



בנק ישראל

מחלקת מטבע חוץ

השקעת יתרות מטבע החוץ

דין וחשבון 2005

תוכן עניינים

3	רשימת הלוחות
3	רשימת האיורים
4	השקעת יתרות מטבע החוץ
5	1. רמת היתרות ומסגרת ניהולן
5	א. רמת היתרות
8	ב. מסגרת הניהול של היתרות
12	2. תשואת ההחזקה והסיכון של תיק היתרות, בהשוואה לסמן שלו
12	א. תשואת ההחזקה של תיק היתרות
14	ב. התשואה והסיכון בהשוואה לסמן
18	ג. רכיבי תרומת הניהול השוטף של היתרות
18	(1) תרומת הניהול המטבעי
19	(2) התרומה של ניהול האריכות והפיזור על פני העקום
19	(3) פוזיציות בין שווקים
20	(4) התרומה של בחירת הנכסים
23	ד. השליטה על סיכון האשראי הכרוך בניהול השוטף
24	3. התשואה של תיק היתרות לעומת תיקים של מנהלים אחרים
27	4. רמת הנזילות של היתרות

רשימת הלוחות

- לוח 1 : היתרות ורמתן יחסית למיצרפים שונים, 1996 עד 2005
- לוח 2 : ביצועי התיק בפועל לעומת הסמן, 1996 עד 2005
- לוח 3 : התרומות של החלטות הניהול לפער התשואה לעומת הסמן, 2005
- לוח 4 : התרומה של בחירת נכסים, 2005

רשימת האיורים

- איור 1 : יתרות מטבע חוץ ברוטו, 1996 עד 2005
- איור 2 : שיעור התשואה ותרומת הניהול הכולל, 1996 עד 2005
- איור 3 : פיזור התשואות של התיק והסמן, 1996 עד 2005
- איור 4 : הפרשי התשואה לעומת הסמן, 1996 עד 2005
- איור 5 : ה- VAR של הפוזיציות, יוני 2002 עד דצמבר 2005
- איור 6 : פוזיציות אריכות בסך תיק היתרות, 1996 עד 2005
- איור 7 : ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות, 2005
- איור 8 : החשיפה לבנקים ולממשלות, 1996 עד 2005
- איור 9 : התפלגות הביצועים של מנהלי קרנות לטווח קצר ולטווח בינוני בשוק האמריקאי, 1996 עד 2005
- איור 10 : תשואה וסיכון - תיק הדולר לעומת קרנות בשוק האמריקאי, 1996 עד 2005
- איור 11 : המצרף הנזיל של תיק היתרות, 2000 עד 2005

השקעת יתרות מטבע החוץ 2005 – עיקרי הדברים¹

- הרמה הממוצעת של יתרות מטבע החוץ של בנק ישראל בשנת 2005 הייתה כ-27 מיליארדי דולרים², רמה השווה ל-5 חודשי יבוא ומהווה 82% מהחוב החיצוני לטווח קצר.
- לא היה השנה שינוי במסגרת ניהולן של היתרות, המבוססת על השימושים האפשריים בהן ועל תועלתן למשק. מסגרת הניהול תיבחן שוב במהלך 2006.
- תשואת ההחזקה של היתרות במונחי נומרר הסתכמה בשנת 2005 ב-2.6%, לעומת 1.7% אשתקד³. תשואה זו משקפת את עליית התשואות-לפדיון בשוקי ההון שהיתרות מושקעות בהם במהלך השנה הנסקרת, אשר הניבה הכנסות עולות מריבית לצד הפסדי הון.
- השנה תשואת ההחזקה של היתרות הייתה גבוהה ב-21 נקודות בסיס מתשואת הסמון, פער המבטא את תרומת הניהול של התיק. בדומה לשנים האחרונות, החלק העיקרי של התוספת נבע מהניהול הנכסי.
- יחס המידע (information ratio) השנה, מעל 1.0, מצביע על יחס תשואה/סיכון רצוי.
- החשיפה של היתרות למערכת הבנקאות השנה הייתה במוצע בהיקף של 31% מהיתרות. חשיפה זו מנוהלת על פי מערכת של מכסות וכללים, שהיא חלק מרכזי במערך הניהול של סיכון האשראי בתיק.
- רמת הנזילות של היתרות גבוהה מאוד: כ-84% מתיק היתרות מושקעים בנכסים בעלי נזילות גבוהה, והשאר – בנכסים שנזילותם נמוכה יותר.

¹ דוח זה הוא המשך לסדרת הדוחות שפורסמו כפרק א' בחוברת של מחלקת מטבע חוץ בדוחות בנק ישראל 2000 עד 2004. בנספח א' של דוחות אלו, המפורסמים באתר בנק ישראל www.bankisrael.gov.il, מובאים הסברים והגדרות לשורה של מונחים שנעשה בהם שימוש בדוח הנוכחי. כמן כן נדונו בדוחות 2000 עד 2004 היבטים שונים של ניהול יתרות מטבע החוץ שלא נדונו בדוח זה.

² רמת היתרות מחושבת על בסיס שיערוך יומי של היתרות בערך שוק מלא.

³ כל תשואות ההחזקה בדוח הן במונחי נומרר, אלא אם כן צוין אחרת.

1. רמת היתרות ומסגרת ניהולן

יתרות מטבע החוץ של ישראל מנוהלות בכפיפות לחוק בנק ישראל התשי"ד-1954 ולפרשנות המשפטית שהתווספה עליו. אלו מגדירים את דרכי פעילותו של בנק ישראל במטבע חוץ וקובעים מגבלות על סוגי הנכסים שבהם הוא רשאי להשקיע. בתחומים שבהם הבנק אינו מוגבל על ידי לשון החוק, הוא פועל על פי מסגרת המבטאת את מאפייניו של הבנק ומגבילה את הסיכונים השונים שתיק היתרות חשוף להם. הסיכונים הפיננסיים העיקריים הם סיכון האשראי, הנשלט על ידי מערכת של כללים ומכסות; סיכון הריבית, הנשלט בעיקר על ידי קביעת עוגן לאריכות הממוצעת של כל תיק מטבעי; והסיכון המטבעי, הנשלט על ידי הגדרת הרכב מטבעי ניטרלי – הנומור – המשמש גם יחידת מידה למדידת ביצועי התיק. המסגרת גם מתייחסת לסיכונים אחרים, כגון הסיכון התפעולי והסיכון המשפטי.

א. רמת היתרות

יתרות מטבע החוץ הסתכמו בסוף שנת 2005 ב-27,858 מיליוני דולרים, עלייה של 1,227 מיליונים לעומת סוף השנה הקודמת. רמתן הממוצעת של היתרות הייתה בשנת 2005 כ-27 מיליארדי דולרים, גבוהה בכמיליארד אחד מרמתן אשתקד וגבוהה בכ-3 מיליארדים מרמתן בשנים 2001-2003 (איור 1). עלייה זו נבעה בעיקר מהפסקת הגלגול של עסקות החלף מטבעי בין בנק ישראל לבנקים המסחריים – עסקאות ששימשו במשך מספר שנים, עד הרביע השלישי של 2005, להקטנת בסיס הכסף המקומי. ההכנסות שהניב ניהול היתרות קוזזו בקירוב על ידי היחלשות המטבעות הלא-דולריים שבנומרו, שחלק מהיתרות מושקע בהם, ואילו לפעילות של הממשלה (גיוס הון נטו ומשיכות תפעוליות) הייתה השפעה מוגבלת בלבד. היתרות אמנם גדלו, אך לא נרשמה עלייה משמעותית ביחס בינן לבין מצרפים אחרים במשק, שבהשוואה אליהם מקובל לבחון את רמתן – היבוא, החוב החיצוני, הנכסים השקליים הלא-צמודים שבידי הציבור (M2) והתמ"ג (לוח 1). העלייה ביתרות של ישראל במהלך 2005 הייתה בשיעור של 4.6% במונחי דולר, בעוד שסך היתרות של המדינות החברות בקרן המטבע (לא כולל זהב) עלה ב-9.6% במשך השנה.

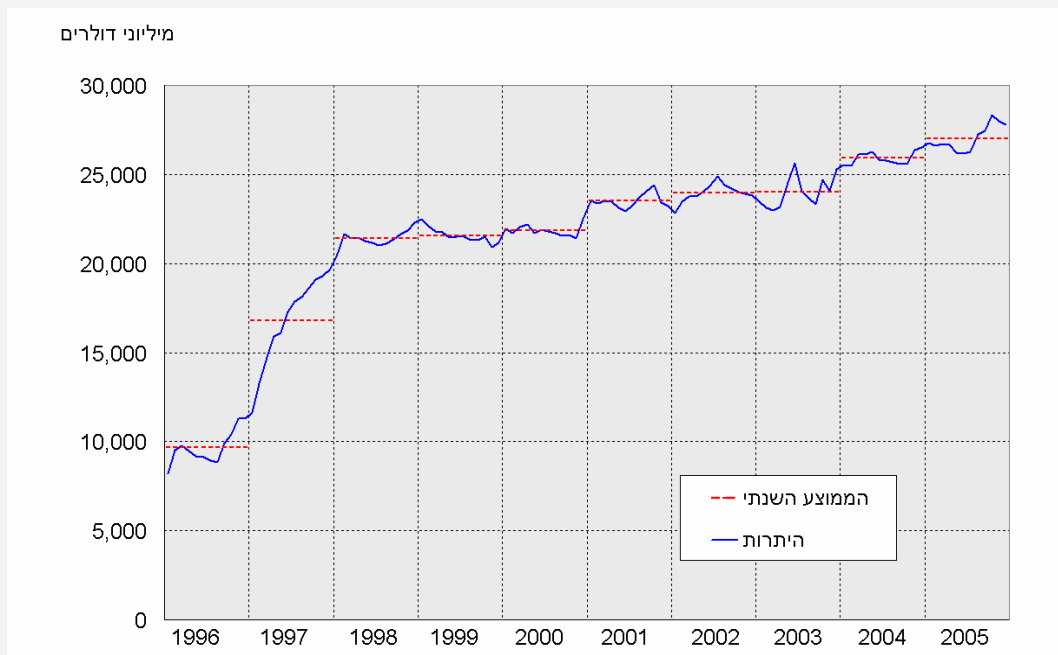
לוח 1

היתרות ורמתן יחסית למצרפים שונים, 1996 עד 2005

התוצר המקומי הגולמי	הנכסים השקליים הלא-צמודים (M2)	החוב החיצוני לטווח קצר	החוב החיצוני ברוטו	היבוא (חודשים)	היתרה הממוצעת ¹ (מיליוני דולרים)	השנה
10	35	43	18	2.71	9,665	1996
16	52	73	29	4.66	16,797	1997
21	61	86	35	6.03	21,392	1998
21	55	82	33	5.42	21,718	1999
19	46	77	32	4.58	21,854	2000
21	43	78	34	5.53	23,523	2001
23	48	76	34	5.84	23,943	2002
22	46	78	32	5.64	24,002	2003
22	47	82	33	5.30	25,908	2004
22	46	82	35	5.02	27,020	2005

(1) ממוצע הנתונים היומיים של היתרות המשוערכות.
 (2) המקור: בנק ישראל, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ודיווחי המוסדות הבנקאיים.

איור 1 – יתרות מטבע החוץ ברוטו, 1996 עד 2005
 (ממוצעים חודשיים)



המקור: בנק ישראל.

במהלך שמונה השנים האחרונות, שבהן בנק ישראל לא התערב בשוק מטבע החוץ המקומי, רמת היתרות עלתה בכ-7 מיליארדי דולרים. הרכיב העיקרי של עלייה זו הוא רווחי השקעה מצטברים בסך 8 מיליארדי דולרים, מתוכם 7.8 מיליארדים ריבית ורווחי הון, ו-0.2 מיליארד הפרשי שער. סכום זה מקוזז חלקית על ידי ירידה נטו ביתרות של מיליארד אחד, שנבעה מצמצום בהיקף הפעילות של בנק ישראל במטבע חוץ מול מערכת הבנקאות הישראלית במשך התקופה זו – משיכת פיקדונות של הבנקים, מחד גיסא, והפסקת הגלגול של עסקות ההחלף, מאידך. המרות מטבע החוץ נטו של הממשלה במהלך שנים אלו הסתכמו בסכום קטן מאוד, ולכן פעילות זו כמעט לא תרמה לשינוי ברמת היתרות.

יתרות מטבע החוץ משמשות מקור נזילות לשימוש בעת הצורך, ומטרותן גם להשיג תועלות למשק, הנובעות מעצם העובדה שיש למדינה יתרות מטבע חוץ בהיקף מסוים. הרמה הרצויה של היתרות לצורך השגת התועלות אינה מתווספת על הרמה הנגזרת מהשימושים, אלא חופפת לה. להלן מתוארת המסגרת הנוכחית לאמידת הרמה הרצויה של היתרות, לפי דרישות השימושים ולפי דרישות התועלות. מסגרת זו תיבחן שוב במהלך 2006, וייתכן שיחולו בה שינויים במהלך השנה.

השימושים ביתרות, כלומר האפשרויות למכור אותן (תמורת שקלים) או להלוות אותן, מתחלקים לשימושים של הממשלה, אשר לשמם בנק ישראל עשוי למכור לה מטבע חוץ, ושימושים מיוחדים של הבנק. השימושים של הממשלה הם בעיקר שירות חובותיה הנקובים במטבע חוץ והוצאות חריגות על יבוא סחורות ושירותים בשעת חירום. רמת היתרות הרצויה לצורך שימושים אלה נקבעה לפי סך כל שירות החוב הממשלתי במטבע חוץ לחמש השנים הקרובות, וסכום נוסף מוחזק כעתודה לאירועים חריגים, בהיקף של 5% מהיבוא השנתי. בסוף 2005 סכומים אלה היו 18.1 מיליארדי דולרים ו-3.1 מיליארדים, בהתאמה. השימושים של בנק ישראל הם: (1) פעילות בעת משבר פיננסי חמור בשוק מטבע החוץ של ישראל, או בעת סכנה ליציבות הפיננסית של מערכת הבנקאות, עקב קשיי נזילות זמניים במטבע חוץ; (2) ניהול המדיניות המוניטרית בדרך של הזרמה או שאיבה של נזילות במערכת המוניטרית על ידי התערבות לא-מעוקרת במסחר במטבע חוץ, בלי מטרה להביא את שער החליפין לרמה ספציפית כלשהי. רמת היתרות הרצויה כעתודה לפעילות זו נקבעה כפונקציה של היקף המסחר בשוק מטבע החוץ ושל היקף ההתחייבויות קצרות הטווח של מערכת הבנקאות הישראלית במטבע חוץ, והיא נאמדה בסוף 2005 בכ-13.5 מיליארדי דולרים. מכאן שרמת היתרות הדרושה כדי שהן תהיינה זמינות לשימוש היא כ-35 מיליארדי

דולרים. ואולם, בנק ישראל לא יתקרב לרמת היתרות הרצויה על ידי רכישה נטו של מטבע חוץ בשוק, אלא אם כן וכאשר הדבר יעלה בקנה אחד עם צרכיה של מדיניות מוניטרית השומרת על יציבות מחירים.

התועלות למשק מעצם ההחזקה של יתרות מטבע חוץ הן הקטנת ההסתברות להתרחשות משבר בשוק מטבע החוץ הישראלי ושיפור מעמדה של ישראל בסביבה הפיננסית הבין-לאומית. אין דרך כלכלית ישירה לקביעת הסכום הדרוש לצורך זה, אולם ניתן לקבל אינדיקציות עקיפות לגביו בשיטות שונות. לפי שיטות אלו, היקף היתרות הנגזר מהתועלות קטן מזה הנגזר מהשימושים. לכן רמת היתרות הנגזרת מהשימושים עשויה להתאים גם לרמת התועלות.

ב. מסגרת הניהול של היתרות

באותם תחומים שבהם הוא אינו מוגבל על ידי חוק בנק ישראל, הבנק פועל על פי מסגרת שנבנתה במהלך השנים. לפי מסגרת זו, ההנחיות העיקריות לניהול חשיפת תיק היתרות לסיכונים שונים ודרגות החופש לפעילות שוטפת של מחלקת מטבע חוץ (להלן – מדיניות ההשקעה) נקבעות על ידי ועדת מטבע חוץ בראשות הנגיד. מחלקת מטבע חוץ מביאה הצעות לדיון בוועדה, ומדווחת לה על ביצועי התיק ועל החלטות השקעה שונות שקיבלה. בוועדת מטבע חוץ נסקרות גם ההתפתחויות השוטפות בשווקים הבין-לאומיים.

מדיניות ההשקעה מושתתת על שלושה עקרונות:

- **שמירה על ערכן של היתרות במונחי השימושים שלהן**, כלומר על יכולת הבנק לספק מטבע חוץ עבור השימושים המיועדים של היתרות, אשר תוארו לעיל. עיקרון זה מקבל ביטוי בקביעת ההרכב המטבעי של היתרות, במגבלות על חשיפתן לסיכון אשראי, ובמידה מסוימת גם בניהול סיכון הריבית שלהן.
- **ניהול היתרות ברמה גבוהה של נזילות**, כלומר השקעת מרביתן בנכסים הניתנים למימוש בסכומים גדולים ובהתרעה קצרה בלי לפגוע בערך המימוש שלהם. עיקרון זה מקבל ביטוי בעיקר במגבלות על סוגי הנכסים שבהם מותר להשקיע את היתרות. (חלק ממגבלות אלה נקבעו בחוק בנק ישראל ובפרשנות שהתווספה עליו, וחלקן – בהחלטות פנימיות של הבנק.)

- **השגת תשואה נאותה על תיק היתרות**, בכפיפות לשני העקרונות הראשוניים. עיקרון זה מקבל ביטוי בהחלטות על אריכות תיק היתרות, על רמת החשיפה המותרת לסיכון אשראי ועל הניהול הפעיל של התיק.

השליטה על מרבית מאפייני הסיכון הפיננסי של תיק היתרות מעוגנת בניהול תיק היתרות לעומת סמן (benchmark). הסמן הוא תיק וירטואלי בר השקעה, הבנוי מנכסים שונים על פי כללים ידועים שנקבעו מראש, כחלק ממדיניות ההשקעה. כללים אלה קובעים את ההרכב המטבעי של הסמן, את האריכות שלו בכל מטבע, את סוגי הנכסים הכלולים בו ואת פיזור הנכסים האלה על פני עקום התשואה. ניהולו של תיק היתרות לעומת סמן ממלא שלושה תפקידים: הסמן משמש תיק חסר סיכון עבור מחלקת מטבע חוץ, כשנראה כי לא כדאי לנהל פוזיציות; תשואת החזקה של הסמן מספקת להנהלת הבנק ולציבור אמת מידה להערכת התשואה שמשיגה המחלקה מהשקעת היתרות; קביעת מגבלות כמותיות לסטיות המותרות בין התיק לסמן מאפשרת להנהלת הבנק לשלוט בסיכונים הפיננסיים הכרוכים בניהול היתרות. המגבלות האלה נוגעות בעיקר לסיכון המטבעי ולאותו חלק של סיכון הריבית הנמדד על ידי האריכות. השוואת התיק לסמן גם מאפשרת מעקב אחר סיכונים פיננסיים נוספים, שאין לגביהם מגבלות כמותיות, כגון אותו חלק של סיכון הריבית הנובע מהבדלים בפיזור על פני העקום.

הסמן הכולל של תיק היתרות בנוי ממספר סמנים, במטבעות שונים, שכל אחד מהם מיוצג בו על פי משקלו של המטבע בנומרי המטבעי. הרכב הנומרי המטבעי נקבע לפי ההרכב המטבעי של השימושים המיועדים ביתרות. הגורמים הרלוונטיים ליתרות המיועדות לשימושים של הממשלה הם ההרכב המטבעי של שירות החוב לשנים הקרובות וההתפלגות הגיאוגרפית של היבוא. ליתרות המיועדות לשימושים של הבנק המרכזי נקבע הרכב על פי שיקולים כלכליים שונים. סוגיית מטרותיהן של היתרות, לרבות הגדרת השימושים המיועדים בהן, תיבחן שוב במהלך 2006, וכתוצאה מכך ייתכנו שינויים בנומרי. הנומרי מוגדר על בסיס כמויות קבועות של מטבעות, להבדיל מאחוזים קבועים, ומעודכן פעם בשנה.

בניגוד לנומרי המטבעי, מבנה החשיפה של הסמן לסיכון הריבית בכל מטבע, כלומר אריכותו ופיזורו על העקום, אינו נגזר ממבנה החשיפה של שימושי היתרות באותו מטבע לסיכון ריבית, אלא מהמטרה להשיג תשואה מרבית, בכפיפות למגבלה על ההסתברות לקבל תשואה נמוכה מסך

מסוים שנקבע; גישה זו ידועה כגישת ה-shortfall. לפיה, אריכות המטרה של הסמן בכל מטבע נקבעה ברמה קבועה של 16 חודשים⁴. ההחלטה שלא לבסס את חשיפת היתרות לסיכון ריבית על השימושים של היתרות אלא על גישת ה-shortfall, נעוצה ברצון להימנע מלהגדיל משמעותית את אריכות היתרות – דבר שעלול להגביר במידה ניכרת גם את התנודתיות של רמתן (מה שעלול להפריע להשגת התועלות של החזקתן) וגם את התנודתיות של זרם ההכנסות מהן.

סיכון האשראי מנוהל בעיקר על ידי מערכת של מכסות וכללים. מערכת זו מאפשרת שליטה על רמת החשיפה למוסדות פיננסיים ומדינות. היא קובעת סף מינימלי לאיכות האשראי של המוסד הבודד וגם מבטיחה פיזור נאות בין מוסדות ומדינות, בהתאם לגודלם ולאיות האשראי שלהם. לצד כלי זה משמשים כלים נוספים לניהול סיכון אשראי, כגון מגבלות כמותיות על החשיפה הכוללת של תיק היתרות למערכת הבנקאות העולמית ועל השקעת היתרות בנכסי מירווח – נכסים שאינם בסמן, אשר בחלק מהם כרוכה מידה פעוטה של סיכון אשראי.

בניהול היתרות בנק ישראל נוקט שיטת ניהול פעיל (ניהול פוזיציות), להבדיל מניהול סביל (חיקוי מדויק של הסמן). לפיכך תיק היתרות נבדל מהסמן, בדרך כלל, במידת חשיפתו לגורמי הסיכון השונים, כגון הסיכון המטבעי וסיכון הריבית. היקף הסטיות בין התיק לסמן מוגבל, כאמור, על ידי מערכת של כללים, שהיא חלק ממדיניות ההשקעה של היתרות. הערך המוסף של הניהול הפעיל מתבטא בפער התשואה והסיכון בין תיק היתרות לבין הסמן שלו, פער המנותח לפי רכיביו בפרק 2-ג' להלן. החלטת הבנק בדבר ניהול פעיל מבוקר של היתרות נתמכת בראש ובראשונה בתרומתו של ניהול זה לתשואת התיק בעשור האחרון – כ-7 נקודות בסיס⁵ לשנה (לוח 2). לניהול הפעיל יתרונות נוספים, מתוכם הידוק הקשרים העסקיים של הבנק עם מוסדות פיננסיים בחו"ל, תוספת ליכולת הבנק לקבל מידע כלכלי ועסקי והתמקצעות כוח האדם של הבנק.

⁴ מינואר 2003 עד יולי 2005 אריכות הסמן לתיק הדולר קוצרה זמנית ל-11 חודשים; ראו דיון בפרק 2-א' להלן.

⁵ נקודת בסיס היא מאית אחוז או חלק אחד מעשרת אלפים. ברמה הנוכחית של היתרות, תוספת של נקודת בסיס אחת שווה בערך ל-2.7 מיליוני דולרים.

לוח 2
ביצועי התיק בפועל לעומת הסמן, 1996 עד 2005
 (אחוזים, מונחים שנתיים)

פוזיציות הפיזור ותרומות אחרות	תוספת התשואה					ביצועי התיק			
	בחירת נכסים		החלטה האסטרטגית להשקיע ב-GNMA ²	הפוזיציות בין השוקים	הניהול המטבעי	סך הכול	הסמן	התיק בפועל	
השפעת הפיזור	השפעת המירווח ³	האריכות							
									1996
-0.09	0.20	-0.11	0.03	-0.01	0.01	4.86	4.87		התשואה
0.03	0.08	0.16	0.05	0.10	0.23	0.59	0.70		סטיית התקן
									1997
-0.01	0.18	-0.17	0.03	-0.26	-0.24	5.24	4.99		התשואה
0.02	0.07	0.09	0.02	0.08	0.16	0.49	0.44		סטיית התקן
									1998
-0.07	0.10	0.01	-0.03	0.00	0.01	5.99	6.00		התשואה
0.02	0.05	0.02	0.06	0.03	0.08	0.69	0.63		סטיית התקן
									1999
0.05	0.05	-0.06	0.03	0.02	0.08	3.17	3.26		התשואה
		0.08	0.05	0.02	0.13	0.60	0.66		סטיית התקן
									2000
0.01	0.19	0.00	-0.04	-0.15	0.01	6.78	6.79		התשואה
		0.02	0.03	0.06	0.11	0.86	0.89		סטיית התקן
									2001
-0.01	0.23	-0.01	-0.05	0.00	0.22 ¹	6.13	6.35		התשואה
0.00	0.09	0.04	0.04	0.03	0.20	1.36	1.44		סטיית התקן
									2002
-0.01	0.20	-0.02	0.00	0.03	0.20	4.98	5.18		התשואה
		0.05		0.04	0.17	1.41	1.32		סטיית התקן
									2003
0.00	0.02	0.19	-0.02	-0.01	0.04	1.94	2.15		התשואה
					0.09	0.79	0.81		סטיית התקן
									2004
-0.02	-0.02	0.11	-0.05	-0.01	0.02	1.67	1.70		התשואה
					0.06	0.73	0.73		סטיית התקן
									2005
0.02	0.05	0.14	-0.03	-	0.02	2.44	2.64		התשואה
					0.09	0.71	0.67		סטיית התקן
									2005-1996
-0.01	0.16	-0.05	0.00	-0.03	0.07	4.30	4.38		התשואה

המקור: בנק ישראל.

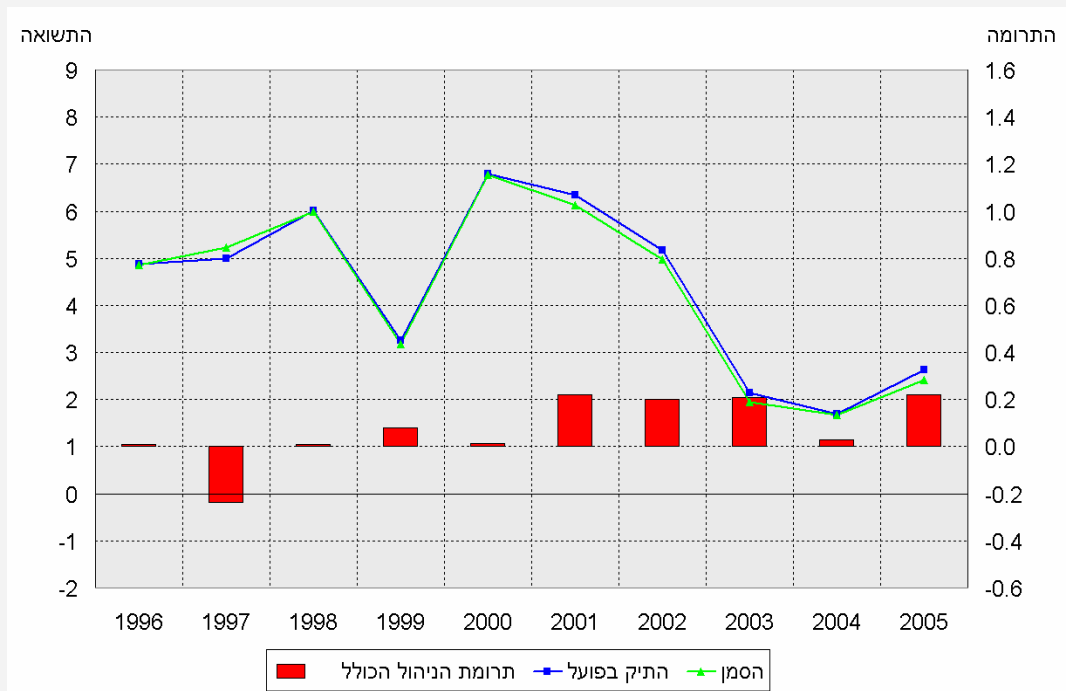
- (1) 5.5 נקודות בסיס מתוך סך כל הניהול הנכסי והאריכות אינן כלולות ברכיבים המופיעים בלוח לגבי שנת 2001.
 (2) בשנים 1996-2003 נהלו סכומים שונים (בניהול חיצוני ופנימי) כנגד סמן שהוא מדד שוק ה-GNMA. לפיכך, חלק מהסמן לחלקו הארוך של תיק הדולר הוחלף בסמן זה. בלוח מוצגת תוספת התשואה שנבעה מההחלפה.
 (3) עד שנת 2002 (כולל) השפעת המירווח כוללת גם את השפעת הפיזור.

2. תשואת ההחזקה והסיכון של תיק היתרות בהשוואה לסמן שלו

א. תשואת ההחזקה של תיק היתרות

סך כל תשואת ההחזקה של היתרות במונחי נומרר היה בשנה הנסקרת 2.6%, לעומת 1.7% ב-2004 ו-4.4%, בממוצע, בשנים 1996 עד 2005 (לוח 2 ואיור 2). התנודתיות (סטיית התקן) של תשואת התיק הסתכמה ב-0.67%, לעומת 0.73% ב-2004. תשואת ההחזקה של תיק היתרות ותנודתיותה מושפעות משלושה גורמים עיקריים: ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים; החלטות ההשקעה ארוכות הטווח, הבאות לידי ביטוי במבנה הסמן של התיק; הניהול השוטף של התיק, לרבות הניהול הפעיל (ההחלטות על סטיות מהסמן).

איור 2 – שיעור התשואה ותרומת הניהול הכולל, 1996 עד 2005
(אחוזים, במונחי נומרר שנתיים)



המקור: בנק ישראל.

תשואת ההחזקה של יתרות מטבע החוץ מוערכת בבנק ישראל, בדרך כלל, במונחי הרכב מטבעי ניטרלי – הנומרר – המחושב לפי השימושים המיועדים של היתרות, כפי שתואר לעיל. ניתן לחשב את תשואת ההחזקה של התיק גם במונחי שקלים, וזו הסתכמה השנה ב-6.5%, לאחר 1.8% בשנת 2004. התשואה במונחי שקלים בשנת 2005 משקפת את היחלשות השקל לעומת הדולר של ארה"ב, שהתקזזה חלקית על ידי התחזקות השקל לעומת מטבעות ההשקעה האחרים של

היתרות. בעשור האחרון הסתכמה תשואת ההחזקה במונחי שקלים ב-8.1% לשנה, ובניכוי עליית המחירים המקומיים שהייתה בתקופה זו – ב-4.3% לשנה.

במונחי דולרים הניבו היתרות הפסדים של 0.1 מיליארד דולרים. ההכנסות מריבית, רווחי הון וניהול פעיל בגובה של 0.7 מיליארד דולרים קוזזו על ידי ההפסדים מהפרשי שערים בגובה של 0.8 מיליארד⁶. יש לציין כי מדידת התשואה של תיק רב-מטבעי במונחים של מטבע אחד היא שרירותית מבחינה כלכלית; כך למשל התשואה השנה במונחי דולר הסתכמה ב-0.3% בשנה לעומת 14.9% במונחי אירו. לכן תשואת היתרות נמדדת בדרך כלל במונחי נומרר. תיק הדולר של היתרות הניב תשואה של 2.51%, ותיק האירו הניב תשואה של 2.21%; תשואות אלו הן הרכיבים העיקריים של התשואה הכוללת של התיק במונחי נומרר, אך היא מושפעת גם מהתשואות של תיקים אחרים ומרכיבים של תרומת הניהול הפעיל שלא מיוחסים לתיק מטבעי ספציפי.

תשואת היתרות השנה הושפעה במידה רבה ממגמות העלייה של התשואות-לפדיון לטווחים קצרים ובינוניים בשווקים של ארה"ב ושל אזור האירו. מגמות אלו מיוחסות למספר גורמים, ביניהם תהליך הריסון של המדיניות המוניטרית בארה"ב, שהתבטא בהעלאת ריבית הבנק המרכזי האמריקאי ב-2.0% במהלך השנה (בשמונה צעדים של 0.25% כל אחד), וחששות להתפרצות גלובלית מחודשת של אינפלציה. עליית התשואות על איגרות חוב לטווחים קצרים ובינוניים הגדילה את רכיב ההכנסה השוטפת מריבית הכלול בתשואת ההחזקה של היתרות, אך בד בבד התבטאה בירידת מחירי איגרות החוב האלה, שנרשמה כהפסדי הון אשר הקטינו את תשואת ההחזקה.

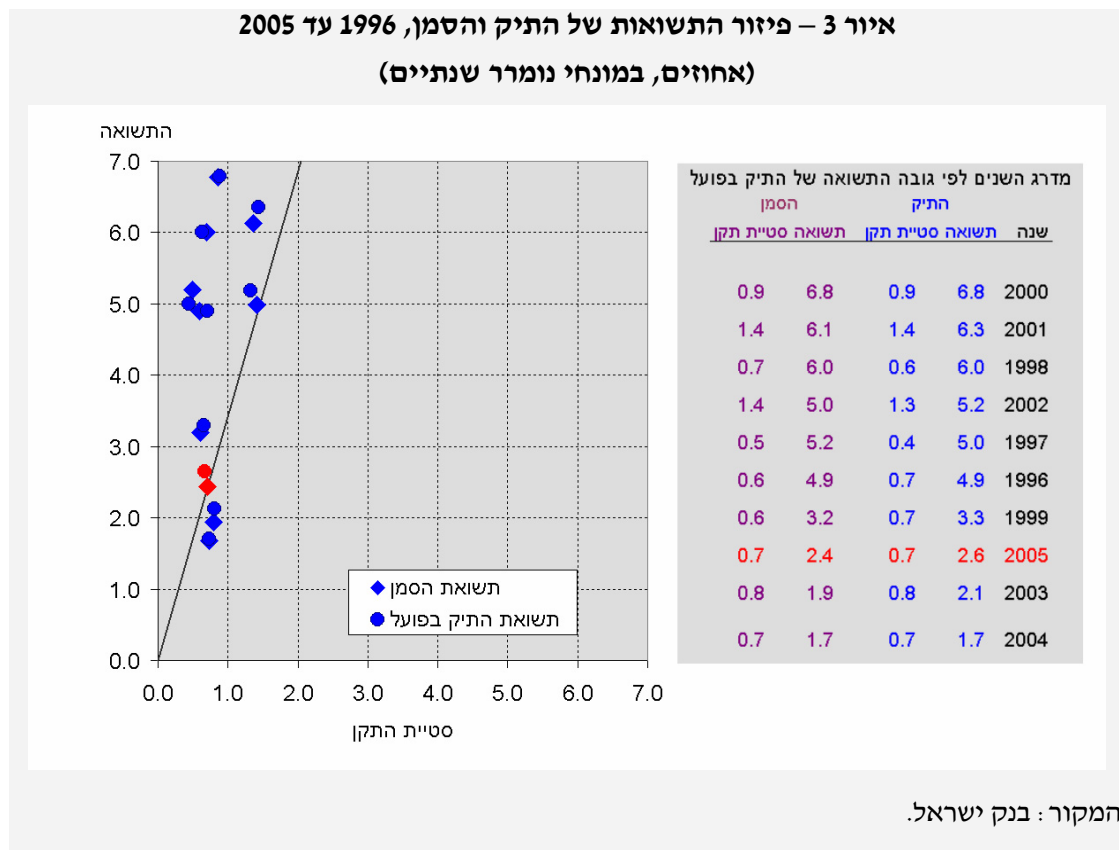
אריכות המטרה של הסמן בכל מטבע נקבעה בשנת 1999 ברמה קבועה של 16 חודשים בכל המטבעות על סמך גישת ה-shortfall, שלפיה הסמנים בעלי אריכות זו צפויים להניב תשואות החזקה שנתיות הגבוהות מרמת סף מינימום רצוי, בהסתברות גבוהה. לקראת סוף שנת 2002 הוחלט לקצר את אריכות הסמן של תיק הדולר בלבד מ-16 ל-11 חודשים. זאת כהוראת שעה לתקופה של תשואות-לפדיון נמוכות במיוחד, שנועדה להפחית את החשיפה לאפשרות של הפסדי

⁶ סכומים אלו מחושבים לפי הרמה הממוצעת של היתרות, והם כוללים רווחים-הפסדים לא-ממומשים; לכן ייתכנו הבדלים בינם לבין המדווח בזוחות הכספיים של הבנק.

הון גבוהים יותר מן ההכנסות מריבית, מצב שבו תשואת ההחזקה הכוללת של תיק היתרות עלולה להיות שלילית. עם עליית התשואות בקצה הקצר של עקום התשואות בארה"ב, שהתחילה ב-2004, הצורך בהוראת שעה זו הלך ונעלם, ובאמצע 2005 היא בוטלה. עלות הוראת השעה בדבר קיצור האריכות (שהיה כרוך גם בצורך לשנות את פיזור הסמן על פני העקום) במשך התקופה של שנתיים וחצי שבה היא הייתה בתוקף הסתכמה ב-18 נקודות בסיס⁷ – 13 בשנת 2003, 20 ב-2004 ועלות שלילית של 15 נקודות בסיס ב-2005.

ב. התשואה והסיכון בהשוואה לסמן

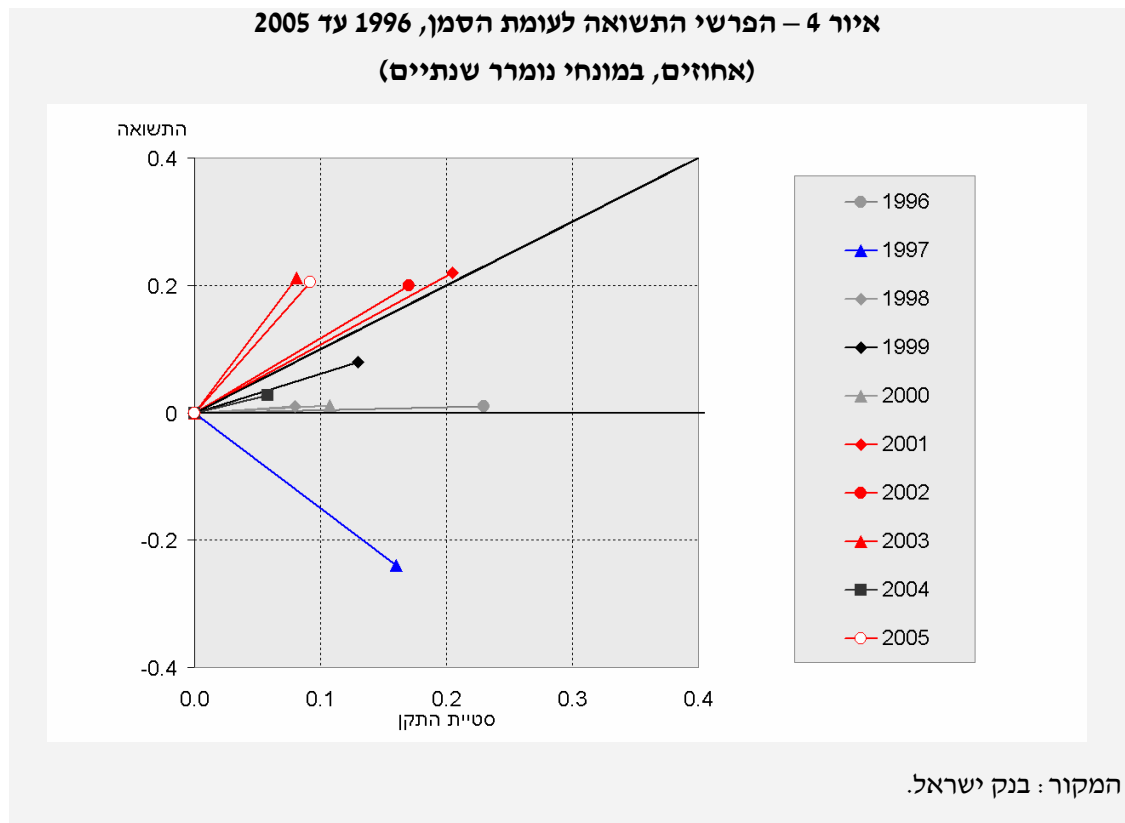
תשואת ההחזקה של הסמן הייתה השנה 2.44%, ותנודתיותה – 0.71%. בהינתן ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים, הרכב הסמן הוא הגורם המכריע בקביעת תשואת ההחזקה של התיק, משום שהיקף הסטיות של הרכב התיק מהרכב הסמן הוא קטן יחסית.



⁷ עלות זו נבעה ברובה (26 נקודות בסיס) משינוי פיזור הסמן על פני העקום.

באיור 3 מוצגות תשואות ההחזקה של הסמן ושל תיק היתרות והתנודתיות שלהן בכל אחת מהשנים מאז 1996, ומתברר שתשואת התיק והתנודתיות שלה בכל שנה קרובות מאוד לאלו של הסמן. באיור בולטים גם הפערים הגדולים בין שנה לשנה בתשואות ההחזקה השנתיות של הסמן ושל התיק, המושפעות בעיקר מההתפתחויות בשווקים בשנים השונות. כנגד זאת, ההבדלים משנה לשנה בתנודתיות של תשואת ההחזקה קטנים יחסית. לפיכך, כאשר תשואת ההחזקה של הסמן נמוכה יחסית לממוצע הרב-שנתי שלה, כפי שקרה ב-2005, גם היחס של תשואת הסמן לסיכון שלו נמוך יותר ממה שנצפה ברוב שנות העשור האחרון. תופעה זו – המבטאת הרעה מסוימת בשקלול-התמורה (tradeoff) בין תשואה לסיכון המגולמת בשווקים – מאפיינת את שלוש השנים האחרונות, לעומת השנים שקדמו להן. היא משתקפת באיור 3, שבה התצפיות לכל השנים הקודמות, למעט 2003 ו-2004, נמצאות מעל לקו המחבר את התצפית של 2005 עם ראשית הצירים.

הפער בין תשואת ההחזקה של הסמן לזו של תיק היתרות בפועל היא התרומה של הניהול השוטף לתשואת התיק. תרומת הניהול השוטף הייתה השנה 21 נקודות בסיס, והתנודתיות של תרומה זו הסתכמה ב-9 נקודות בסיס (לוח 2 ואיור 2). היא נובעת בעיקר מהחלטות שנתקבלו במסגרת דרגות החופש הקבועות במדיניות ההשקעה, לגבי מאפיינים של התיק שבהם ניתן לחקות את הרכב הסמן או לסטות ממנו – הרכבו המטבעי, אריכותו, הנכסים הכלולים בו ופיזורם על פני עקום התשואה. תרומת הניהול השוטף יכולה להיות מושפעת גם מהיבטים תפעוליים, המשליכים על קבלה וביצוע של החלטות שהניהול השוטף תלוי בהן.

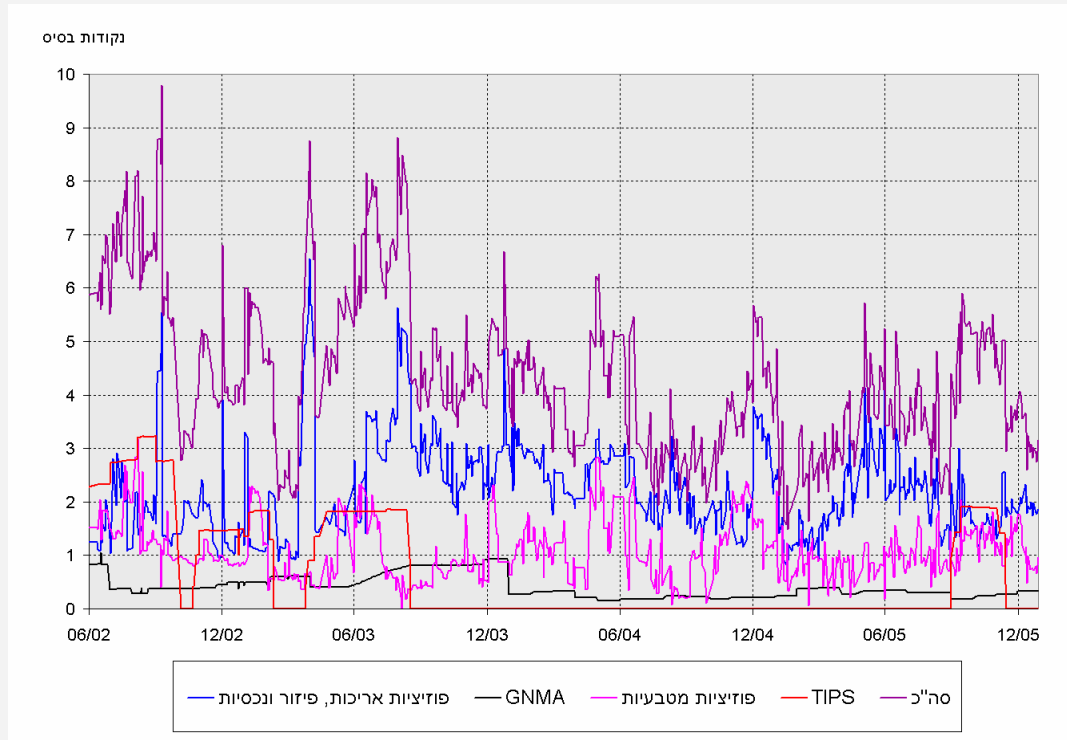


בחינה של הפרשי התשואה ותנודתיותם לעומת הסמן יכולה ללמד על מיומנות הניהול, והמצב הרצוי הוא השגת תוספת תשואה חיובית בד בבד עם תנודתיות נמוכה-יחסית. באיור 4 (ובלוח 2) מוצגים הפרשי התשואה הממוצעים לעומת הסמן והתנודתיות של הפרשי התשואה בכל אחת מהשנים 1996 עד 2005. היחס בין תוספת התשואה לבין התנודתיות שלה ("יחס המידע" – information ratio) מתבטא באיור בשיפוע הקו לכל אחת מהשנים. רצוי שיחס זה יהיה גדול מ-1, שכן אז תוספת התשואה מפצה ויותר על תוספת הסיכון. עיון באיור מעלה כי יחס המידע היה גדול מ-1 בשנים 2001, 2002, 2003, ו-2005 (שכן שיפוע הקווים של שנים אלו תלול משיפוע הקו המקווקו העולה – שהוא קו ששיפועו 1), בין 0 ל-1 ב-1999 וב-2004, קרוב ל-0 ב-1996, ב-1998, וב-2000 ושליילי רק בשנה אחת במהלך העשור האחרון – 1997.

הרמה הגבוהה יותר של יחס המידע מ-2001 ואילך מיוחסת בעיקר לקבלת החלטות ששינו את סגנון הניהול הפעיל של היתרות. בשנת 2000 הוחלט להגדיל את המשאבים המופנים לניהול נכסי. בד בבד צומצם היקף החשיפה המשתקפת בניהול האריכות (משנת 2000) ובניהול המטבעי (משנת 2001) – תחומי פעילות שהניבו תרומה ניכרת לתשואת התיק בתחילת שנות התשעים, אך הפכו

פחות רווחיים לאחר מכן. התוצאות של שינויים אלו בתפיסת הניהול היו הגדלת מירווח התשואה בין תיק היתרות לסמן שלו תוך הקטנת התנודתיות של המירווח.

איור 5 – ה-VaR של הפוזיציות, יוני 2002 עד דצמבר 2005
(ברמת ביטחון 95%, לטווח של שבוע, בשיטה הפרמטרית)



המקור: בנק ישראל.

תוספת הסיכון הכרוכה בניהול פוזיציות בתקופה מסוימת נאמדת בדיעבד לפי תנודתיותה של תוספת התשואה, גישה העומדת ברקע לדיון על יחס המידע. מדד נוסף להערכת הסיכון הכרוך בפוזיציות השונות לעומת הסמן, שניתן לאמידה *ex ante*, הוא ה-VaR (Value-at-Risk) של הפוזיציות, כלומר של הפער בין התיק בפועל לבין הסמן. ה-VaR הוא אומדן הפסד ההון המרבי שיכול להתממש בתוך פרק זמן מסוים ובהסתברות מסוימת. ה-VaR של כל הפוזיציות, המוגדר כהפסד הגדול ביותר שצפוי להיספג בתוך שבוע, בהסתברות של 95%, ממלא תפקיד במדיניות ההשקעה של היתרות, והוא מוגבל לחמישית של אחוז (20 נקודות בסיס) מערך היתרות. איור 5 מציג את ה-VaR של סך הפוזיציות ואת חלקן של פוזיציות מסוגים שונים שנוהלו בתיק מיוני 2002 עד סוף 2005, וממנו ניתן להסיק שניצול דרגת חופש זו היה חלקי למדי.

ג. רכיבי תרומת הניהול השוטף של היתרות

בניהול השוטף של התיק מתקבלות החלטות על פוזיציות – סטיות מהרכב הסמן. תוספת התשואה מניהול סוגים שונים של פוזיציות מוצגת בלוחות 3 ו-4. פוזיציה משמעותה תוספת סיכון לעומת הסמן, שיכולה להיות מתוגמלת על ידי תוספת תשואה לעומתו. בניהול פוזיציה מקובל לקבוע תקרה להפסד אפשרי: הפוזיציה נסגרת אם ההפסד המצטבר בגינה מגיע לתקרה. היקף הפוזיציות בפועל קטן בהרבה מהיקפן בכוח.

לוח 3

התרומות של החלטות הניהול לפער התשואה לעומת הסמן, 2005

(נקודות בסיס, מונחים שנתיים)

תרומות אחרות	הניהול המטבעי	פוזיציות בין שווקים	בחירת הנכסים			ניהול האריכות	סך כל התרומה	
			פוזיציות פיזור	השפעת פיזור	השפעת מרווח			
1.5	0.3	1.6	0.9	5.6	13.6	-2.9	20.7	סך הכול
			0.9	5.6	13.6	-2.9	17.2	סך כל התיקים המטבעיים
			0.6	5.5	12.2	-2.4	15.8	תיק הדולר
			0.4	0.1	-0.1	-0.5	-0.1	תיק האירו
			-0.1	0.0	1.6	0.0	1.5	תיקים אחרים
		1.6					1.6	הפוזיציות בין השווקים
	0.3						0.3	הפוזיציות המטבעיות
1.5							1.5	תרומות אחרות

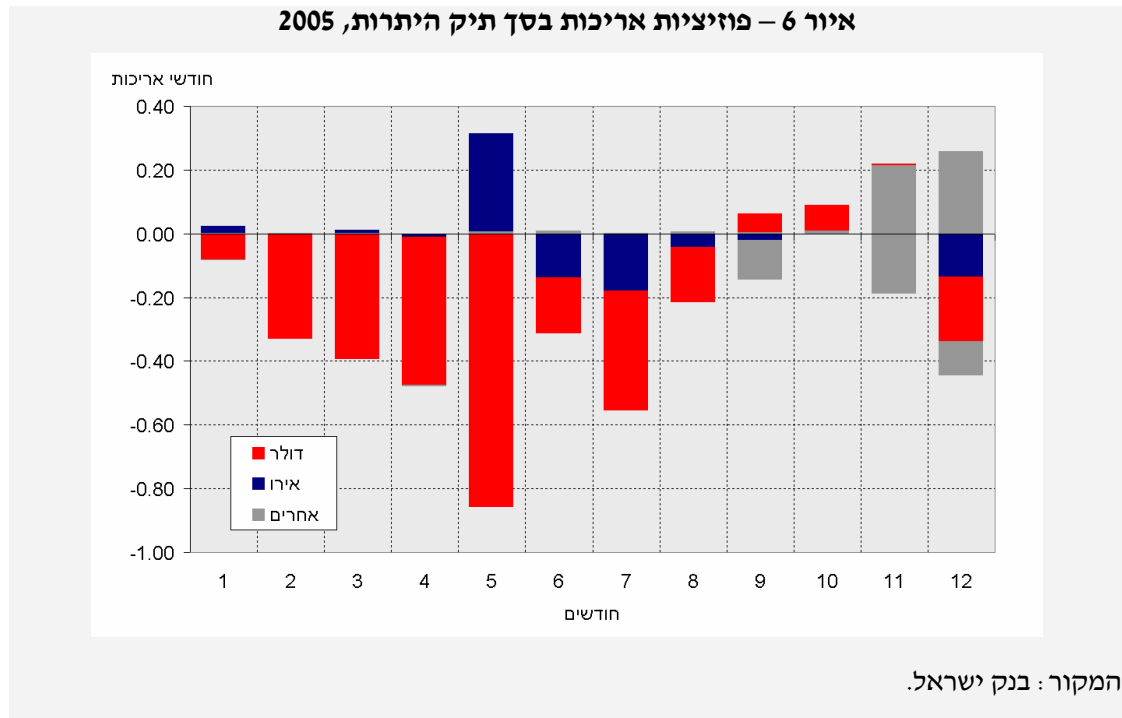
המקור: בנק ישראל.

(1) תרומת הניהול המטבעי

ההחלטות בתחום הניהול המטבעי קובעות את הפער בין ההתפלגות המטבעית של התיק לזו של ההרכב המטבעי הניטרלי – הנומראר. פער זה מוגדר כפוזיציה מטבעית. פוזיציות מטבעיות מנוהלות על בסיס שיקולים טקטיים ועל בסיס הערכות של משתנים כלכליים. פוזיציות מטבעיות נוספות נוהלו בעזרת מודלים – כלי לניהול פוזיציות מטבעיות לטווח קצר; הסכום המושקע על פי ההמלצות של כל אחד מהמודלים הוא קבוע וקטן יחסית. תרומת הניהול המטבעי, הכוללת את הפרשי השערים והפרשי הריבית על הפוזיציות המטבעיות, הסתכמה בשנת 2005 ב-0.3 נקודות בסיס (לוחות 2 ו-3).

(2) התרומה של ניהול האריכות והפיזור על פני העקום

בשנת 2005 נוהלו בתיקים המטבעיים השונים פוזיציות אריכות שתרומתן לפער התשואה מול הסמן הייתה שלילית בהיקף של 2.9 נקודות בסיס (לוחות 2 ו-3 ואיור 6). הפוזיציות בתחום האריכות מתבטאות בהפרש בין האריכות של תיק מטבעי לאריכות שנקבעת לסמן שלו – אשר הייתה 16 חודשים לגבי כל אחד מהתיקים המטבעיים, למעט תיק הדולר במחצית הראשונה של השנה, שעד אז אריכות הסמן שלו הייתה 11 חודשים.



גם סך כל תרומת הפיזור לעומת הסמן הייתה 6.5 נקודות בסיס – מזה תרומה של 0.9 נקודות בסיס מפוזיציות פיזור ותרומה נוספת של 5.6 נקודות בסיס מהשפעת פיזור שהיא תוצאה של פוזיציות בחירת הנכסים (לוחות 2 ו-3). הפוזיציות בתחום פיזור הנכסים מורכבות מקניית נכסים באזור אחד של עקום התשואה ומכירת נכסים באזור אחר של העקום, והן בנויות בדרך הממוזעת את ההשפעה של עלייה או ירידה מקבילה בעקום – בלי שינוי בשיפועו – על רווחיותן. לעתים קרובות, פוזיציות אלו מנוהלות באמצעות חוזים עתידיים.

(3) פוזיציות בין שווקים

פוזיציות אלו בנויות כך שהיקף הרווחים מהן תלוי בהתפתחות מירווח התשואות בין שני מכשירי חוב. המכשירים נקובים במטבעות שונים, והחשיפה המטבעית הכרוכה בכך מנוטרלת באמצעות עסקת החלף מטבעית (currency swap). בשנת 2005 גרם ניהול הפוזיציות מסוג זה לתוספת תשואה של 1.6 נקודות בסיס (לוחות 2 ו-3).

לוח 4
התרומה של בחירת הנכסים, 2005
 (נקודות בסיס, מונחים שנתיים)

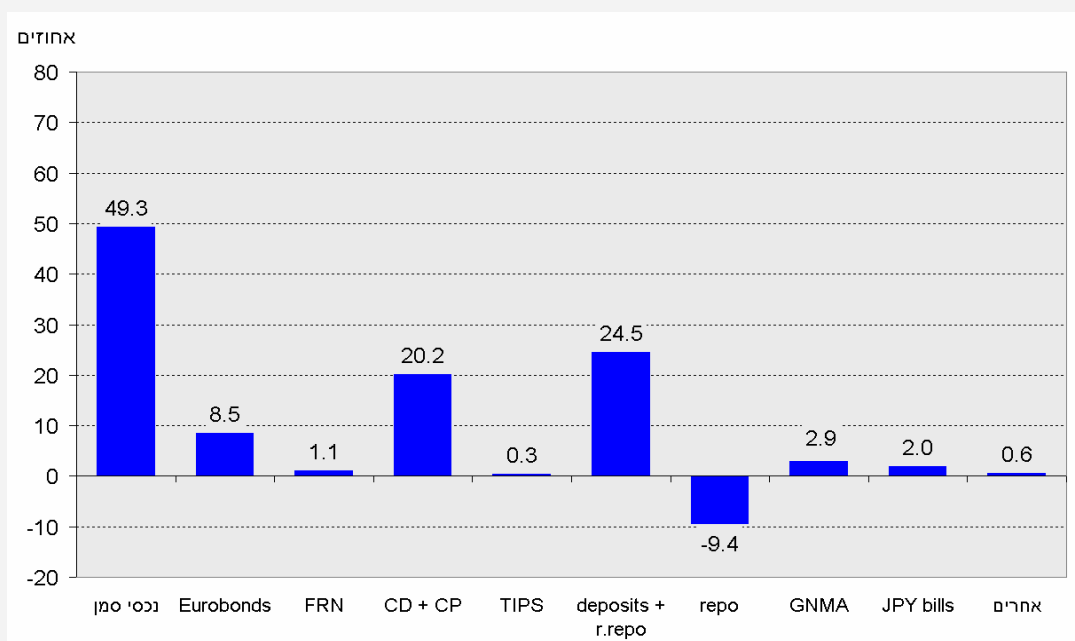
סך כל תיק היתרות	
3.6	פיקדונות, repo ו-reverse repo בדולרים
1.9	מזה: השאלת ניירות ערך על ידי המחלקה
0.4	Eurobonds
0.3	השקעה סינתטית באג"ח יפניות
2.9	CP+CD
2.2	TIPS
0.8	GNMA (ניהול חיצוני)
3.4	נכסים אחרים
13.6	סך התרומה הנכסית
5.6	פיזור הנובע מבחירת הנכסים
19.2	סך הכול

המקור: בנק ישראל.

(4) התרומה של בחירת הנכסים

החלטות על בחירת נכסים תרמו לתשואה של תיק היתרות 13.6 נקודות בסיס (לוח 4 ואיור 7). תוספת תשואה זו מושגת על ידי השקעה בנכסי מירווח, כלומר בנכסים מסוגים שאינם בסמן. התשואה-לפדיון של נכס כזה ניתנת לפירוק לשני גורמים: (1) התשואה-לפדיון הצפויה של איגרת חוב ממשלתית באותו מטבע, העומדת לפדיון באותו מועד; (2) מירווח-התשואה, שמבטא את המאפיינים של מנפיק הנכס, שמשתנה, בדרך כלל, ברציפות ובמתינות. התרומה של בחירת נכסי המירווח נמדדת על פי הפער בין תשואת ההחזקה שלהם לזו של נכסים בעלי אריכות זהה מקבוצת הנכסים הכלולים בסמן, בהתחשב במשקלם בתיק. בחישוב התרומה הכוללת של הניהול השוטף מובאות בחשבון גם השפעות של הבדלים בפיזור הנכסים על פני העקום, הנובעים מהחלטות על בחירת נכסי מירווח – גורם הכלול בחישוב תרומת הפיזור הנדון בסעיף (2) לעיל.

איור 7 – ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות, 2005
(ממוצע שנתי, באחוזים)



המקור: בנק ישראל.

עיקר התרומה של בחירת נכסים לתוספת התשואה לעומת הסמן נבע מהשקעה בנכסים שמועדי פירעונם חלים בתוך שנה (נכסים המסווגים כנכסי "שוק הכספים"). ההשקעה ב**פיקדונות בנקאיים** שאינם סחירים והפעילות בתחום ה-**repo** וה-**reverse repo** בדולרים הניבה תוספת תשואה של 3.6 נקודות בסיס לעומת הסמן. בתוך זה כלולה התרומה שמקורה בפעילות של **השאלת ניירות ערך**, שהסתכמה השנה ב-1.9 נקודות בסיס⁸. ההשקעה בתעודות פיקדון סחירות (CDs) של בנקים ובניירות ערך מסחריים (CPs) של ממשלות או בערבות ממשלתית תרמה תוספת של 2.9 נקודות בסיס. על אלה נוספה התרומה של השקעת כספים באיגרות חוב ממשלתיות דרך

⁸ בהשאלת נייר ערך נקשר זוג עסקאות – עסקת repo ועסקת reverse repo או פיקדון בנקאי. בעסקת ה-repo מושאל נייר ערך, ותמורת המזומן המתקבלת "מופקדת" בעסקת reverse repo, כנגד נייר ערך אחר, או מופקדת בעסקת פיקדון. שתי העסקאות נעשות לאותו טווח זמן, ואין להן השפעה על אריכות התיק. הרווח של בנק ישראל מזוג עסקאות כזה נובע מהביקוש של גורמים שונים בשוק לניירות המושאלים בעסקת ה-repo, כלומר מנכונותם של גורמים אלו להלוות את תמורתם בריבית נמוכה מזו המשולמת על הפקדת התקבול.

עסקאות סינתטיות⁹, שהסתכמה ב-0.3 נקודות בסיס. תוצאות אלו הושגו על רקע העלייה במירווח התשואה בין שטרי אוצר לטווח קצר לבין פיקדונות בנקאיים ומכשירי חוב דומים (ה-TED spread). בנכסים שהטווח לפירעונם 3 חודשים, התנהל מירווח זה סביב 15 נקודות בסיס בחודשיים הראשונים של 2005 וסביב 42 נקודות בסיס לקראת סוף השנה. מהלך זה גם הגדיל את רווחיות ההשקעה בנכסי מירווח בשוק הכספים וגם היה מניע להרחבת פעילות המחלקה בתחום זה. גורם נוסף ששיפר את סך התרומה מפעילות בשוק הכספים היה העלאת התקרה של חשיפת התיק לסיכון בנקאי בפברואר 2005. (ראו להלן בפרק 2-ד').

תרומת ההשקעה בניירות ערך מסוג **Eurobonds** הסתכמה השנה ב-0.4 נקודות בסיס בלבד, לעומת תרומה ממוצעת של 4.7 נקודות בסיס בשנים 2001-2004. תוספת התשואה לעומת השקעה בנכסי הסמן שמתקבלת, בדרך כלל, מהשקעה ב-Eurobonds נובעת ממירווחי התשואה-לפדיון שלהם לעומת איגרות חוב ממשלתיות. כאשר המירווחים האלה משתנים במשך השנה, מתווספת תרומה (חיובית או שלילית) שמקורה ברווחי הון או בהפסדי הון. ב-2005 התרחבו המירווחים בנתח שוק ה-Eurobonds שבנק ישראל משקיע בו (אלו שהנפיקו או ערבו להן ריבונים ומוסדות בין-לאומיים) בסדר גודל של 10 נקודות בסיס (מכ-30 עד כ-40 נקודות בסיס). בהתחשב באריכות הממוצעת של איגרות החוב מסוג זה שהוחזקו בתיק היתרות, נראה אפוא כי הפסדי ההון שנגרמו מהתרחבות מירווח התשואה הגיעו לסכום בסדר הגודל של לתוספת ההכנסה המיוחסת למירווח התשואה.

ההשקעה באיגרות חוב **צמודות למדד (TIPS)** הניבה השנה תוספת תשואה של 2.2 נקודות בסיס. בשנתיים האחרונות שוק ה-TIPS נעשה יעיל ונזיל, לעומת התנאים ששררו בו קודם לכן, ולפיכך החלטת המחלקה להשקיע בשוק זה כיום היא על פי בדיקת כדאיות מזדמנת. במשך מספר חודשים נוהלה פוזיציה באיגרות חוב TIPS, שהוחזקו כנגד מכירת שטרי אוצר בעלי טווחים-לפירעון דומים. פוזיציה זו נפתחה על בסיס ההערכה ששיעור האינפלציה הצפויה שהייתה

⁹ עסקה סינתטית מורכבת משלוש עסקאות שמבוצעות בו-זמנית: באחת מהן נקנה נייר ערך נקוב במטבע מסוים, בשנייה מבוצעת המרה ממטבע ההשקעה למטבע שבו נקוב הנייר ובשלישית המרה מועדית מטבעית (currency forward), לתאריך הפירעון של נייר הערך, ממטבע הנייר אל מטבע ההשקעה בחזרה. ההמרות הן בסכומים שווים לעלות הקנייה של הנייר ולסכום שיתקבל בעת פירעונו, בהתאמה.

מגולמת במחירי איגרות ה-TIPS נמוך ממה שצפוי בפועל או ממה שמגולם בנתונים על האינפלציה בפועל שכבר פורסמו.

ההשקעה בניירות ערך המגובים במשכנתאות מסוג GNMA, בניהול חיצוני, הניבה תוספת תשואה של 0.8 נקודת בסיס לעומת הסמן. תיק זה מנוהל כנגד אותו סמן שכנגדו מנוהל חלקו הארוך של תיק הדולר שבניהול פנימי, אבל רובו ככולו מושקע בניירות ערך המגובים במשכנתאות. המחלקה גם עוקבת אחרי שוק ה-GNMA באופן עצמאי, ובשנים קודמות נוהלו פוזיציות ב-GNMA שיזמה המחלקה, בדרך כלל באמצעות קנייה ומכירה עתידית (TBA) של ניירות. ב-2005 לא נוהלו פוזיציות מסוג אחרון זה.

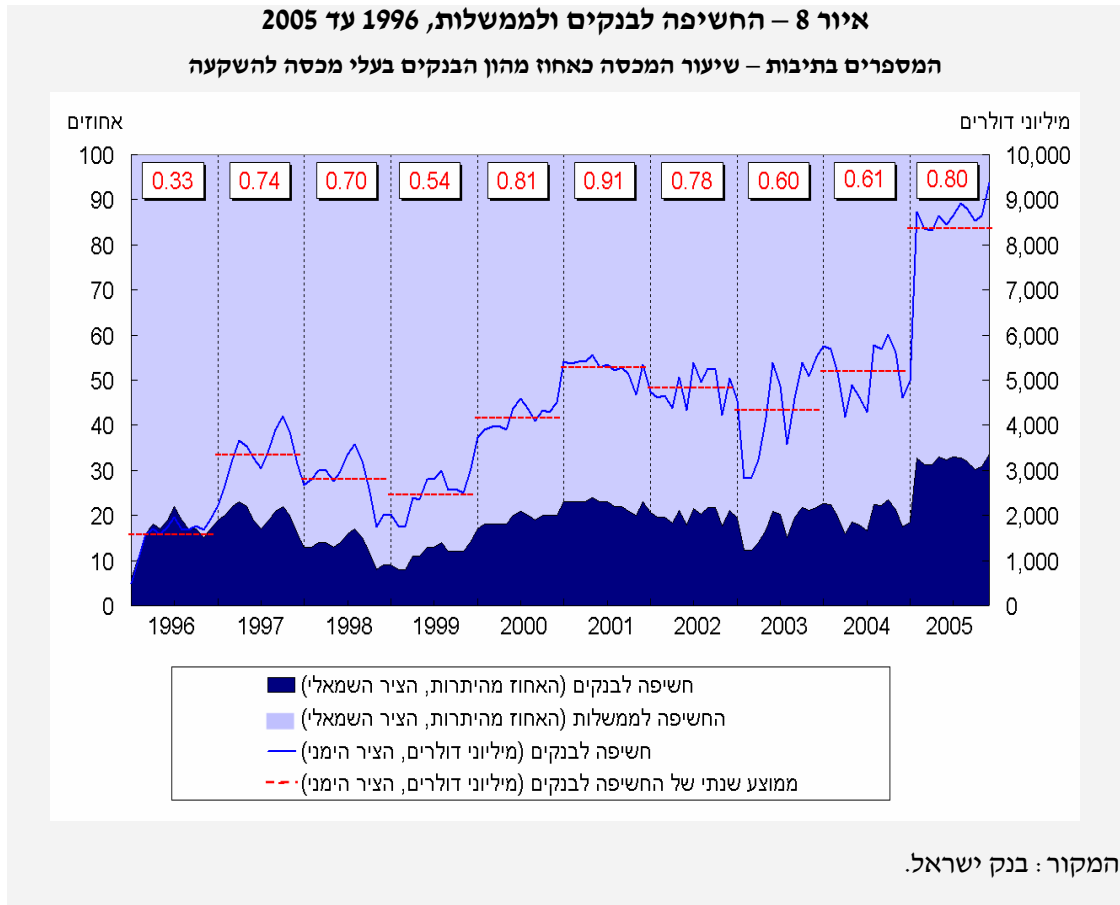
ראוי להזכיר שבשנים קודמות, עד דצמבר 2003, נוהל התיק שבידי המנהל החיצוני כנגד סמן שהוא מדד שוק ה-GNMA, ובשנים מסוימות נוהל כנגד סמן זה גם חלק מתיק הדולר שבניהול פנימי. הפער בין תשואת הסמן הזה ובין תשואת הסמן לחלקו הארוך של תיק הדולר בשנים 2003-1996 מיוחס בלוח 2 להחלטה אסטרטגית להשקיע חלק מסוים של תיק היתרות באפיק זה – החלטה שהמחלקה קיבלה לפני מספר שנים וביטלה בשלהי 2003.

ד. השליטה על סיכון האשראי הכרוך בניהול השוטף

בדומה לבנקים מרכזיים רבים אחרים, רגישותו של בנק ישראל לסיכון אשראי גבוהה מרגישותו לסיכונים אחרים, כגון סיכון הריבית. סיכון האשראי הכרוך בניהול השוטף של תיק היתרות מנוהל על ידי מגבלות פנימיות של הבנק – קביעת תקרות כמותיות לחשיפות השונות ומערכת כללים להשקעה, כפי שמתואר לעיל בדיון על מסגרת הניהול של היתרות – וכן על ידי תמחור הסיכון של נכסי המירווח הסחירים בשיערוך היומי של התיק.

החשיפה של היתרות למערכת הבנקאות, הכוללת את החשיפה לבנקים בגין פיקדונות המופקדים אצלם (לרבות תעודות פיקדון סחירות – CDs) ובגין עסקאות אחרות הנקשרות עמם, היא חלק חשוב של חשיפת תיק היתרות לסיכון אשראי. חשיפה זו מוגבלת בתקרה, שנקבעת כאחוז מגודל התיק. תקרה זו עמדה על 25% עד פברואר 2005, ואז הועלתה ל-35%. ההחלטה להעלות את התקרה התקבלה על רקע שיפור ביציבות הפיננסית של מערכות הבנקאות במדינות שבהן היתרות

מושקעות. כתוצאה מהעלאת התקרה, עלתה גם החשיפה בפועל של היתרות לבנקים, בממוצע שנתי, ועמדה ב-2005 על 31% מהיתרות, לעומת 19% ב-2004 (איור 8).



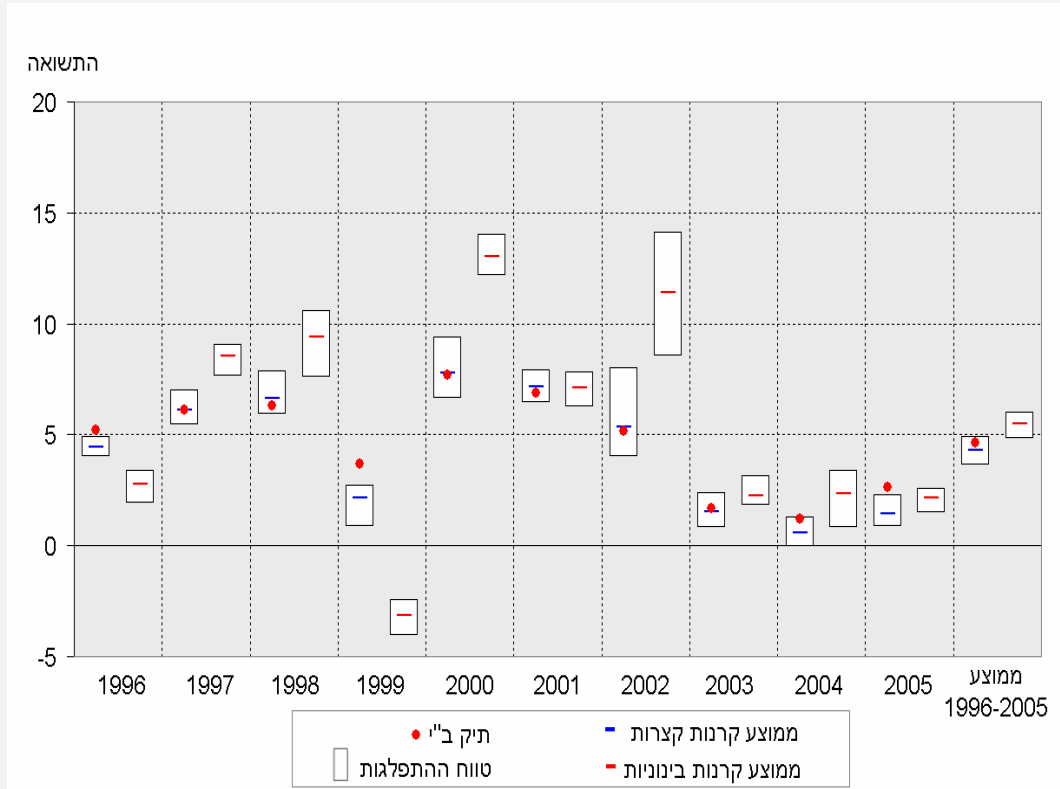
3. התשואה של תיק היתרות לעומת תיקים של מנהלים אחרים

השוואת הביצועים של תיקים שונים היא בעייתית – הן מפני שהם מנוהלים בדרך כלל לעומת סמנים שונים והן מפני הבדלים בכללי הניהול החלים עליהם. עם זאת ניתן לקבל קנה מידה מסוים מהשוואת ביצועיהם של תיקים דומים באופיים.

בידינו נתונים על ביצועיהן של כמה קרנות שפעלו בשוק האמריקני בשנים 1996 עד 2005. בקבוצה זו 11 קרנות, המשקיעות בעיקר באיגרות חוב ממשלתיות אמריקניות. חלק מהן מסווגות כ"משקיעות בשטרי אוצר קצרים", והחלק האחר – כ"משקיעות כלליות בשטרי אוצר", אשר, למעשה, משקיעות לטווחים בינוניים. הקרנות משקיעות חלק קטן מתיק השקעותיהן (לכל היותר) באיגרות חוב צמודות של ממשלת ארה"ב (TIPS), וגם היקף ההשקעה שלהן בנכסים בעלי

דירוג נמוך (קטן מ-AA) מצומצם¹⁰. תכונות אלו מאפשרות השוואה מסוימת בין ביצועי תיק הדולר של בנק ישראל לביצועי הקרנות, למרות ההבדלים ביניהם. עם זאת יש לזכור שביצועי הקרנות הם בניכוי עמלה, המשקפת את עלות ההוצאות התפעוליות השוטפות, ואילו ביצועי תיק הדולר של היתרות מדווחים ללא ניכוי בגין הוצאות מסוג זה.

**איור 9 – התפלגות הביצועים של מנהלי קרנות
לטווח קצר ולטווח בינוני בשוק האמריקאי, 1996 עד 2005
(אחוזים, במונחים שנתיים)**



המקור: חברת ליפר בע"מ, באמצעות אתר האינטרנט של העתון Wall Street Journal, וכן מחברת בלומברג.

באיור 9 מוצגת ההתפלגות של תשואות ההחזקה השנתיות שהניבו הקרנות מאז 1996, בכל אחד מסוגי הקרנות – ה"קצרות" וה"בינוניות". בכל תקופה מוצגות התשואות הנמוכה והגבוהה ביותר בין תשואות התיקים שבקבוצה, התשואה הממוצעת בקבוצה, וכן מוצגים ביצועי תיק הדולר של היתרות בתקופות המתאימות. בחינת התפלגותן של התשואות מעלה כי ביצועי תיק הדולר לאורך התקופה היו בתוך תחום ההתפלגות של תשואות הקרנות ה"קצרות", או מעליה.

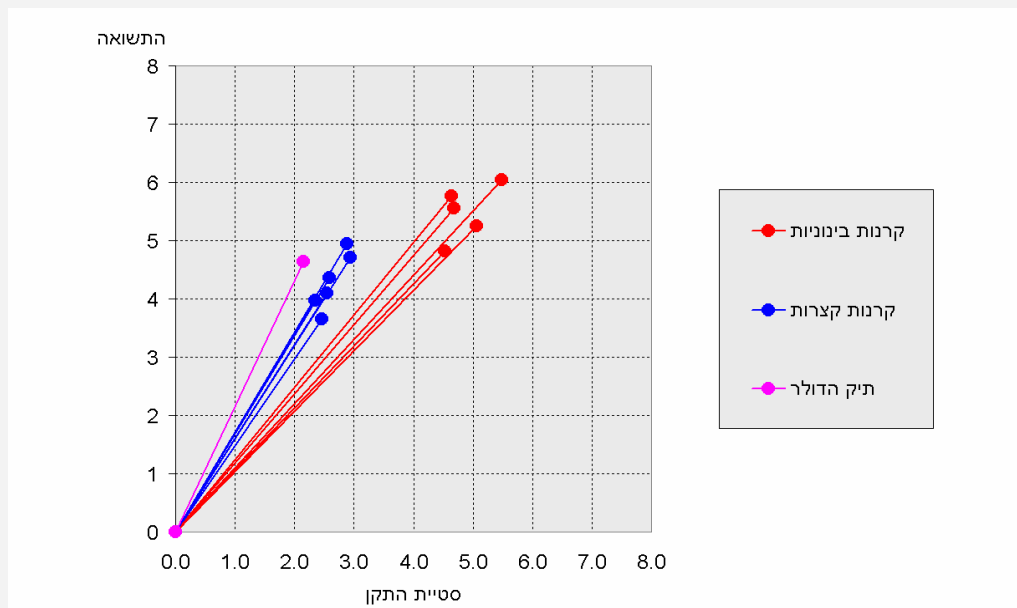
¹⁰ ייתכן שבתוך אלה כלול גם רכיב של איגרות חוב קונצרניות – אפיק שבנק ישראל מנוע מלהשקיע בו.

השנים שבהן ביצועי תיק הדולר עלו על ביצועי כל הקרנות – 1996, 1999 ו-2005 – הן שנים שבמהלכן עלו התשואות-לפדיון של שטרי האוצר האמריקניים. ביצועיו הטובים יותר של תיק הדולר בתקופות אלו מרמזים כי אריכותו קצרה מאלה של הקרנות האחרות, דבר שגם מסביר את מקומו הנמוך יחסית במידרג של תשואות ההחזקה בשנים 2000 עד 2002, אשר בהן ירדו התשואות-לפדיון. בשנת 2005 הייתה תשואת ההחזקה של תיק הדולר על הגבול העליון של מידרג התשואות של כל הקרנות ומעל לתשואה הגבוהה ביותר שבקרבת הקרנות לטווח קצר. תוצאה זו משקפת, ככל הנראה, שילוב של אריכות קצרה יותר של תיק הדולר, יחסית לקרנות ה"קצרות", והבדלים בהחלטות על הניהול הנכסי בין מנהלי הקרנות ובין מנהלי תיק הדולר של היתרות.

ממצאים נוספים הם הפיזור הרב בין תשואות הקרנות, המלמד על שוני בהרכב השקעותיהן, והתנודתיות הרבה של תשואות הקרנות ה"בינוניות" יחסית לאלו של ה"קצרות". האחרונה משקפת, ככל הנראה, את האריכות הגבוהה יותר של הקרנות ה"בינוניות". עם זאת, טווח התשואות המצטברות של הקרנות בכל אחת מהקבוצות מצומצם מאוד, וגם דומה בגודלו בין שתי הקבוצות. התמורה לתוספת הסיכון הכרוכה באריכות הגבוהה יותר של הקרנות ה"בינוניות" מתבטאת בכך שטווח התשואות המצטברות של ה"בינוניות" גבוה מטווח התשואות המצטברות של ה"קצרות" בכ-1.1%.

ממצא זה בולט עוד יותר כשבוחנים את התשואה הממוצעת שהניבה כל קרן לעומת התנודתיות של התשואה בשנים 1996 עד 2005. אלו מוצגות באיור 10. כן מוצגות באיור התשואה הממוצעת שהניב תיק הדולר והתנודתיות שלה בתקופה הנדונה. ניכר כי יחס התשואה לסיכון בתיק הדולר גבוה יותר מאשר בכל הקרנות האחרות, דבר המתבטא באיור בשיפוע הקו המחבר את התצפיות השונות לנקודת האפס. כן ניכר כי יחס התשואה לסיכון בביצועי הקרנות ה"קצרות" גבוה מזה של הקרנות ה"בינוניות". ההבדלים בתשואה-לסיכון בין תיק הדולר לבין הקרנות השונות הם תוצאת טווח השתנות צר יחסית של התשואות לעומת טווח השתנות רחב של תנודתיותן.

איור 10 – תשואה וסיכון – תיק הדולר לעומת קרנות בשוק האמריקאי, 1996 עד 2005
(אחוזים, במונחים שנתיים)



המקור: בנק ישראל.

4. רמת הנזילות של היתרות¹¹

מידת הנזילות של תיק היתרות היא אומדן לחלק התיק שניתן לממש במהירות וללא פגיעה בערכו. כדי לאפשר מעקב על פני זמן אחר רמת הנזילות של תיק היתרות בכללותו מוינו הנכסים השונים הכלולים בתיק לארבע קבוצות על פי מידת נזילותם, כלומר על פי האפשרות לממשם ללא הפסד הנובע מעצם המימוש. הקריטריונים המשמשים למיון הנכסים לרמות שונות של נזילות הם המירווח שבין מחיר הקנייה למחיר המכירה לגבי ניירות ערך סחירים, והטווח-לפירעון לגבי נכסים לא-סחירים. הקבוצות הן:

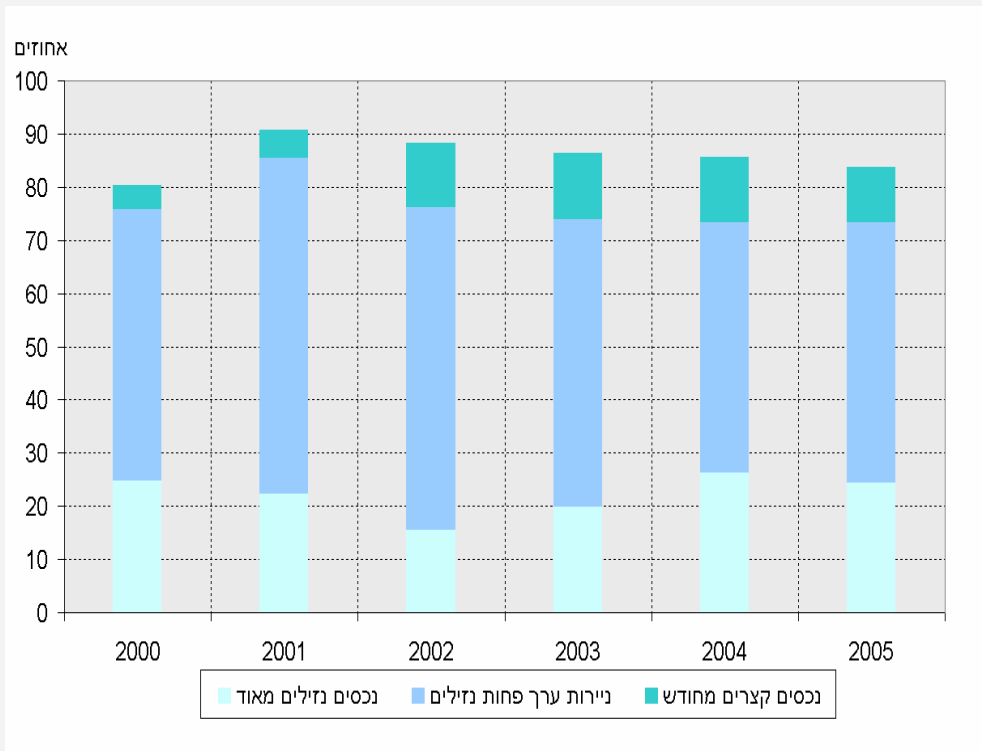
1. ניירות ערך "נזילים מאוד" – בעלי מירווח של 2-0 נקודות בסיס או 2-0 סנטים;
2. ניירות ערך "פחות נזילים" – בעלי מירווח של 5-2 נקודות בסיס או 6-2 סנטים;
3. ניירות ערך שפירעונם בתוך חודש, פיקדונות ועסקות repo ו-reverse repo, הקצרים מחודש;
4. כל יתר הנכסים.

¹¹ דיון מורחב ברמת הנזילות של היתרות ובניהול הנזילות בהן ימצא הקורא בתיבה אי-2 של דוח מחלקת מטבע חוץ לשנת 2002.

המצרף הנזיל של היתרות מורכב משלוש הקבוצות הראשונות. ההבחנה בין מידות הנזילות של הקבוצות הכלולות במצרף זה אינה חד-משמעית: כיוון שהנזילות נבחנת, כאמור, לפי שתי אמות מידה – התקופה-לפירעון ומירווח הקנייה-מכירה – ההשוואה בין מידת הנזילות של הקבוצה השלישית לבין זו של שתי הקבוצות הראשונות נתונה לשיקול דעת. לעומת זאת ברור כי נזילות הקבוצה השנייה נמוכה מזו של הראשונה.

המצרף הנזיל של היתרות הסתכם בשנת 2005, בממוצע, בכ-84% מכלל היתרות, לעומת כ-86% ב-2004 (איור 11). מתוך שיעור זה הושקעו כ-25% בנכסים בעלי רמת הנזילות הגבוהה ביותר, כ-49% הושקעו בנכסים שגם הם בעלי נזילות גבוהה, אך במידה פחותה מהקבוצה הראשונה, וכ-10% – בנכסים שהזמן עד לפירעונם קצר מחודש. החלוקה בין הקבוצות האלה לא השתנתה משמעותית לעומת נתוני 2004.

**איור 11 – המצרף הנזיל של תיק היתרות, 2000 עד 2005
(ממוצעים שנתיים)**



המקור: בנק ישראל.

כ-16%, בממוצע, מתיק היתרות בשנת 2005 הושקעו בנכסים שלא סווגו כחלק מהמצרף הנזיל של היתרות, משום שמידת נזילותם נמוכה יחסית. ניכרת מגמת גידול מתונה של היקף קבוצה זו מאז 2001, השנה שבה הוא הגיע לשפל של 9% מהיתרות. קבוצה זו מורכבת מניירות ערך מסוג Eurobonds, מכספים שנמסרו לניהול חיצוני (המושקעים בעיקר בניירות ערך מסוג GNMA) ומפיקדונות בנקאיים לתקופה ארוכה מחודש ואיגרות חוב צמודות של ממשלת ארה"ב (TIPS). בשנים קודמות היא כללה גם ניירות ערך GNMA בניהול פנימי.

לנוכח המטרות של החזקת יתרות מטבע החוץ והיכולת לממש חלק גדול מהן בתוך זמן קצר מאוד וללא פגיעה בערכן, נראה כי רמת הנזילות שלהן גבוהה די הצורך, למרות הפער שבין הרמה של היתרות בפועל לרמתן הרצויה. זאת משום שככל הנראה, המצרף הנזיל של היתרות יספיק לכסות את אותם שימושים שעשויים להידרש בהתרעה קצרה.

הרמה הגבוהה של נזילות היתרות נובעת משני גורמים עיקריים: האחד הוא מדיניות ההשקעה, המבוססת על חוק בנק ישראל, שמכתיבה גישה שמרנית לניהול הסיכונים הפיננסיים, וקובעת את הנזילות כאחד היעדים העיקריים בניהול היתרות. הגורם השני הוא שיקולי כדאיות כלכלית, המתבססים בעיקר על רמות המירווחים הפיננסיים של נכסי המירווח השונים ועל הצפי להתפתחותם, יחסית לרמות הסיכון שלהם. על בסיס שיקולים אלו, ניצול דרגות החופש להשקעה בנכסי מירווח שנזילותם נמוכה היה, בשנים האחרונות, חלקי בלבד.