורד בהסתברות של 33% ובטווח של 3% בהסתברות של 87% (דיאגרמה 2).³

תוחלת שער החליפין (הציפיות לפיחות על פי עקום הפורוורד)

שער הפורוורד נקבע בעת קשירת חוזה שמטרתו החלפת שקלים תמורת דולרים בעתיד. במסגרת הנחות שונות לגבי יעילות השוק ורציונליות השחקנים בו יכול שער הפורוורד גלם גם את שער החליפין הנומינלי הצפוי בעתיד. זה תלוי בשלושה משתנים: (א) שער הספוט

תושבי חוץ, והפעילים אינם רק גופים פיננסיים; לדוגמה: 40 החברות הגדולות מסבירות 47% מהפוזיציה לרכישת מט"ח (2.6 מיליארדי דולרים) ו-56% מהפוזיציה למכירת מט"ח (1.8 מיליארדים). החברות הפיננסיות מחזיקות פוזיציה לרכישה עתידית של מט"ח בהיקף של 1.1 מיליארדי דולרים ו-0.9 מיליארד למכירת מט"ח. יתר הסכום מוחזק בידי חברות שתחום פעילותן ריאלי, כגון יבואניות, יצואניות, חברות תקשורת ותשתית.

ניתוח המשתמשים במכשירים פיננסיים נגזרים מעלה, כי המגזר העסקי משתמש במכשירים להגנה מפיחות יותר מאשר במכשירים להגנה מייסוף. מניתוח הפוזיציה של היצואנים בערוץ מעבר לדלפק נמצא כי מספרם קטן מאוד: 8 יצואנים מסבירים קרוב ל-80% מהפוזיציה נטו למכירת מט"ח בסוף יוני 2003, ואילו השימוש של יתר היצואנים במכשירים אלה נמוך. תופעה זו באה לידי ביטוי בהשוואת שתי המחציות הראשונות של 2002 ו-2003, בשני המדדים הבאים: (א) יתרת הפוזיציה הממוצעת נטו למכירת מט"ח ירדה ממיליארד דולרים לחצי מיליארד, בהתאמה; (ב) היחס בין הפוזיציה נטו לסך היצוא ירד מ-24% ל-12%. משמעות הדבר כי שימוש היצואנים במכשירים הפיננסיים פחת.

בניגוד ליצואנים, הגדילו היבואנים את השימוש במכשירים הפיננסיים הנגזרים, על פי מדדים אלה, כפי שעולה מהשוואה בין המחציות הראשונות של 2002 ו-2003: (א) הפוזיציה נטו לרכישת מט"ח עתידית גדלה מ-0.2 מיליארד דולרים ל-0.7 מיליארד; (ב) היחס בין יתרת הפוזיציה נטו ליבוא של אותה קבוצה עלה מ-6% ל-24%, כתוצאה מגידול השימוש במכשירים פיננסיים.

3. המידע הגלום במכשירים פיננסיים נגזרים

המכשירים הפיננסיים הנגזרים על שער החליפין שקל-מט"ח, משקפים מידע על הציפיות לגבי התנהלות השער בעתיד, ומשמשים לניתוח התנהגות השחקנים בשוק בעבר ולהערכת התנהגותם בעתיד.

המידע הגלום במכשירים הנגזרים מסייע לאמוד אינדיקטורים ומחירים עתידיים של נכס הבסיס, כגון:

3 על השיטה ראו: דוח על המידע הגלום בנגזרי מט"ח, ספטמבר 2003.

בעתיד ועל שינויים ברמתו (דיאגרמה 3).³

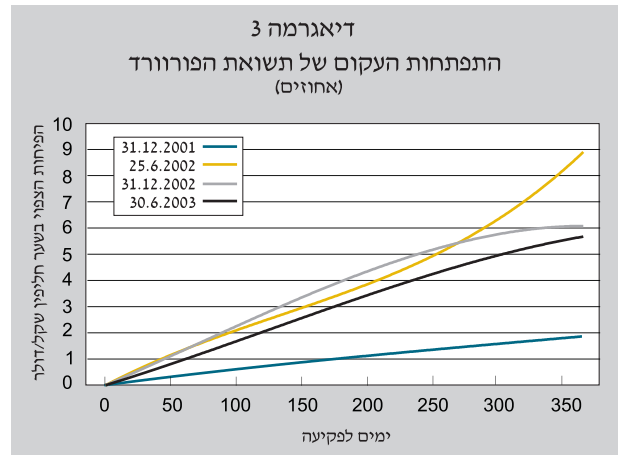
סטיית התקן הגלומה באופציות שקל/דולר

סטיית התקן הגלומה (סת"ג) משקפת את ציפיות השוק לגבי התנודתיות של שער החליפין בעתיד, ולכן - את מחירו של סיכון שער החליפין בשוק, סיכון המתבטא בתנודות השער לשני הכיוונים. למעקב אחר הסת"ג נודעת חשיבות בהסבר התנהלות שער החליפין, ותנועות ההון של המגזר הפרטי, של תושבי החוץ ושל הבנקים וגם לחיזוי הפעילות בשוק המט"ח.

לפי הנתונים המדווחים גוזרים את תנודתיות השער במועדים שונים (ומפרסמים אותה באתר האינטרנט של בנק ישראל) וכן את המבנה העתי של סטיית התקן לטווחי מימוש שונים.

שיעור התשואה השקלית הגלומה בפורורד

בהיתן המבנה העתי של פער התשואות ובהנחה שהמבנה העתי של התשואה הדולרית משתקף בתשואות הליבור לטווחי זמן שונים, ניתן לחשב את התשואה השקלית הגלומה בפורורד. כך, לדוגמה, עמד עקום התשואה השקלית בסוף יוני 2003 על 7% בכל טווחי הפירעון.



המשמש נקודת ייחוס; (ב) משך הזמן שנותר עד לפקיעת החוזה בעתיד שבו תבוצע ההחלפה בין המטבעות; (ג) עקום תשואת הפורורד, המתואר על ידי המבנה העתי של פערי הריביות.

הנתונים מתוך מערכת המפי"ן על שערי הפורורד ומשך הזמן שנותר עד לפקיעת החוזה בעתיד מאפשרים לחלץ מבנה עתי רציף של פערי התשואות, המשקף גם את הפיחות הצפוי במסגרת הנחות שונות, ושער ספוט ממוצע הגלום בעסקאות הפורורד. מידע זה מאפשר לקבל אינדיקציה על התפתחות ציפיות הציבור לגבי שער החליפין שישורר