



בנק ישראל

מחלקת מטבע חוץ

השקעת יתרות מטבע החוץ

דין וחשבון 2007

התוכן

2	התוכן.....
3	הלוחות, האיורים והתיבות.....
5	עיקרי הדברים.....
7	השקעת יתרות מטבע החוץ בשנת 2007.....
7	1. רמת היתרות ומסגרת ניהולן.....
7	א. רמת היתרות.....
11	ב. מדיניות ההשקעה של היתרות.....
14	2. תשואת ההחזקה והסיכון של תיק היתרות בהשוואה לסמן שלו.....
14	א. תשואת ההחזקה של תיק היתרות.....
21	ב. השוואת התשואה והסיכון של התיק לאלה של הסמן.....
26	ג. תרומת הניהול השוטף של היתרות לרכיביה.....
27	(1) תרומת הניהול המטבעי.....
27	(2) התרומה של ניהול האריכות והפיזור על פני העקום.....
29	(3) התרומה של בחירת הנכסים.....
32	ד. השליטה על סיכון האשראי הכרוך בניהול השוטף.....
35	3. התשואה של תיק היתרות לעומת תיקים של מנהלים אחרים.....
38	4. רמת הנזילות של היתרות.....

הלוחות

- לוח 1 : היתרות ורמתן יחסית למצרפים שונים, 1998 עד 2007
- לוח 2 : ביצועי התיק בפועל לעומת הסמן, 1998 עד 2007
- לוח 3 : התרומות של החלטות הניהול לפער התשואה לעומת הסמן, 2007
- לוח 4 : התרומה של בחירת הנכסים, 2007

האיורים

- איור 1 : יתרות מטבע החוץ ברוטו, 1998 עד 2007
- איור 2 : שיעורי הגידול של יתרות מטבע החוץ בקבוצות מדינות שונות, 1998 עד 2007
- איור 3 : שיעור התשואה ותרומת הניהול הכולל, 1998 עד 2007
- איור 4 : פיזור התשואות של התיק והסמן, 1998 עד 2007
- איור 5 : שיעור התשואה ותרומת הניהול הכולל, ינואר – דצמבר 2007
- איור 6 : התשואה לפדיון של שטרי אוצר של ממשלת ארה"ב לחמש שנים ומירווח עסקות החלף ריבית לחמש שנים, ינואר 2007 עד ינואר 2008
- איור 7 : הפרשי התשואה לעומת הסמן, 1998 עד 2007
- איור 8 : תנודתיות התרומה של הניהול הפעיל, 2005 עד 2007
- איור 9 : פוזיציות האריכות בסך תיק היתרות, 2006 עד 2007
- איור 10 : ההיקף הממוצע של פוזיציות האריכות בסך תיק היתרות, 2005 עד 2007
- איור 11 : ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות, 2007
- איור 12 : התרומה של בחירת הנכסים לרכיביה, 2002 עד 2007
- איור 13 : החשיפה לבנקים ולממשלות, 1998 עד 2007
- איור 14 : התפלגות הביצועים של מנהלי קרנות בשוק האמריקאי, 1998 עד 2007
- איור 15 : תיק הדולר לעומת קרנות בשוק האמריקאי – התשואה והסיכון, 1998 עד 2007
- איור 16 : המצרף הנזיל של תיק היתרות, 1999 עד 2007

התיבות

תיבה 1 : חוסר היציבות בשווקים הפיננסיים העיקריים במחצית השנייה של 2007 בעקבות משבר

ה-subprime בארה"ב.

תיבה 2 : תחומי הפעילות של מחלקת מטבע חוץ ב-2007.

האיורים בתיבות

איור ת'1 - 1 : שיעורי הריבית של בנקים מרכזיים ושיעורי ה-LIBOR בשווקים העיקריים, 2007

איור ת'1 - 2 : שיעורי הריבית על ני"ע למסחר (CP) בארה"ב, 2007

השקעת יתרות מטבע החוץ בשנת 2007 – עיקרי הדברים¹

- הרמה הממוצעת של יתרות מטבע החוץ של בנק ישראל בשנת 2007 הייתה כ-28 מיליארדי דולרים².
- רמה זו של היתרות שווה ל-4 חודשי יבוא, ומהווה 69% מהחוב החיצוני לטווח קצר של המשק – ירידה של 0.7 חודש ושל 2.7 נקודות אחוז לעומת 2006. היא מכסה רק 72% מרמת היתרות הרצויה, המחושבת לפי הערכת השימושים האפשריים ביתרות, לעומת 76% עד 78% בשנים 2004 - 2006.
- בתשע השנים האחרונות עלו יתרות מטבע החוץ של ישראל בשיעור של 27% בלבד, לעומת עלייה של 127% במדינות החברות ב-OECD ושל 418% במדינות שאינן חברות ב-OECD.
- לנוכח התפתחויות אלה הודיע הבנק, במארכ 2008, על תוכנית להגדיל משמעותית את רמת היתרות על ידי רכישת מטבע חוץ בשוק. לפי תוכנית זו, יגדיל בנק ישראל את יתרות מטבע החוץ בכ-10 מיליארדי דולרים, במשך תקופה של כשנתיים, באמצעות רכישות של כ-25 מיליוני דולרים ביום.
- לא היה השנה שינוי במסגרת ניהולן של היתרות, המבוססת על השימושים האפשריים בהן ועל תועלתן למשק. עקרונותיה של מסגרת הניהול והיבטים שונים שלה נבחנים באופן שוטף על ידי הבנק.
- תשואת ההחזקה של היתרות במונחי נומרר הסתכמה בשנת 2007 ב-6.9%, לעומת 3.8% אשתקד³. תשואה זו משקפת בעיקר את ירידת התשואות-לפדיון בשוק איגרות החוב של ממשלת ארה"ב במהלך השנה הנסקרת, אשר הניבה רווחי הון לצד הכנסות יורדות מריבית.

¹ מחלקת מטבע חוץ מדווחת לציבור על השקעת היתרות משנת 2000. הדוחות לשנים קודמות, שחלקם פורסמו כפרקים בדוחות בנק ישראל, מפורסמים באתר בנק ישראל www.bankisrael.gov.il. בדוחות של שנים קודמות מובאים הסברים והגדרות למונחים שנעשה בהם שימוש בדוח הנוכחי, ונדונו בהם היבטים שונים של ניהול יתרות מטבע החוץ שלא נדונו בדוח זה.

² רמת היתרות מחושבת על בסיס שיערוך יומי של היתרות בערך שוק. רמת היתרות הממוצעת היא בניכוי יתרות שמקורן בפיקדונות מטבע חוץ שהפקידו בנקים מקומיים בבנק ישראל.

³ כל תשואות ההחזקה בדוח הן במונחי נומרר, ובניכוי יתרות שמקורן בפיקדונות בנקים מקומיים בבנק ישראל, אלא אם כן צוין אחרת.

- השנה תשואת ההחזקה של היתרות הייתה כמעט זהה לתשואת הסמן. הפער ביניהן מבטא את תרומת הניהול הפעיל של התיק. העדר פער השנה לעומת פערים חיוביים בשנים עברו מיוחס לתהפוכות שהתחוללו בשווקים הפיננסיים במחצית השנייה של השנה, ובעיקר לעליית מירווחי התשואות של נכסי מירווח לעומת איגרות חוב ממשלתיות באותה תקופה, בעקבות משבר ה-subprime בארה"ב.
- החשיפה של היתרות למערכת הבנקאות הבין-לאומית השנה הייתה בממוצע בהיקף של 33% מהיתרות. חשיפה זו מנוהלת על פי מערכת של מכסות וכללים, שהיא חלק מרכזי במערך הניהול של סיכון האשראי בתיק.
- אף שהנזילות בשווקים הפיננסיים הושפעה לרעה מהמשבר בעולם, רמת הנזילות של תיק היתרות נשארה גבוהה מאוד : כ-91% מתיק היתרות מושקעים בנכסים בעלי נזילות גבוהה, והשאר מושקע בנכסים שהם אמנם נזילים, אך שרמת נזילותם נמוכה יותר.

1. רמת היתרות ומסגרת ניהולן

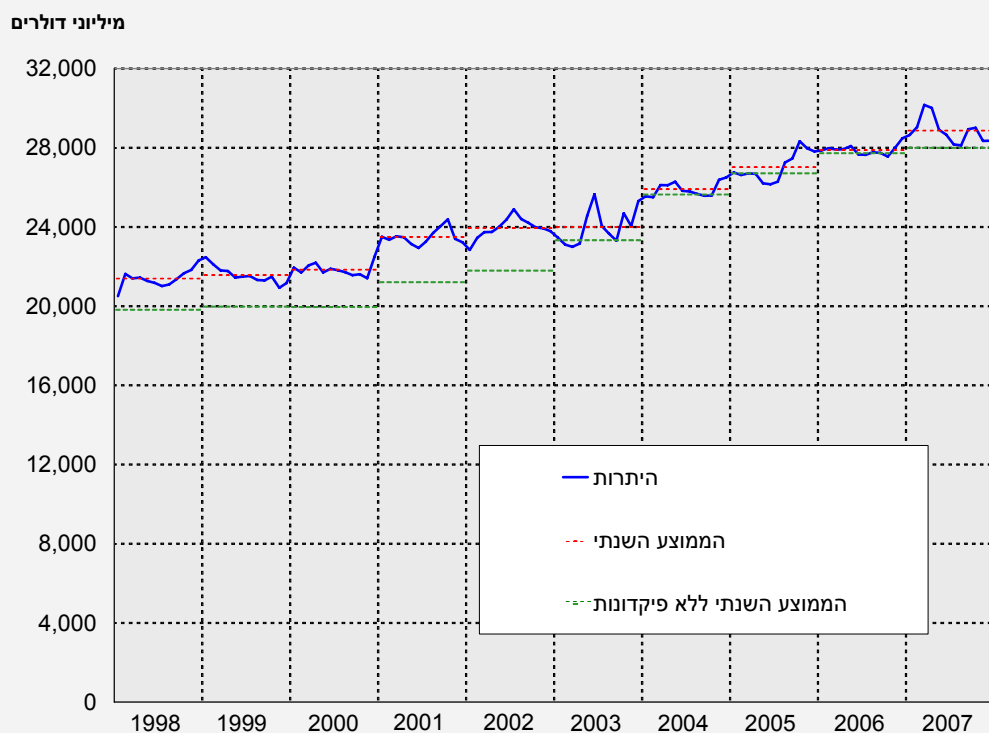
יתרות מטבע החוץ של ישראל מנוהלות בכפיפות לחוק בנק ישראל התשי"ד-1954 ולפרשנות המשפטית שהתווספה עליו. אלו מגדירים את דרכי פעילותו של בנק ישראל במטבע חוץ וקובעים מגבלות על סוגי הנכסים שבהם הוא רשאי להשקיע. בתחומים שבהם הבנק אינו מוגבל על ידי לשון החוק הוא פועל על פי מסגרת המבטאת את רוח החוק ואת העדפותיו 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 – הנומרי – 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 2007 ב-28.4 מיליארדי דולרים, ירידה של 0.6 מיליארד לעומת סוף השנה הקודמת. פעילות הממשלה (גיוס הון נטו ומשיכות תפעוליות) הורידה את רמת היתרות בכ-3.1 מיליארדי דולרים. ירידה זו קווצה חלקית על ידי עלייה של כ-2.5 מיליארדים, שנבעה מההכנסה השוטפת של השקעת היתרות – ריבית ורווחי הון (כ-1.9 מיליארדים) – ומהתחזקות של כמה מטבעות שחלק מהיתרות מושקע בהם לעומת הדולר (כ-0.6 מיליארד). הרמה הממוצעת של יתרות מטבע החוץ הייתה בשנת 2007 כ-28 מיליארדי דולרים, דומה לרמתן הממוצעת אשתקד (איור 1)⁴.

⁴ רמה זו אינה כוללת פיקדונות מטבע חוץ של בנקים מסחריים מקומיים בבנק ישראל, שמשמשים בעיקר כבטוחות לצורך השתתפות במערכת הזה"ב. פיקדונות אלה הסתכמו בכ-2.7% מהיתרות בממוצע שנתי.

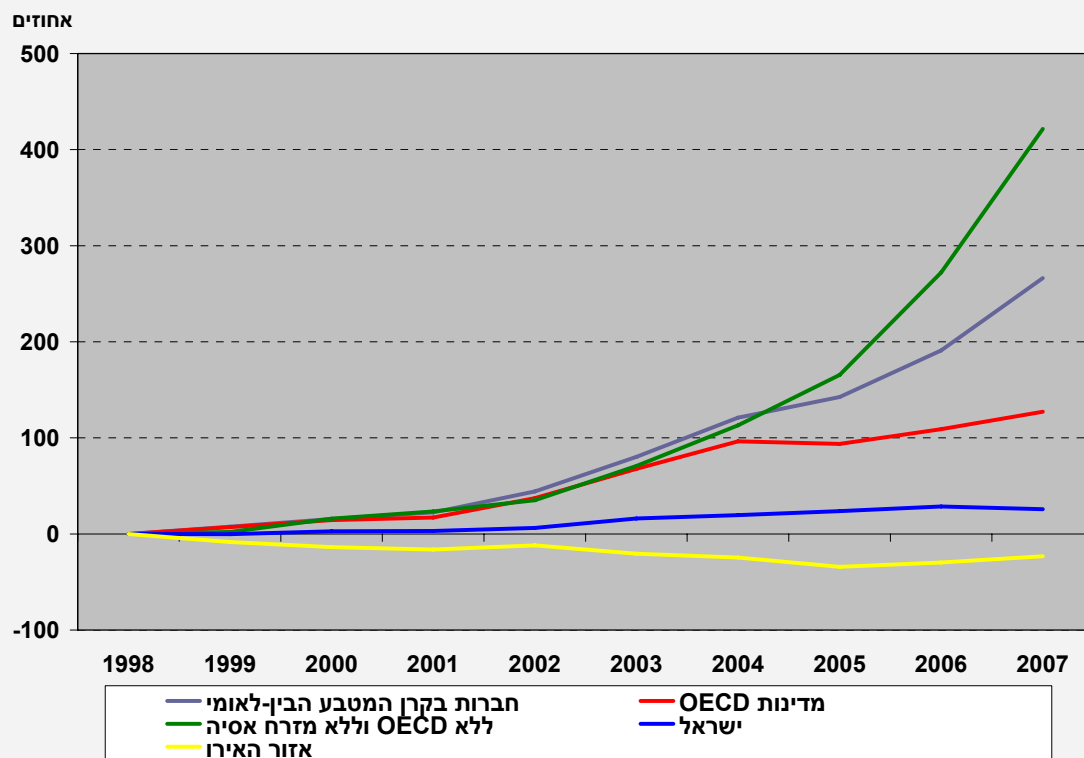
איור 1 – יתרות מטבע החוץ ברוטו, 1998 עד 2007
(ממוצעים חודשיים)



"הממוצע השנתי ללא פיקדונות" אינו כולל פיקדונות מטבע חוץ של בנקים מסחריים מקומיים בבנק ישראל.
המקור: בנק ישראל.

במהלך 2007 ירדו היתרות של ישראל בשיעור של 2.2% במונחי דולרים, ואילו סך היתרות (ללא זהב) של המדינות החברות בקרן המטבע עלה בשנה זו ב-25.9% (40.2% ללא מדינות OECD וללא אסיה המזרחית), וסך היתרות של חברות OECD עלה ב-8.7%. בתשע השנים האחרונות יתרות מטבע החוץ של ישראל עלו בשיעור נמוך מזה של מדינות OECD – ב-26% לעומת 127%, ואילו סך היתרות של כלל המדינות עלה ב-266%, וסך היתרות של מדינות שאינן חברות OECD עלה ב-418% על פני אותה תקופה (422% ללא אסיה המזרחית). יש לציין שסך היתרות של מדינות OECD הושפע מהירידה של סך היתרות המוחזקות באזור האירו בשנים אלו (איור 2). ירידה זו שיקפה, ככל הנראה, התאמה על פני זמן של יתרות מדינות אלו, בעקבות איחוד מטבעותיהן ב-1999.

איור 2 – שיעורי הגידול של יתרות מטבע החוץ בקבוצות מדינות שונות, 1998 עד 2007
(במונחי דולר ארה"ב, שנת בסיס 1998, יתרות סוף שנה ללא זהב)



המקור: קרן המטבע הבין-לאומית ובנק ישראל.

יתרות מטבע החוץ הן מקור נזילות לשימוש בעת הצורך, ועצם החזקתן על ידי הבנק גם מספקת תועלות למשק. לקראת סוף 2003 אימץ הבנק הגדרה של תפקידי היתרות, שלפיה השימושים בהן מתחלקים לשימושים של הממשלה, אשר לשם הבנק עשוי למכור לה מטבע חוץ, ושימושים של הבנק. רמת היתרות הרצויה נגזרת מדרישות השימושים⁵. התועלות למשק מהחזקת יתרות מטבע החוץ על ידי הבנק הן הקטנת ההסתברות של משבר בשוק מטבע החוץ הישראלי ושיפור מעמדה של ישראל בסביבה הפיננסית הבין-לאומית. הרמה הרצויה של היתרות לצורך השגת התועלות למשק מעצם החזקתן אינה מתווספת על הרמה הנגזרת מהשימושים, אלא חופפת לה.

⁵ פרטי הגדרת השימושים ימצאו בדוחות על השקעת היתרות לשנים 2003 – 2005.

רמת היתרות הרצויה הנגזרת מדרישות השימושים הסתכמה בסוף 2007 בכ-39 מיליארדי דולרים, מתוכם כ-22 מיליארדים לכיסוי שימושים אפשריים של הממשלה וכ-17 מיליארדים לכיסוי שימושים אפשריים של הבנק. בסוף 2007 רמת היתרות בפועל, ללא פיקדונות של בנקים מקומיים, כיסתה 72% מרמת היתרות הרצויה לפי גישת השימושים, לעומת 76% עד 78% בשנים 2004 - 2006.

הרמה הממוצעת של היתרות אמנם עלתה ב-0.7% לעומת 2006, אבל חלק מהמצרפים במשק שבהשוואה אליהם מקובל לבחון את רמת היתרות עלו בשיעורים גבוהים הרבה יותר – היבוא בכ-19%, הנכסים השקליים הלא-צמודים שבידי הציבור (M2) בכ-25% והתמ"ג בכ-13% (כולם במונחי דולרים). לפיכך, היחסים בין היתרות לבין מצרפים אלה ירדו. מצרפים אחרים שנהוג להשוות לרמת היתרות – החוב החיצוני ברוטו של המשק והחוב החיצוני לטווח קצר של המשק – גדלו בשיעור קטן מאוד, בדומה ליתרות, ולפיכך היחסים בינם לבין היתרות היו יציבים לעומת השנה הקודמת (לוח 1).

לוח 1 היתרות ורמתן יחסית למצרפים שונים, 1998 עד 2007

השנה	היתרה הממוצעת ¹ (מיליוני דולרים)	היבוא (חודשים)	החוב החיצוני ברוטו של המשק	החוב החיצוני לטווח קצר של המשק	הנכסים השקליים הלא- צמודים (M2)	התוצר המקומי הגולמי
					(אחוזים)	
1998	21,392	6.03	35	86	61	20
1999	21,718	5.42	33	82	55	20
2000	21,854	4.58	32	77	46	18
2001	23,523	5.53	33	77	43	20
2002	23,943	5.84	33	75	48	22
2003	24,002	5.61	32	78	46	21
2004	25,908	5.27	32	79	47	21
2005	27,030	5.00	34	77	46	21
2006	27,877	4.76	31	71	45	20
2007	28,073	4.02	30	69	36	18

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

מבדיקות בשיטות שונות, שנערכו בבנק ניתן להסיק כי היקף היתרות הנגזר מהתועלות דומה לזה הנגזר מהשימושים; לכן אילו החזיק הבנק את רמת היתרות הנגזרת מהשימושים, היא הייתה אמורה להתאים גם לרמה הדרושה להשגת התועלות. בהקשר זה יצוין שהיחס בין יתרות מטבע החוץ לבין החוב החיצוני לטווח קצר של המשק הוא אחד האינדיקטורים שקרן המטבע הבין-לאומית וסוכנויות הדירוג מקדישות להם תשומת לב מיוחדת, וקיימת עמדה שלפיה יחס זה אמור להיות גבוה מ-1. מבדיקה שנערכה בבנק עולה כי מרבית המדינות שהן, בדומה לישראל, בעלות דירוג אשראי השקעתי אך נמוך מ-AAA ואינן חברות באיחוד האירופי מקיימות "נורמה" זו. לעומת זאת, היחס בין יתרות מטבע החוץ של ישראל לבין החוב החיצוני לטווח קצר של המשק הישראלי הוא רק 69% (לוח 1); מכאן לכאורה ניתן להסיק שמצבה של ישראל חורג מהמקובל.

לאחר בחינה מעמיקה של הנושא הודיע בנק ישראל במארכ 2008 כי החליט להגדיל את יתרות מטבע החוץ בכ-10 מיליארדי דולרים במשך תקופה של כשנתיים, לרמה שבין 35 ל-40 מיליארדי דולרים, באמצעות רכישות של כ-25 מיליוני דולרים ביום. רכישת מטבע החוץ באורח קבוע וידוע מראש אמורה למנוע השפעות מיותרות על שוק מטבע החוץ ולמזער כל הפרעה אפשרית במנגנון השוק. זאת, משום שמדובר בסכום מצומצם, יחסית להיקף מחזורי המסחר היומיים בשוק מטבע החוץ המקומי – המגיע, בממוצע, ליותר מ-2 מיליארדי דולרים ביום. בנק ישראל יבחן את התוכנית מחדש מעת לעת, תוך התחשבות בתנאי השוק המשתנים.

ההחלטה ננקטה לנוכח צורכי המשק, על רקע הצמיחה המהירה של התוצר בשנים האחרונות, והשתלבותו ההולכת וגדלה של המשק בכלכלה העולמית ובמערכת הפיננסית הגלובלית, ומשום שהתנאים הנוכחיים מאפשרים לבנק ישראל להגדיל את יתרות מטבע החוץ באופן שקול, המתיישב עם יעדי מדיניות הריבית של בנק ישראל, תוך חיזוק היציבות והחוסן של המערכת הפיננסית ושל המשק בכללו.

ב. מדיניות ההשקעה של היתרות

מדיניות ההשקעה של תיק היתרות נקבעת על ידי ועדת מטבע חוץ בראשות הנגיד. מחלקת מטבע חוץ מביאה הצעות לדיון בוועדה, ומדווחת לה על ביצועי התיק, על החלטות השקעה שקיבלה ועל התפתחויות שוטפות בשווקים הבין-לאומיים. מדיניות ההשקעה מושתתת על שלושה עקרונות:

- **שמירה על ערכן של היתרות במונחי השימושים המיועדים שלהן.** 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.** עיקרון זה מקבל ביטוי בעיקר במגבלות על סוגי הנכסים שבהם מותר להשקיע את היתרות.
 - **השגת תשואה נאותה על תיק היתרות,** בכפיפות לשני העקרונות הראשונים. 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), תיק היפותטי הבנוי על פי כללים 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.

ההרכב המטבעי של הסמן – הנומרי – נקבע לפי ההרכב המטבעי של השימושים המיועדים ביתרות, ששני רכיביו העיקריים הם הדולר של ארה"ב והאירו. לעומת זאת, מבנה החשיפה של הסמן לסיכון הריבית בכל מטבע – אריכותו ופיזורו על העקום – אינו נגזר ממבנה החשיפה של שימושי היתרות באותו מטבע לסיכון ריבית. אריכות הסמן ופיזורו נגזרים מהמטרה להשיג תשואה מרבית תוך סיכון נמוך, כאשר פרופיל התשואה/סיכון – שממנו נגזרים האריכות והפיזור – נבחר על ידי הנהלת הבנק בהחלטה אסטרטגית וכוללת, בהתאם למטרות היתרות. בהתאם לכך, אריכות הסמן לתיק הדולר עמדה ב-2007 על 24 חודשים, והסמנים לתיקים מטבעיים אחרים – על 16 חודשים⁶. החלטה זו נקבעת לפי שיקולי הטווח הארוך, אבל עשויה להשתנות בהתאם לשינויים בסביבה הכלכלית בארץ או בעולם.

בניהול היתרות בנק ישראל נוקט שיטת ניהול פעיל, ולפיכך תיק היתרות נבדל, בדרך כלל, מהסמן במידת חשיפתו לגורמי הסיכון השונים, כגון הסיכון המטבעי וסיכון הריבית. מדיניות ההשקעה של היתרות מגבילה את היקף הסטיות בין התיק לסמן מלמעלה ומלמטה: מצד אחד, היא קובעת

⁶ הרקע לקביעת אריכות המטרה ומבנה הסמן במטבעות השונים מתואר בדוחות שנתיים קודמים; ראו, לדוגמה, תיבה 1 בדוח השנתי על ניהול היתרות לשנת 2006.

יעד לתרומת הניהול הפעיל של היתרות ומסגרת לתנודתיות התרומה (tracking error), כך שנקיטת עמדה סבילה של חיקוי הסמן אמנם מקובלת כטקטיקה קצרת-טווח לניהול היתרות, אך לא כשיטת ניהול לטווח הארוך; מאידך, מדיניות ההשקעה מטילה על הניהול הפעיל מספר מגבלות, המתבטאות בעיקר בחמישה רבדים: (1) מגבלות על ההפרשים בין התיק בפועל לסמן בהרכב המטבעי; (2) מגבלה על סך ההפרש בין אריכות התיק בפועל לאריכות הסמן במטבעות השונים; (3) מגבלות כמותיות על גודל ההשקעה בסוגים שונים של נכסים שאינם נכללים בסמן; (4) מגבלה על מינימום סך החזקות בנכסים בעלי רמת הנזילות הגבוהה ביותר; (5) מגבלות על חשיפה לסיכון אשראי.

מדיניות ההשקעה מטילה מגבלות כמותיות על חשיפת היתרות לסיכון המטבעי, וכן לסיכון הריבית הנמדד על פי הבדלי האריכות; לגבי סיכון הריבית הנובע מהבדלים בפיזור על פני העקום אין מגבלה מפורשת, אבל הוא נתון למעקב. מדיניות ההשקעה מטילה מגבלות כמותיות גם על החשיפה לסיכון האשראי ועל השקעת היתרות בנכסים שאינם בסמן (נכסי מירווח). היא קובעת סף מינימלי לאיכות האשראי של המוסד הבודד, מבטיחה פיזור נאות בין מוסדות ומדינות, בהתאם לגודלם ולאיכות האשראי שלהם, וקובעת מגבלה כמותית על החשיפה הכוללת של תיק היתרות למערכת הבנקאות העולמית. כן קיימות מגבלות על סיכוני מירווח אחרים, שאינם נעוצים בסיכון אשראי, כגון מגבלה על היקף ההשקעה באיגרות חוב צמודות לאינפלציה, על היקף ההשקעה בנכסים מגובים במשכנתאות או על היקף ההשקעה באמצעות מנהלים חיצוניים.

הערך המוסף של הניהול הפעיל מתבטא בפער התשואה והסיכון בין תיק היתרות לבין הסמן שלו, פער המנותח לפי רכיביו בפרק 2-ג' להלן. החלטת בנק ישראל בדבר ניהול פעיל מבוקר של היתרות נתמכת בראש ובראשונה בתרומתו של ניהול זה לתשואת התיק בעשור האחרון – כ-11 נקודות בסיס⁷ לשנה (לוח 2). לניהול הפעיל יתרונות נוספים, ביניהם הידוק הקשרים העסקיים של הבנק עם מוסדות פיננסיים בחו"ל, שיפור יכולתו של הבנק לקבל מידע כלכלי ועסקי וטיפול המקצוענות של כוח האדם העוסק בכך בבנק. יתרונות אלו גם תומכים בעיצוב ובניהול של מדיניות הבנק ופעילותו בשווקים הפיננסיים.

⁷ נקודות בסיס היא מאית אחוז או חלק אחד מעשרת אלפים. ברמה הנוכחית של היתרות, תוספת של נקודות בסיס אחת שווה בערך ל-2.8 מיליוני דולרים.

לוח 2
ביצועי התיק בפועל לעומת הסמן, 1998 עד 2007
 (אחוזים, מונחים שנתיים, בסוגריים סטיות התקן)

פוזיציות הפיזור ותרומות אחרות	תוספת השוואה				השוואה		
	בחירת הנכסים	האריכות	הניהול המטבעי	סך הכול	הסמן	התיק בפועל	
-0.07	0.07	0.01	0.00	0.01 (0.08)	5.99 (0.69)	6.00 (0.63)	1998
0.05	0.08	-0.06	0.02	0.08 (0.13)	3.17 (0.60)	3.26 (0.66)	1999
0.01	0.15	0.00	-0.15	0.01 (0.11)	6.78 (0.86)	6.79 (0.89)	2000
-0.01	0.18	-0.01	0.00	¹ 0.22 (0.20)	6.13 (1.36)	6.35 (1.44)	2001
-0.01	0.20	-0.02	0.03	0.20 (0.17)	4.98 (1.41)	5.18 (1.32)	2002
0.00	0.19	-0.02	0.04	0.21 (0.09)	1.94 (0.79)	2.15 (0.81)	2003
-0.02	0.09	-0.05	0.02	0.03 (0.08)	1.67 (0.68)	1.70 (0.66)	2004
0.04	0.19	-0.03	0.00	0.21 (0.12)	2.44 (0.67)	2.64 (0.60)	2005
-0.01	0.21	-0.05	-0.02	0.12 (0.14)	3.70 (0.79)	3.83 (0.73)	2006
0.01	-0.08	0.02	0.05	0.00 (0.25)	6.91 (1.50)	6.91 (1.37)	2007
0.00	0.13	-0.02	0.00	0.11	4.35	4.46	1998-2007

המקור: בנק ישראל.

(1) 5.5 נקודות בסיס מתוך סך כל הניהול הנכסי והאריכות אינן כלולות ברכיבים המופיעים בלוח לגבי שנת 2001.

2. תשואת ההחזקה והסיכון של תיק היתרות בהשוואה לסמן שלו

א. תשואת ההחזקה של תיק היתרות

תשואת ההחזקה של היתרות הסתכמה בשנה הנסקרת ב-6.9%, לעומת 3.8% ב-2006 ו-4.5%, בממוצע, בשנים 1998 עד 2007 (לוח 2 ואיור 3)⁸. התשואה ב-2007 היא הגבוהה ביותר בעשור

⁸ התשואה על היתרות במונחי נומרר לרכיביה, המוצגת בדוח זה, היא בניכוי אותן יתרות שמנוהלות כנגד פיקדונות מטבע חוץ של הבנקים המסחריים הישראליים בבנק ישראל.

האחרון. התשואה הגבוהה מיוחסת בעיקר להשפעה המשולבת של שתי התפתחויות: (א) העלייה במחירי איגרות חוב של ממשלת ארה"ב, בעקבות המשבר הפיננסי במחצית השנייה של השנה (תיבה 1). (ב) ההחלטה להעלות את אריכות המטרה של חלק היתרות המושקע בדולר מ-16 חודשים ל-24 חודשים בשלהי 2006. (ראו תיבה 1 לדוח 2006). בהינתן התנהגות השווקים במהלך השנה, תוספת התשואה המיוחסת לשינוי באריכות היא כ-77 נקודות בסיס.



התנודתיות (סטיית התקן) של תשואת התיק הסתכמה בשנת 2007 ב-1.37%, לעומת 0.73% ב-2006. 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).

תשואת ההחזקה של יתרות מטבע החוץ מוערכת בבנק ישראל, בדרך כלל, במונחי הרכב מטבעי ניטרלי – הנומרי – המחושב לפי השימושים המיועדים של היתרות. ניתן לחשב את תשואת ההחזקה של היתרות גם במונחי שקלים. זו הגיעה השנה לשיעור שלילי של 0.5%, לאחר תשואה

שלילית של 2.3% בשנת 2006 ותשואה חיובית של 6.5% ב-2005. התשואה השלילית במונחי שקלים בשנת 2007 היא בעיקר תוצאת היחלשות הדולר של ארה"ב לעומת השקל בשיעור של 9.0% במהלך השנה. גם המטבעות האחרים שהיתרות מושקעות בהם נחלשו לעומת השקל. זאת למעט האירו, שהתחזק לעומת השקל בשיעור של 1.7%. התחזקות האירו וההכנסות מריבית ומרווחי הון קיזזו את מרבית ההשפעה של התחזקות השקל לעומת הדולר ולעומת המטבעות האחרים.

במונחי דולרים הניבו היתרות, כאמור, רווחים של 2.5 מיליארדי דולרים – סכום המורכב מהכנסות מריבית, רווחי/הפסדי הון וניהול פעיל בגובה של 1.9 מיליארדי דולרים ומירווחים מהפרשי שערים בהיקף של 0.6 מיליארד⁹. יש לזכור כי מדידה בדיעבד של תשואת תיק שנוהל מלכתחילה לפי יעד רב-מטבעי במונחים של מטבע אחד בלבד מושפעת במידה רבה מבחירת מטבע המדידה. כך, למשל, התשואה השנה במונחי דולר הסתכמה ב-9.3% השנה, לעומת תשואה שלילית של 2.2% במונחי אירו. לכן תשואת היתרות נמדדת בדרך כלל במונחי נומרר. תיקי הדולר והאירו של היתרות הניבו תשואות של 7.7%-ו-3.9% (בהתאמה, כל אחד במונחי המטבע שלו); תשואות אלו הן הרכיבים העיקריים של תשואת תיק היתרות כולו במונחי נומרר. התשואה הכוללת מושפעת גם מתשואות של תיקים אחרים ומרכיבים של תרומת הניהול הפעיל שאינם מיוחסים לתיק מטבעי ספציפי.

תשואת היתרות השנה הושפעה במידה רבה מירידת התשואות לפדיון על איגרות חוב לטווחים קצרים ובינוניים בשוק של ארה"ב. זאת על רקע משבר ה-subprime, שפקד את שוק המשכנתאות במחצית השנייה של השנה (תיבה 1). הבנק המרכזי האמריקאי הוריד את הריבית בהדרגה, בחודשים ספטמבר עד דצמבר 2007, מ-5.25% ל-4.25% (והוסיף להוריד אותה בתחילת 2008). התשואות לפדיון עלו בשווקים של אזור האירו, אך בשיעורים נמוכים הרבה יותר מירידת התשואות בשוק האמריקאי. ירידת התשואות על איגרות חוב אמנם מקטינה את רכיב ההכנסה השוטפת מריבית הכלול בתשואת ההחזקה של היתרות, אך בה בעת מעלה את מחיריהן של איגרות חוב אלו, ועלייה זו נרשמת כרווחי הון, המגדילים את תשואת ההחזקה.

⁹ סכומים אלו מחושבים לפי הרמה הממוצעת של היתרות, והם כוללים רווחים-הפסדים לא-ממומשים; לכן ייתכנו הבדלים בינם לבין המדווח בדוחות הכספיים של הבנק.

תיבה 1 : חוסר היציבות בשווקים הפיננסיים העיקריים במחצית השנייה של 2007 בעקבות משבר ה-subprime בארה"ב¹⁰.

תיבה זו מציגה סיכום קצר של משבר ה-subprime בארה"ב, את התגובות למשבר של הבנקים המרכזיים והרשויות במדינות המתועשות ואת השפעת המשבר על ניהול היתרות בבנק ישראל.

משבר ה-subprime

תחילתו של המשבר במגזר המשכנתאות של ארה"ב. כ-75% מהמשכנתאות לדיוור בארה"ב משמשות גיבוי להנפקות של ניירות ערך המגובים במשכנתאות לדיוור באמצעות תהליך של איגוח. רוב המשכנתאות, שניתנות ללווים בעלי נתוני איכות אשראי סבירים (prime), מאוגחות בחסות ה-agencies בארה"ב, שהוקמו לשם כך. לעומת זאת, משכנתאות הניתנות ללווים בעלי נתוני אשראי נחותים מהמקובל (subprime) מאוגחות על ידי מנפיקים פרטיים. בשנים האחרונות גדל מאוד נפח ההנפקות המגובות במשכנתאות subprime – מ-160 מיליארדי דולרים ב-2001 לכ-600 מיליארד לשנה ב-2005 וב-2006 – וגידולו לווה בהגמשה ניכרת של התנאים למתן המשכנתאות מסוג זה. עם הזמן התברר שמוסר התשלומים במשכנתאות שניתנו ב-2006 נחות בהרבה מאשר במשכנתאות שניתנו בשנים קודמות, על רקע עלייה של הריבית לזמן קצר ועצירת מגמת העלייה ארוכת-הטווח של מחירי הבתים. חברות רבות שעסקו בתחום ה-subprime נקלעו בתחילת 2007 לקשיים או פשטו את הרגל. עם זאת, השפעת המשבר על שוקי החוב וההון הגלובליים הייתה, בחודשים הראשונים של 2007, מוגבלת למדי.

¹⁰ לתיאור מפורט יותר של משבר ה-subprime בארה"ב ראו דוח בנק ישראל לשנת 2007, פרק ד';

P. Hördahl & I. Fender (2007). "Markets Hit by Renewed Credit Woes". *BIS Quarterly Review* December. Bank for International Settlements;

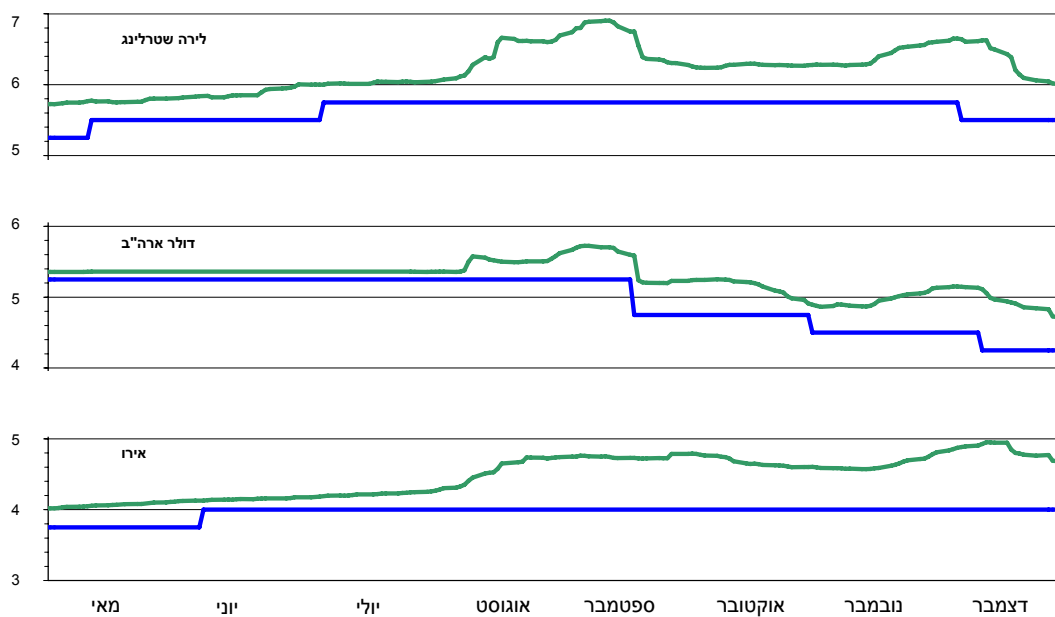
R. Dodd (2007). "Subprime: Tentacles of a Crisis". *Finance & Development* 44:4. International Monetary Fund.

האמור בתיבה זו לגבי מגזר ה-subprime נכון באופן כללי גם לגבי מגזר ה-Alt A בארה"ב, שדומה למגזר ה-subprime בהיקפו ובהתנהגותו.

לקראת סוף יוני התברר כי המשבר מתפשט מעבר למגזר המשכנתאות בארה"ב. מספר מוסדות פיננסיים בארה"ב ובאירופה נאלצו לנקוט צעדים חריגים עקב השקעות, של עצמם או של קרנות שניהלו, בנכסים המגובים במשכנתאות subprime. ידיעות על הפסדים של בנקים אירופיים תרמו אף הן לתחושה בשוק שחשיפה לנכסי subprime יכולה להימצא בכל מקום, ועל רקע אווירה זו, הייתה, החל באוגוסט, "ברихה לאיכות", שהתבטאה, בין היתר, בירידה חדה של התשואות על איגרות חוב ממשלתיות לטווח קצר ובהפרת היחס השכיח בין שיעורי הריבית נטולת-הסיכון לשיעורי הריבית על פיקדונות בין-בנקאיים (איור ת'1-1). מכלול תופעות המאפיינות משבר נזילות פקד את השווקים: שנאת הסיכון המוגברת בשווקים התבטאה בהתרחבות מירווחי התשואה בשוקי חוב שאינם קשורים למגזר הפיננסי. כך, לדוגמה, התרחבות מירווחי התשואה על ניירות ערך למסחר (מכשירי חוב סחירים לטווח קצר) של חברות לא-פיננסיות בעלות דירוג A דמתה לזו של ניירות ערך מסחריים המגובים בנכסים בעלי דירוג AA (איור ת'2-1). כן פחתה הנכונות של בנקים להלוות זה לזה, בכל שיעור ריבית שהוא. בספטמבר, ידיעות על קשיים בגיוס נזילות תפעולית הביאו להסתערות של לקוחות על הבנק הבריטי Northern Rock – ה"ריצה אל הבנק" הראשונה בבריטניה מאז 1866 – וזאת, אף שלכלל הידוע לא הייתה ל-Northern Rock חשיפה משמעותית לנכסי subprime. בסופו של דבר נאלצה ממשלת בריטניה להעניק ערבות ממשלתית גורפת לפיקדונות הבנק כדי לייצב אותו. באוקטובר ובתחילת נובמבר השתררה רגיעה מסוימת, בעקבות הזרמת נזילות של הבנקים המרכזיים במדינות המתועשות העיקריות, אולם לקראת סוף השנה האזרחית, שהוא סוף שנת הכספים למרבית הבנקים, שבו תנאי הנזילות בשווקים והדרדרו, עד שהבנקים המרכזיים נקטו שורה של צעדים להחזרת הנזילות. פעולות אלה מתוארות בהמשך התיבה. בתחילת 2008 היה נראה שהמשבר ה-subprime מתפתח ממשבר נזילות, המשפיע בעיקר במגזר הפיננסי, למשבר של מחסור-אשראי כלל-משקי בארה"ב ובמדינות מתועשות אחרות; היקף ההשפעה של המשבר על צפי הצמיחה במדינות אלו עדיין לא התברר, אך אין ספק שהיא שלילית ולא-מבוטלת.

איור ת'1 - 1 – שיעורי הריבית של בנקים מרכזיים (כחול) ושיעורי ה-LIBOR (ירוק) בשווקים

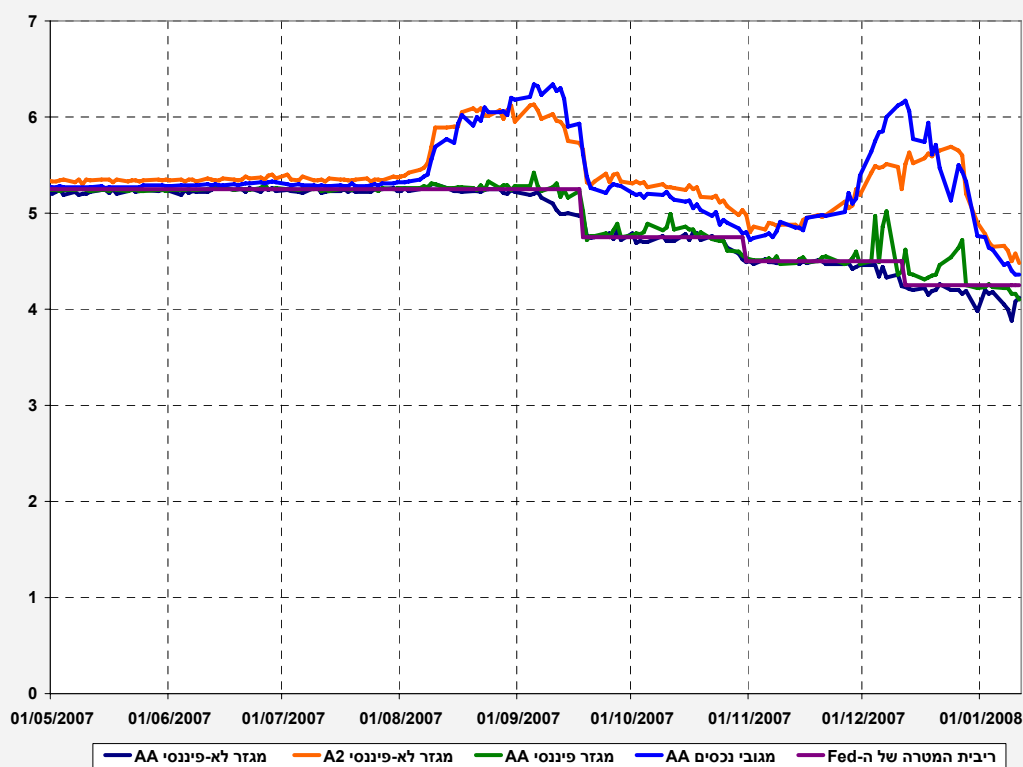
העיקריים, 2007 (אחוזים)



המקור: בלומברג.

איור ת'1 - 2 – שיעורי הריבית על ניירות ערך למסחר (CP) בארה"ב, 2007

(אחוזים)



המקור: US Federal Reserve, בלומברג.

התגובות של הבנקים המרכזיים ושל הרשויות

בחודש אוגוסט ואחריו נקטו הבנקים המרכזיים של המדינות המתועשות העיקריות שורה של צעדים כדי להזרים נזילות לשוקי הכספים ולהחזיר אותם לתפקוד תקין. מלבד הזרמה מסיבית של כסף למערכת הבנקאות, ניסו בנקים מרכזיים להרחיב את מיגוון הערוצים שבהם הבנקים המסחריים יכלו לקבל נזילות. אולם הבנקים המסחריים לא תמיד היו מוכנים לנצל את מקורות הנזילות שהציע להם הבנק המרכזי, מחשש כי הדבר ייודע בשוק ויתפרש כסימן מצוקה. נוסף על צעדים אלו, הוריד הבנק המרכזי של ארה"ב את הריבית ב-100 נקודות בסיס עד סוף 2007, ובעוד 125 נקודות בסיס בינואר 2008. בדצמבר הודיעו הבנקים המרכזיים של ארה"ב, האיחוד האירופי, שוויץ, אנגליה וקנדה על צעדים משותפים, כולל תוכנית של מכרזי נזילות לטווח קצר (Term Auction Facility), שמטרתה הייתה להרחיב את מעגל הבנקים היכולים לקבל הלוואת נזילות בדולרים ישירות מהבנקים המרכזיים ולהרחיב את מיגוון הבטוחות שבהן הבנקים יכולים להשתמש לצורך זה. כן נקטו הרשויות במדינות השונות, ובעיקר בארה"ב, שורה של צעדים פיסקליים והסדרתיים, במטרה לצמצם את השפעת המשבר על הצמיחה והיציבות בטווח הארוך.

השפעה על ניהול היתרות ב-2007

תיק היתרות אינו מושקע בנכסים מגובים במשכנתאות – פרט לנכסים מסוג GNMA, שנהנים מערבות מלאה של ממשלת ארה"ב – ואינו חשוף לאפיקי השקעה שהיו עלולים לספוג פגיעה רצינית מההשלכות העקיפות של המשבר, כגון נתחים מסוימים של שוק המניות ושוק החוב בדירוג נמוך. לפיכך לא שינה הבנק את אסטרטגיית הניהול של התיק ולא את רמות הסיכונים הפיננסיים השונים שהוא נחשף להם. לא שונתה רמת החשיפה המותרת של היתרות למערכת הבנקאות הגלובלית, העומדת על 35% מסך היתרות, משום שחשיפה זו היא לבנקים מהשורה הראשונה. כמו כן לא הייתה סיבה לשנות את כללי הניהול של הסיכון המטבעי וסיכון הריבית כתוצאה של המשבר. עם זאת, העלה הבנק את רמת המעקב אחרי המגזר הפיננסי במדינות המפותחות, בהתאם להתפתחויות השוטפות במהלך השנה.

ואולם, להשלכות העקיפות של המשבר הייתה השפעה שלילית מסוימת על התשואה הכוללת של תיק היתרות. המשבר חולל זעזועים רבים בשווקים, הן ברמות של מירווחי התשואה השונים והן בתנודתיותם (איורים ת'1 - 1 ות'2 - 2), ואלה היקשו על הניהול הפעיל של היתרות, יחסית לשנים קודמות. בתחומי פעילות מסוימים הזיהוי של הזדמנויות רווח וניצולן נעשו קשים יותר.

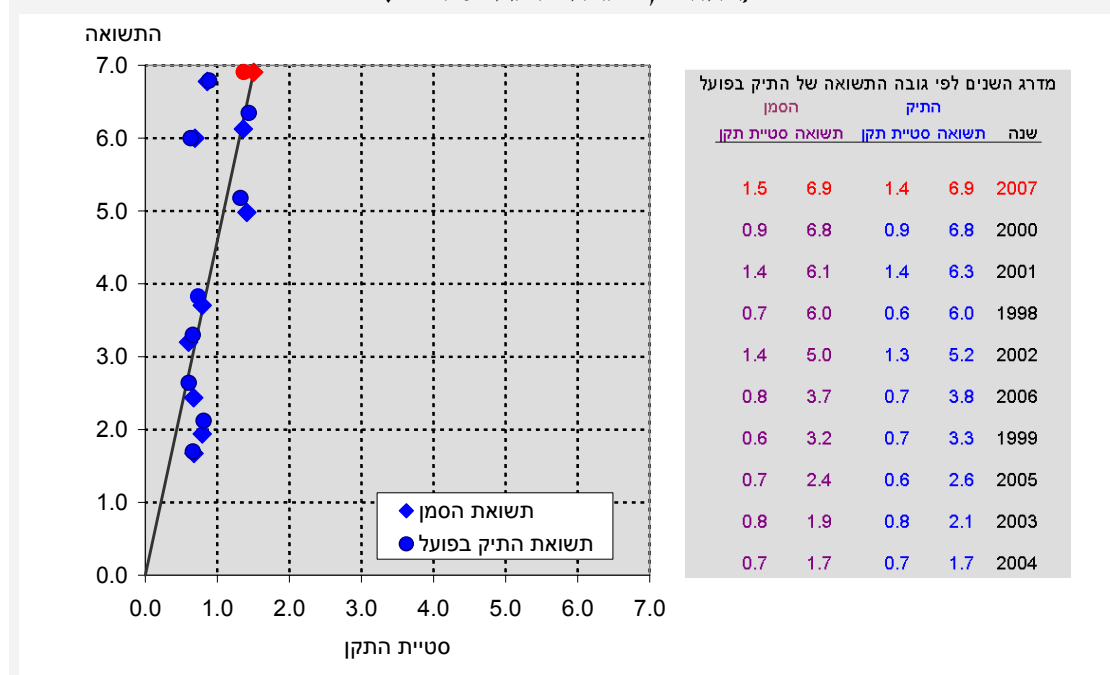
בתחומים אחרים נוצרו הזדמנויות רווח שלא היו מצויים בשנה שגרתית. אלה פורטו, במידת האפשר, בגוף הדוח השנתי. חלק מהבנקים שיש להם מכסות השקעה במסגרת היתרות אכן דיווחו על הפסדים בהיקפים לא-שגרתיים בעטיו של המשבר, והבנק הגיב על כך ככל שנדרש, על פי כללי מדיניות סיכון האשראי הקיימת שלו.

ב. השוואת התשואה והסיכון של התיק לאלה של הסמן

תשואת ההחזקה של הסמן הייתה השנה 6.91%, ותנודתיותה – 1.50%. תשואת ההחזקה של התיק בפועל הייתה השנה אף היא 6.91%, אך תנודתיותה הייתה נמוכה יותר – 1.37%. 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.

איור 4 – פיזור התשואות של התיק והסמן, 1998 עד 2007

(אחוזים, במונחי נומרר שנתיים)



המקור: בנק ישראל.

בעשור האחרון תשואת התיק והתנודתיות שלה בכל שנה קרובות מאוד לאלו של הסמן (איור 4). הפערים הגדולים בין שנה לשנה בתשואות ההחזקה השנתיות של הסמן ושל התיק בולטים, משום

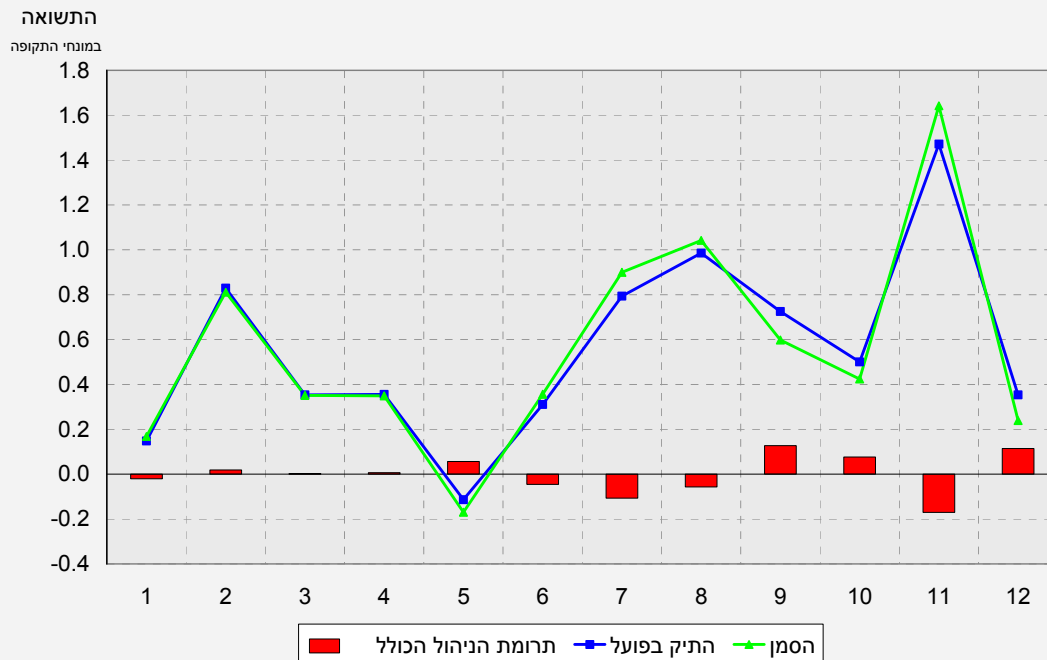
שהתשואות מושפעות בעיקר מההתפתחויות בשווקים בשנים השונות. כנגד זאת, ההבדלים משנה לשנה בתנודתיות של תשואת ההחזקה קטנים יותר. בשנת 2007 גם תשואת התיק וגם התנודתיות שלה היו הגבוהות ביותר בעשור האחרון, וזאת בעיקר בגלל השפעותיו של המשבר במחצית השנייה.

היחס של תשואת הסמן לסיכון שלו בשנה נתונה מבטא את התחלופה באותה שנה בין תשואה לסיכון, תחלופה המגולמת בשווקים. יחס זה מתבטא באיור 4 בשיפוע של הקו המחבר את התצפית של כל שנה ושנה עם ראשית הצירים. מעיון באיור עולה כי בשנת 2007 היחס הזה היה דומה ליחסים בשנים הקודמות של העשור, להוציא את השנים 1998 ו-2000, שאופיינו בתשואות גבוהות לצד תנודתיות נמוכה יחסית.

הפער בין תשואת ההחזקה של הסמן לזו של תיק היתרות בפועל הוא התרומה של הניהול השוטף לתשואת התיק. תרומת הניהול השוטף הייתה השנה כחצי נקודת בסיס – הנמוכה ביותר בעשור האחרון – ואילו התנודתיות של תרומה זו, הידועה כ-tracking error, הסתכמה ב-25 נקודות בסיס, הגבוהה ביותר בעשור האחרון (לוח 2 ואיור 3). תרומת הניהול והתנודתיות שלה נובעות 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 ההחלטות שהניהול השוטף תלוי בהן ועל ביצוען.

איור 5 – שיעור התשואה ותרומת הניהול הכולל, ינואר – דצמבר 2007

(אחוזים, במונחי נומר)



התשואה והתנודתיות שלה לא היו אחידים על פני השנה, אלא הושפעו מהשינוי הדרמטי שהתחולל בשווקים עם פרוץ המשבר באמצע השנה. (ראו תיבה 1). באיור 5 מוצגות תשואות ההחזקה של הסמן ושל תיק היתירות בכל אחד מחודשי 2007. מן האיור ניתן להסיק כי –

- תשואת ההחזקה החודשית הממוצעת של הסמן (ושל התיק) במחצית השנייה של השנה הייתה 0.8% לחודש, לעומת 0.3% לחודש במחצית הראשונה.
- תנודתיות הסמן אמנם עלתה במחצית השנייה לעומת המחצית הראשונה, אך בשיעור נמוך יותר מעליית התשואה הממוצעת – כ-59%. תנודתיות התיק בפועל עלתה בשיעור נמוך עוד יותר של 28% בלבד.

השנה, סטיית התקן של תשואת התיק הייתה נמוכה מזו של הסמן ב-13 נקודות בסיס (לוח 2). זאת לאחר שבתשע השנים הקודמות עמד ההפרש ביניהן על 5.4 נקודות בסיס (בממוצע ובערך מוחלט). משמע שלתרומת הניהול הייתה בשנת 2007 השפעה ממתנת במיוחד, שרובה

נבע מהתנודתיות בתשואות ההחזקה של נכסי ה-Eurobonds, שהם נכסי המירווח העיקרים בתיק. התשואה לפדיון של נכסי ה-Eurobonds נגזרת מהתשואה לפדיון של שטרי אוצר של ממשלת ארה"ב בתוספת מירווח. החל מחודש אוגוסט, בעת ירידת התשואות החדה של שטרי האוצר, התרחבו מאוד המירווחים (איור 6). התרחבות המירווחים קיזזה את תשואות ההחזקה של נכסי המירווח ביחס לנכסי הסמן, הקטינה את תנודתיותם, ובכך הקטינה את התנודתיות בפועל של התיק המכיל אותם.

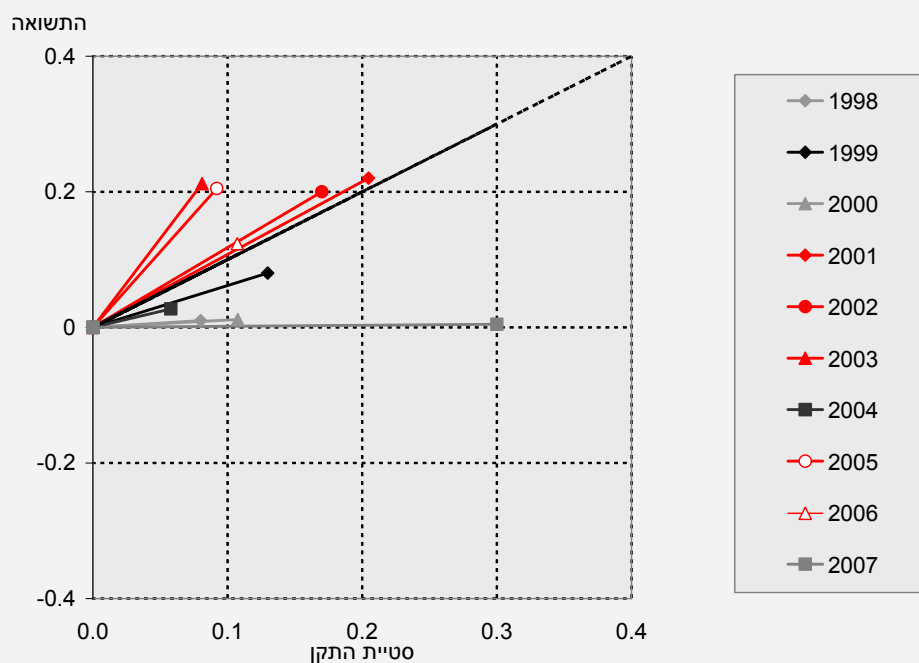
איור 6 – התשואה לפדיון של שטרי אוצר של ממשלת ארה"ב לחמש שנים ומירווח עסקות החלף ריבית לחמש שנים, ינואר 2007 עד ינואר 2008



המקור: בלומברג.

איור 7 – הפרשי התשואה לעומת הסמן, 1998 עד 2007

(אחוזים, במונחי נומרר שנתיים)

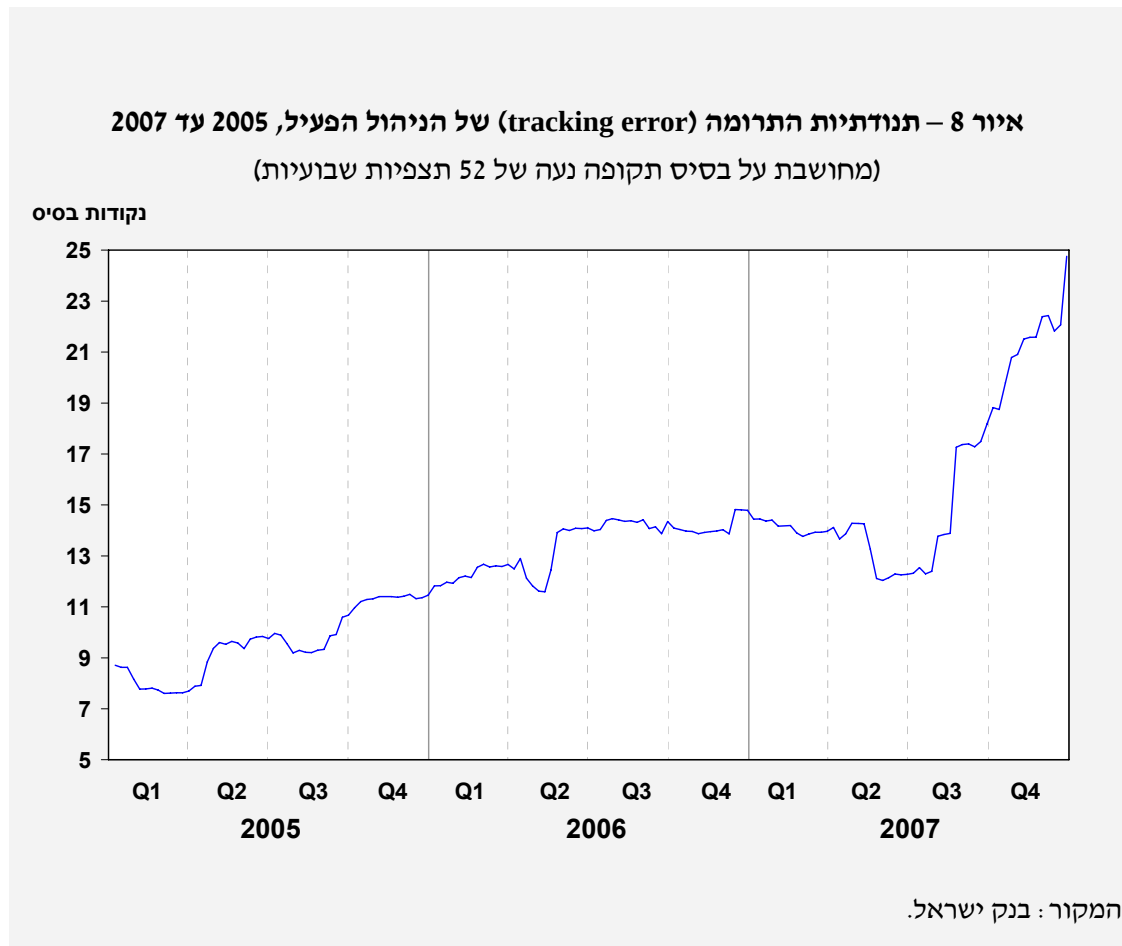


המקור: בנק ישראל.

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 לאותה תשואה. היחס בין תוספת התשואה לעומת הסמן לבין התנודתיות שלה ("יחס המידע" – information ratio) מתבטא באיור 7 בשיפוע הקו לכל אחת מהשנים. רצוי שיחס זה יהיה גדול מ-1, שכן אז תוספת התשואה מפצה ויותר על תוספת הסיכון. בפועל יחס המידע היה קרוב לאפס ב-2007, בדומה למצב ב-1998 וב-2000.

לקראת סוף 2006 החליט הבנק לקבוע יעד לתנודתיות התרומה של הניהול הפעיל (ה-tracking error) ברמה של 30 נקודות בסיס. מטרת צעד זה היא להגדיל את תרומת הניהול הפעיל על ידי הוספת סיכון מדוד באותם תחומים שבהם יש סיכוי להשיג יחס מידע גבוה, ובד בבד לייצר תמריץ לשיפור של יחס המידע באותם תחומים שבהם הוא כיום נמוך מהרצוי. תנודתיות התרומה התנהלה במחצית הראשונה של 2007 בטווח דומה ברמתו לזה של 2006, אבל במחצית השנייה

עברה למגמת עלייה תלולה (איור 8). שינוי זה מיוחס בעיקר לשינוי בתנאים הסביבתיים של השווקים ולא לשינויים בדרכי הניהול של היתרות. תנודתיות התרומה נמדדת על פני תקופה של שנה נעה, ולכן כל שינוי בדפוס ההתנהגות של הבנק או בתנאים השוררים בשווקים ישפיע עליה במתינות יחסית ובפיגור; מדידה לפי תקופה נעה קצרה יותר הייתה מראה שינויים חדים יותר.



ג. תרומת הניהול השוטף של היתרות לרכיביה

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 מראש תקרה להפסד אפשרי: הפוזיציה נסגרת אם ההפסד המצטבר בגינה מגיע לתקרה.

לוח 3
התרומות של החלטות הניהול לפער התשואה לעומת הסמן, 2007
 (נקודות בסיס, מונחים שנתיים)

תרומות אחרות והשארית	הניהול המטבעי	בחירת הנכסים			ניהול האריכות	סך כל התרומה	
		פוזיציות הפיזור	השפעת הפיזור	השפעת המירווח			
1.8	5.3	-0.4	-0.1	-8.2	2.1	0.5	סך הכול
1.4	-	-0.4	-0.1	-8.2	2.1	-5.2	סך כל התיקים המטבעיים
1.2		0.1	0.1	-5.2	0.2	-3.7	תיק הדולר
0.2		0.1	-0.2	1.0	0.4	1.6	תיק האירו
0.0		-0.6	0.0	-4.1	1.5	-3.1	התיקים האחרים
	5.3					5.3	הפוזיציות המטבעיות
0.4						0.4	תרומות אחרות והשארית

המקור: בנק ישראל.

(1) תרומת הניהול המטבעי

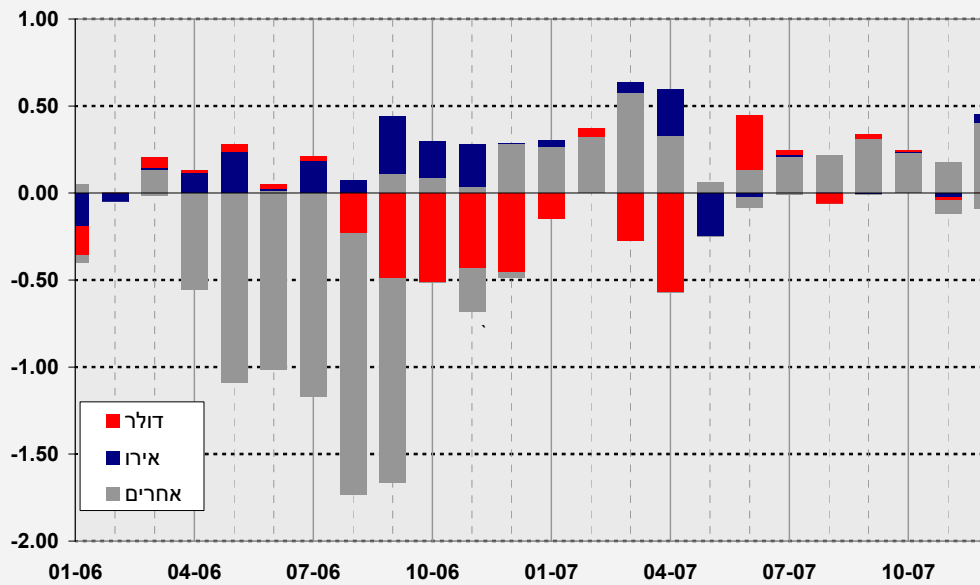
הפוזיציות המטבעיות מנוהלות על בסיס הערכות של משתנים כלכליים, על בסיס שיקולים טקטיים, או בעזרת מודלים (לניהול פוזיציות לטווח קצר בסכומים קטנים יחסית). תרומת הניהול המטבעי כוללת את הפרשי השערים והפרשי הריבית על הפוזיציות המטבעיות. בשנת 2007 ניהול הפוזיציות המטבעיות הניב תוספת של 5.3 נקודות בסיס לתיק היתרות (לוח 3).

(2) התרומה של ניהול האריכות והפיזור על פני העקום

בשנת 2007 נוהלו בתיקים המטבעיים השונים פוזיציות אריכות שתורמו לפער התשואה מול הסמן 2.1 נקודות בסיס (לוח 3 ואיור 9). כאמור בחלק 1-ב לעיל, אריכות הסמן לתיק הדולר היא 24 חודשים, ואריכות הסמנים לתיקים מטבעיים אחרים היא 16 חודשים. הפוזיציות בתחום האריכות מתבטאות בהפרש בין האריכות של תיק מטבעי לאריכות שנקבעת לסמן שלו – 16 או 24 חודשים. הרכיב העיקרי של התרומה מניהול פוזיציות אריכות נבע מניהול פוזיציות אריכות ארוכות בתיקים אחרים פרט לתיק הדולר ותיק האירו. יש לציין כי תרומת ניהול האריכות ב-2007 הושגה אף על פי שהיקף הפוזיציות מסוג זה שנוהלו השנה היה קטן יותר מאשר בשנתיים הקודמות (איור 10).

איור 9 – פוזיציות האריכות בסך תיק היתרות, 2006 ו-2007

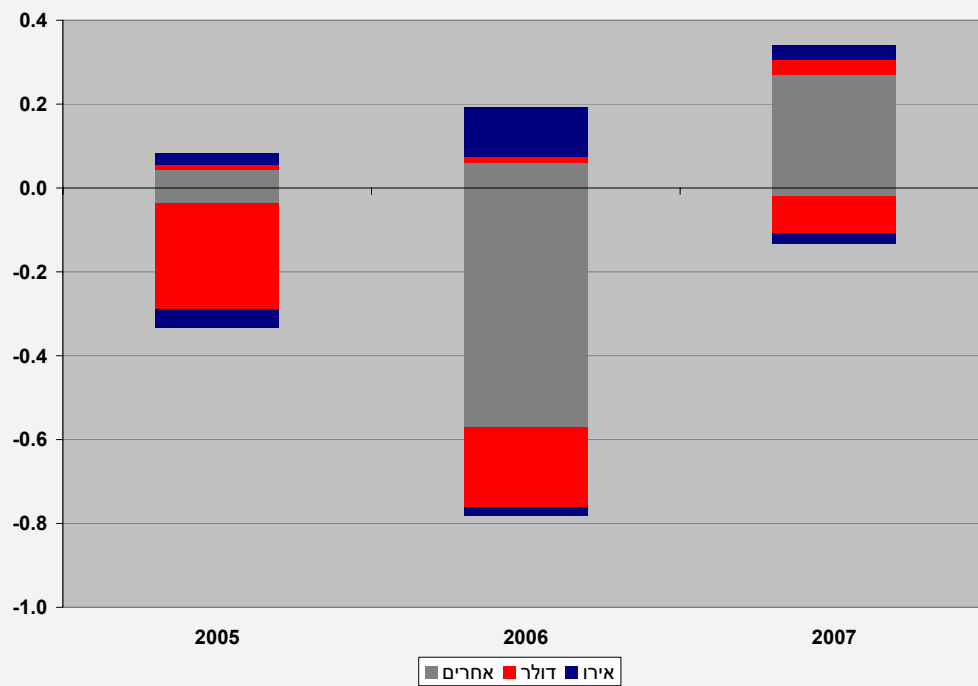
חודשי אריכות



המקור: בנק ישראל.

איור 10 – ההיקף הממוצע של פוזיציות האריכות בסך תיק היתרות, 2005 עד 2007 (ללא קיזוז על פני זמן בין פוזיציות ארוכות וקצרות)

חודשי אריכות



המקור: בנק ישראל.

תרומת הפיזור לעומת הסמן הייתה שלילית ובהיקף של 0.4 נקודת בסיס – מזה תרומה שלילית של 0.6 נקודת בסיס מפוזיציות פיזור בתיקים אחרים ותרומה חיובית של 0.2 נקודת בסיס מפוזיציות פיזור בתיק הדולר ובתיק האירו. להשפעת פיזור שהיא תוצאה של פוזיציות בחירת הנכסים נרשמה תרומה שלילית של 0.1 נקודת בסיס (לוח 3). הפוזיציות בתחום פיזור הנכסים מורכבות מקניית נכסים באזור אחד של עקום התשואה ומכירת נכסים באזור אחר שלו. פוזיציה מסוג זה בנויה כך שהרווח או ההפסד שלה הוא תוצאה של שינוי בשיפועו של עקום התשואות, להבדיל מעליות וירידות מקבילות של העקום, שאינן אמורות להשפיע על ביצועיה. לעתים קרובות פוזיציות אלו מנוהלות באמצעות חוזים עתידיים.

(3) התרומה של בחירת הנכסים¹¹

ההחלטות על בחירת הנכסים בשנת 2007 הניבו תרומה שלילית לתשואה של תיק היתרות בהיקף של 8.3 נקודות בסיס (לוח 4 ואיור 11). תוצאה זו מיוחסת להחלטה להשקיע בנכסי מירווח, כלומר בנכסים מסוגים שאינם בסמן. פעילות זו הניבה תוספת תשואה של 13 נקודות בסיס לשנה בממוצע על פני התקופה 1998–2007 (לוח 2), ומזה שנים רבות לא הניבה ליתרות תרומה שלילית עד 2007. התשואה-לפדיון של נכס כזה ניתנת לפירוק לשני גורמים: (א) התשואה-לפדיון הצפויה של איגרת חוב ממשלתית באותו מטבע, העומדת לפדיון באותו מועד; (ב) מירווח-התשואה, שמבטא את המאפיינים של מנפיק הנכס. מירווחי-התשואה של נכסי מירווח מהסוגים שתיק היתרות מושקע בהם משתנים, בדרך כלל, ברציפות ובמתינות. אולם תנאי השוק הלא-שגרתיים ששררו במהלך המחצית השנייה של השנה הנסקרת גרמו לפעמים לשינויים גדולים וחדים יותר מהמצוי במירווחים אלה. (ראו תיבה 1 לעיל).

¹¹ 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.

לוח 4
התרומה של בחירת הנכסים, 2007
 (נקודות בסיס, מונחים שנתיים)

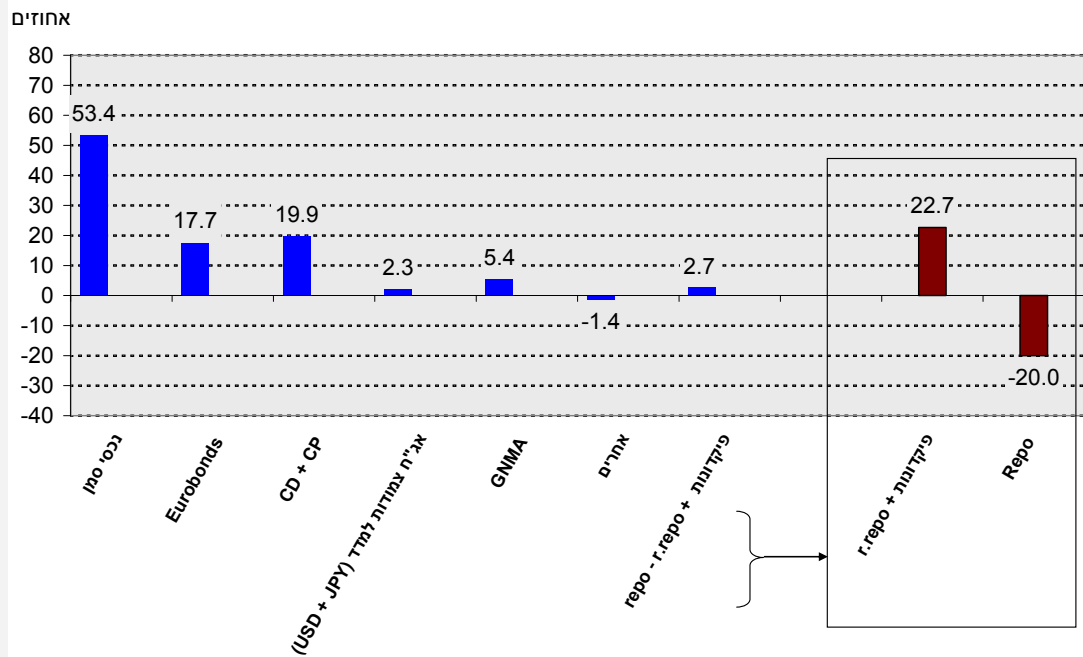
סך כל תיק היתרות	
7.6	השאלת ניירות ערך על ידי המחלקה ¹²
-14.1	Eurobonds
3.7	CP+CD
-2.5	ני"ע צמודי מדד
-2.9	GNMA
0.0	נכסים אחרים ושארית
-8.2	סך התרומה הנכסית
-0.1	פיזור הנובע מבחירת הנכסים
-8.3	סך הכול

המקור: בנק ישראל.

כאמור בתיבה 1 לעיל, תיק היתרות אינו מושקע בנכסים המגובים במשכנתאות, פרט לנכסים מסוג GNMA, שנהנים מערבות מלאה של ממשלת ארה"ב. הוא גם אינו מושקע בסוגי נכסים שמחיריהם מגיבים בקיצוניות לשינויים בתמחור הסיכון של השווקים הפיננסיים הגלובליים. עם זאת, לתנאים הלא-שגרתיים הייתה השפעה ניכרת הן על הרמה הכוללת של תרומת הניהול הנכסי – שהייתה נמוכה בכ-22.5 נקודות בסיס מן הממוצע שלה בתשע השנים הקודמות – והן על ההרכב הפנימי של תרומה זו. איור 12 מראה את ביצועי הניהול הנכסי לפי רכיבים בשנים האחרונות; ניתן לראות בו, מצד אחד, את השוני ברמות התרומות של פוזיציות בנכסי מירוח לתקופות פדיון ארוכות – Eurobonds, GNMA, ואיגרות חוב צמודות למדד המחירים – שהיו שליליות, לראשונה בתקופה הנדונה, ומהצד האחר, את השוני ברמת התרומה של השאלת ניירות ערך, שהייתה גבוהה במיוחד. בהקשר זה נציין גם שאחת מטקטיקות הניהול המקובלות בניהול פעיל של תיקי איגרות חוב היא הגדלה של פוזיציה בנכס מירוח כשמירוח התשואה מתרחב והקטנתה כשהמירוח מצטמצם. בהתאם לכך, היקף החשיפה למירוח התשואה של Eurobonds הוגדל במהלך השנה.

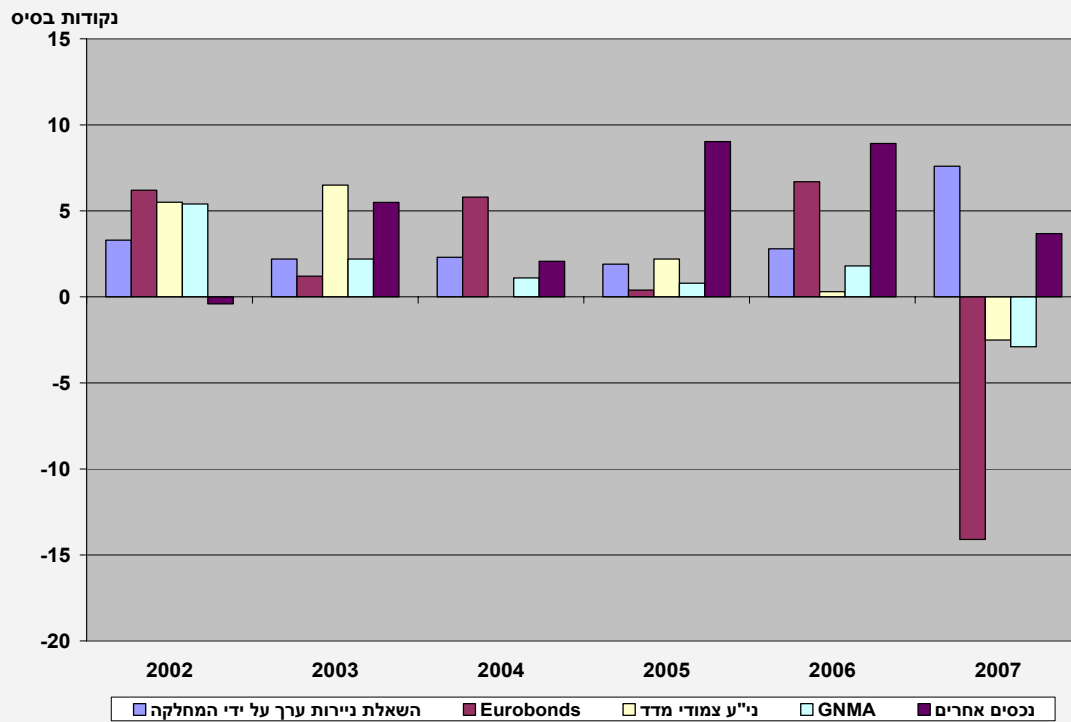
¹² בהשאלת נייר ערך נקשר זוג עסקאות – עסקת repo ועסקת reverse repo או פיקדון בנקאי. בעסקת ה-repo מושאל נייר ערך, ותמורת המזומן המתקבלת "מופקדת" בעסקת reverse repo, כנגד נייר ערך אחר, או מופקדת בעסקת פיקדון. שתי העסקאות נעשות לאותו טווח זמן, ואין להן השפעה על אריכות התיק. הרווח של בנק ישראל מזוג עסקאות 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.

איור 11 – ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות, 2007
(ממוצע שנתי, באחוזים)



המקור: בנק ישראל.

איור 12 – התרומה של בחירת הנכסים לרכיביה, 2002 עד 2007

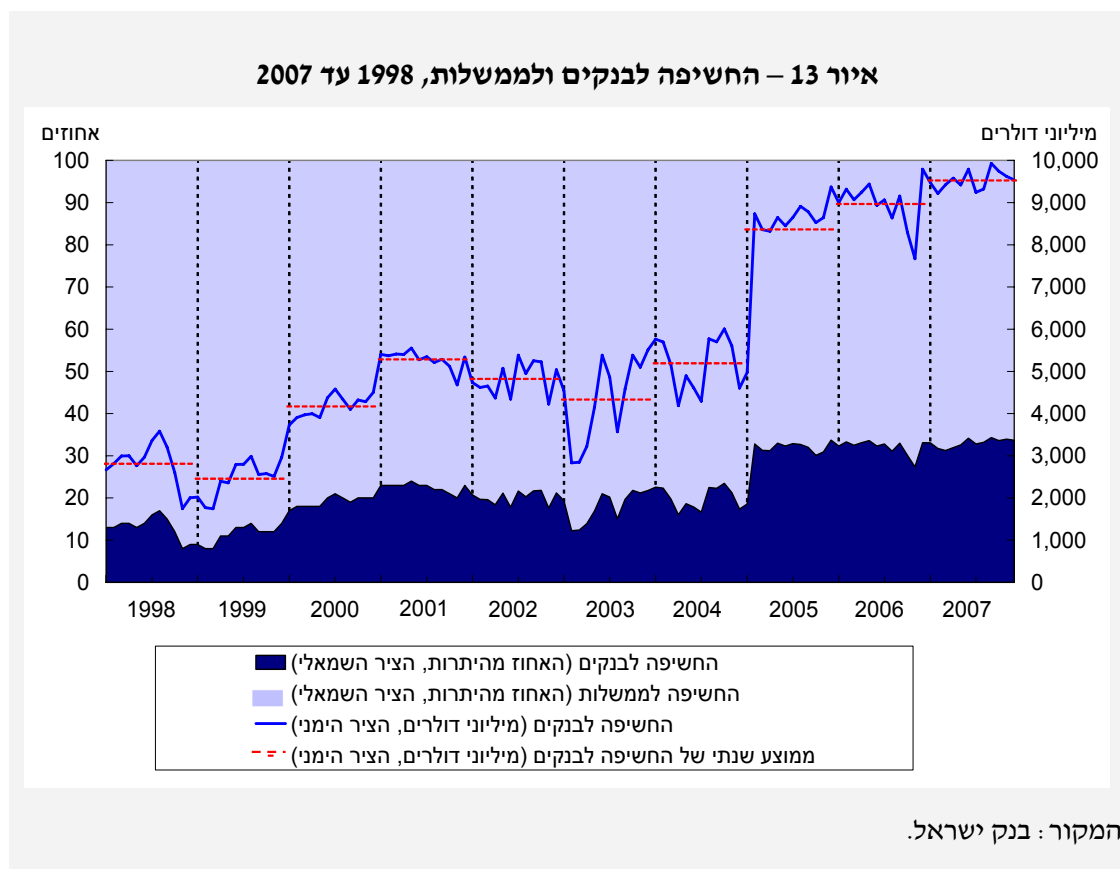


המקור: בנק ישראל.

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 באמצעות מגבלות פנימיות של הבנק – קביעת תקרות כמותיות לחשיפות השונות ומערכת כללים להשקעה.

החשיפה של היתרות למערכת הבנקאות הבין-לאומית, 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 של 35% מגודל התיק. החשיפה בפועל של היתרות לבנקים עמדה ב-2007, בממוצע שנתי, על 33.0% מהיתרות, עלייה קלה לעומת שיעור החשיפה הממוצע בשנים 2005 עד 2006, 31.5% (איור 13).



תיבה 2 : תחומי הפעילות של מחלקת מטבע חוץ ב-2007

מחלקת מטבע חוץ מקיימת מיגוון רחב של פעילויות, חלקן הכרחיות לניהול תיק היתרות, וחלקן קשור לתפקידו של בנק ישראל כבנקאי של הממשלה. נתאר בקצרה פעילויות אלו, תוך התמקדות בהשפעות של אירועי 2007. כמו בכל ארגון הפעיל בשווקים הפיננסיים, ניתן לחלק את תחומי הפעילות לאלה של המשרד הקדמי, המשרד האמצעי והמשרד האחורי – הכול בהנחיית הדרג הניהולי. (התיאור הבא הוא לפי סוגי הפעילות, ואינו בהכרח משקף את המבנה הארגוני הנוכחי של המחלקה).

המשרד הקדמי, או חדר העסקאות, עוקב בזמן אמת אחרי ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים, לרבות כאלה שהיתרות אינן מושקעות בהם. הוא מקבל את ההחלטות הדרושות לקיום מדיניות ההשקעה של היתרות, הן כדי להתאים את היתרות לסמן במידה הרצויה והן בתחום הניהול הפעיל, וקושר את העסקאות המתאימות בשווקים הפיננסיים. חדר העסקאות משמש גם "חלון ראווה" של הבנק לשווקים ומוקד לאיסוף מידע בזמן אמת בעתות של חוסר-יציבות.

המשרד האמצעי אחראי לפעילות שוטפת של מעקב אחרי החשיפות של התיק לסיכונים הפיננסיים השונים ואכיפת הציות לכללים במדיניות ההשקעה שמגבילים חשיפות אלו. המשרד האמצעי גם מספק שירותי מטה להנהלת המחלקה בזיהוי ובתכנון של עדכונים דרושים במדיניות ההשקעה – הן ברמה של "תפיסת עולם" (בהתאם להתפתחויות כלכליות בארץ ובחו"ל) והן ברמה של פרטי המדיניות – והוא עוקב אחר התפתחויות במחקר הפיננסי וניתוחים של השווקים בראייה ארוכת-טווח, וכל אלה עשויים להשליך על ניהול היתרות.

לצורכי קשירת העסקאות נדרשת מחלקת מטבע חוץ לנהל משא ומתן על הסכמים משפטיים רבים ושונים ולחתום עליהם. פעילויות אלו מנוהלות יחד עם המחלקה המשפטית של הבנק.

שני התחומים – חדר העסקאות והמשרד האמצעי – מספקים תשומות להחלטות של הבנק על הריבית המקומית ולדיונים בנושאי מדיניות אחרים שאינם קשורים להשקעת היתרות. למותר לציין כי המשבר שפקד את השווקים הפיננסיים בעולם במחצית השנייה של השנה הגביר את הדרישות מהמחלקה בתחום זה.

על המשרד האחורי מוטלת אחריות במספר תחומים: ביצוע העסקאות, ניהול החשבונות במזומנים, תקשורת, חשבונאות, מעקב אחר מנהלים חיצוניים, אכיפת כללי ציות ועוד. ביצוע העסקאות כולל סדרה ארוכה של פעולות, בעיקר הכנה ומשלוח של הוראות ביצוע לגורמים שונים על העברת כספים וניירות ערך. פעולות אלה חייבות להיעשות בדיוק רב ועל פי לוח זמנים קצר וקשוח, משום שהעלות של "כשל עסקה" (אי-ביצועה או איחור בביצוע) עלולה להיות גבוהה מאוד.

התהליך כולו נתון לבקרה בזמן אמת על ידי גורם בלתי תלוי וכן נערכות בדיקות לאחר זמן על ידי גורמים מתוך המחלקה ומחוצה לה.

עוד תחום פעילות של המחלקה שבאחריות המשרד האחורי הוא הספקת שירותים בנקאיים במטבע חוץ למשרדי הממשלה וליחידות סמך של הממשלה ושירותים מצומצמים למערכת הבנקאות המסחרית. המחלקה מעבירה כספים בגין יבוא ויצוא של הממשלה ויחידות הסמך ובגין התפעול השוטף של נציגויות המדינה ברחבי העולם. היא גם מטפלת בפיקדונות במטבע חוץ שהבנקים המסחריים מפקידים בבנק ישראל לצרכים שונים.

תחום אחרון זה היה למוקד פעילות חשוב בשנה האחרונה, משום שחלק ניכר מהפיקדונות האלה משמשים בטוחות של הבנקים לצורך העברת שקלים באמצעות מערכת התשלומים זה"ב. סכומי פיקדונות אלה הושקעו באופן שמקוזז, במידת האפשר, את החשיפות של בנק ישראל לסיכון מטבעי וסיכון ריבית – חשיפות הנובעות מקבלת הפיקדונות, שהם התחייבויות של בנק ישראל כלפי הבנקים המקומיים. השקעות אלה נשאו ריבית שווה בקירוב לריבית ששולמה לבנקים המקומיים על הפיקדונות. לפיכך, מלבד הצורך להקצות משאבים לטיפול בפיקדונות אלה, יש בקבלתן עלות כספית ישירה לבנק, משום שלא ניתן להשקיע את הסכומים המתקבלים באפיקים שהם רווחיים יותר מן הריבית המשולמת על הפיקדונות בלי ליצור חשיפה לסיכון פיננסי, כגון סיכון ריבית.

מחלקת מטבע חוץ מנהלת קשרים עם מוסדות אחרים ברחבי העולם – בנקים מסחריים, בתי השקעות, בנקים מרכזיים אחרים ומוסדים רב-לאומיים. קשרים אלו תומכים גם בתהליך קבלת

ההחלטות של ניהול היתרות, על כל היבטיו, וכן בעיצוב ובניהול מדיניותו ופעילותו של הבנק בשווקים הפיננסיים. בהקשר זה ראוי לציין את עבודת המחלקה בשנת 2007 לקידום שילובו של השקל בין המטבעות הנסלקים במערכת CLS. במאי 2008, בנק CLS הודיע באופן רשמי על צירופו של השקל לרשימת המטבעות שניתנים לסלק ב-CLS

לבסוף נציין כי על פי השינוי המבני המתוכנן בבנק ישראל, מרבית הפעילויות של מחלקת מטבע החוץ אמורות לעבור לחטיבת השווקים הפיננסיים שתוקם, ואליהן תצורפנה פעילויות של הבנק בשווקים הפיננסיים המקומיים. שינויים אלו יבוצעו במהלך שנת 2008, אולם תכנונם וההכנות לקראתם נמנים עם הפעילויות החשובות של מחלקת מטבע חוץ בשנת 2007.

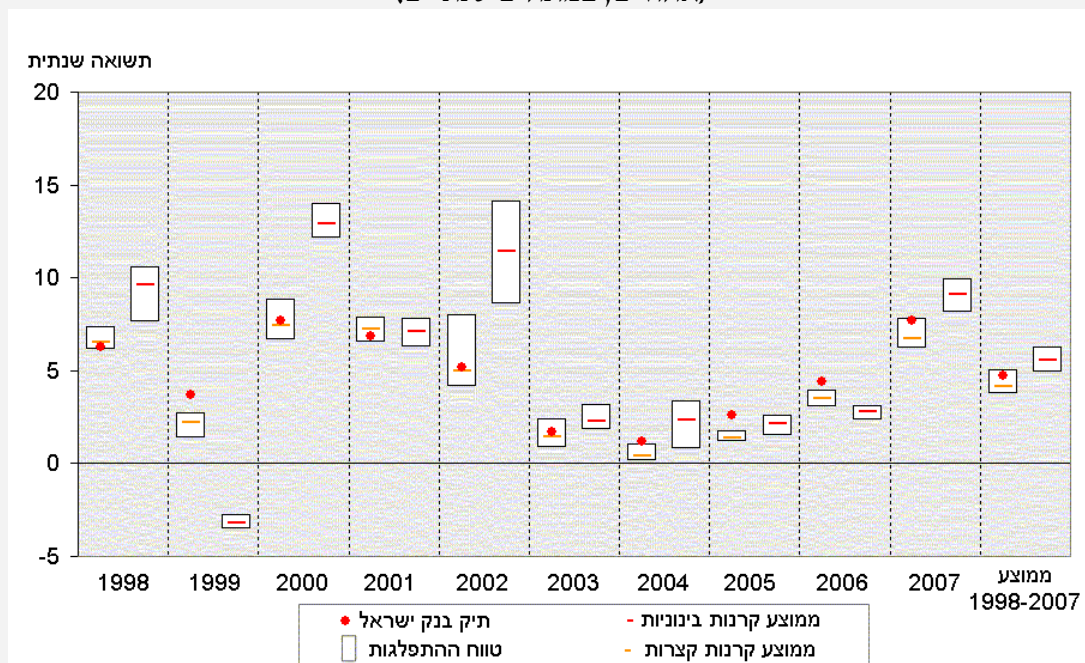
3. התשואה של תיק היתרות לעומת תיקים של מנהלים אחרים

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 האמריקאי בשנים 1998 עד 2007. בקבוצה זו 11 קרנות, המשקיעות בעיקר באיגרות חוב ממשלתיות אמריקניות. חלק מהן מסווגות כ"משקיעות באיגרות חוב ממשלתיות קצרות", והחלק האחר – כ"משקיעות כלליות באיגרות חוב ממשלתיות", אשר, למעשה, משקיעות לטווחים בינוניים. הקרנות משקיעות חלק קטן מתיק השקעותיהן (לכל היותר) באיגרות חוב צמודות למדד המחירים של ממשלת ארה"ב (TIPS), וגם היקף ההשקעה שלהן בנכסים בעלי דירוג נמוך (קטן מ-AA) מצומצם¹³. 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, המבטאת את עלות ההוצאות התפעוליות השוטפות, ואילו ביצועי תיק הדולר של היתרות מדווחים ללא ניכוי בגין הוצאות מסוג זה.

¹³ ייתכן שבתוך אלה כלול גם רכיב של איגרות חוב קונצרניות – אפיק שבנק ישראל מנוע מלהשקיע בו.

איור 14 – התפלגות הביצועים של מנהלי קרנות בשוק האמריקאי, 1998 עד 2007
(אחוזים, במונחים שנתיים)



המקור: חברת בלומברג. בחירת הקרנות מבוססת גם על נתונים של חברת ליפר בע"מ, באמצעות אתר האינטרנט של העיתון Wall Street Journal.

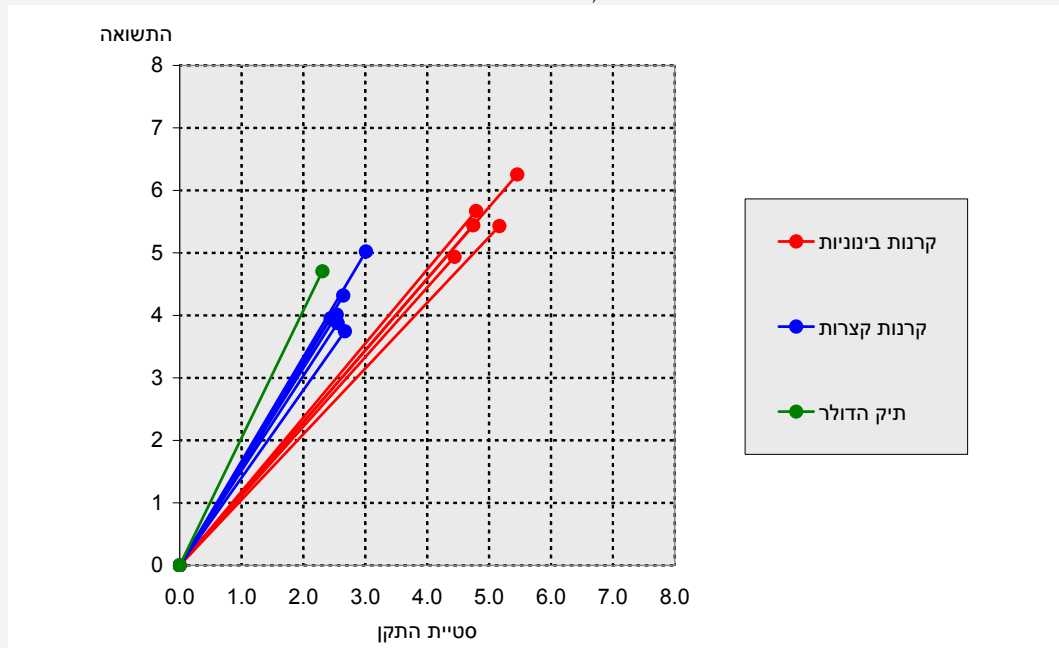
באיור 14 מוצגת ההתפלגות של תשואות ההחזקה השנתיות שהניבו הקרנות מאז 1998 בכל אחד מסוגי הקרנות – ה"קצרות" וה"בינוניות". בכל תקופה מוצגות התשואות הנמוכה והגבוהה ביותר בין תשואות התיקים שבקבוצה, התשואה הממוצעת בקבוצה, וכן מוצגים ביצועי תיק הדולר של היתרות בתקופות המתאימות. בחינת התפלגותן של התשואות מעלה כי ביצועי תיק הדולר לאורך התקופה היו בתוך תחום ההתפלגות של תשואות הקרנות ה"קצרות", או מעליה. בשנת 2007 הייתה תשואת ההחזקה של תיק הדולר גבוהה מהתשואות של מרבית הקרנות לטווח קצר, אך מתחת לתשואה הנמוכה ביותר של הקרנות לטווח בינוני. התשואה הממוצעת של כל הקרנות יחד הייתה גבוהה מזו של תיק הדולר בכ-12 נקודות בסיס. גם על פני כל התקופה 1998 עד 2007 התשואה של תיק הדולר הייתה קרובה לזו של כלל הקרנות. מעיון בנתונים ניתן להסיק שאריכותו של תיק הדולר קרובה לאלה של הקרנות לטווח קצר יותר מאשר לאלה של הקרנות לטווח בינוני. עם זאת, לא ברור באיזו מידה מקומו של תיק הדולר במידרג תשואות ההחזקה של הקרנות לטווח קצר נובע מהבדלים באריכות ובאיזה מידה הוא תוצאה של הבדלים בתמהיל

הנכסים. זאת משום שאין בידי הבנק מידע על התנהלות האריכות של הקרנות האחרות, ולכן אי-אפשר להשוות את אריכותן לאריכות תיק הדולר על פני זמן.

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" היא שטווח התשואות המצטברות של ה"בינוניות" גבוה מזה של ה"קצרות" בכ-1.2%.

ממצא זה בולט עוד יותר כשבוחנים את התשואה הממוצעת שהניבה כל קרן לעומת התנודתיות של התשואה בשנים 1998 עד 2007. אלו מוצגות באיור 15. 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 15 – תיק הדולר לעומת קרנות בשוק האמריקאי – התשואה והסיכון, 1998 עד 2007
(אחוזים, במונחים שנתיים)



המקור: בנק ישראל.

4. רמת הנזילות של היתרות¹⁴

מידת הנזילות של תיק היתרות היא אומדן לחלק התיק שניתן לממש במהירות וללא פגיעה בערכו. כדי לאפשר מעקב על פני זמן אחר מידת הנזילות של התיק, מוינו הנכסים הכלולים בו לארבע קבוצות, על פי האפשרות לממשם בתוך זמן קצר וללא הפסד הנובע מעצם המימוש. מיון הנכסים לקבוצות שונות נעשה לפי המירווח שבין מחיר הקנייה למחיר המכירה לגבי ניירות ערך סחירים, ולפי הטווח-לפירעון לגבי נכסים לא-סחירים. הקבוצות הן:

1. ניירות ערך "נזילים מאוד";

2. ניירות ערך "נזילים"¹⁵;

¹⁴ דיון מורחב ברמת הנזילות של היתרות ובניהול נזילותן ימצא הקורא בתיבה א'-2 של דוח מחלקת מטבע חוץ לשנת 2002.

¹⁵ השנה נקודת החתך בסנטים בין "נזילים מאוד" ל-"נזילים" הוגדרה כ-3 סנטים, בניגוד לשנים קודמות, שבהן היא הוגדרה כ-2 סנטים. זאת בעקבות בדיקה שמצאה כי נקודת חתך זו תואמת טוב יותר את נקודת החתך בנקודות בסיס, שנותר ללא שינוי. מן הדין היה ראוי לשנות את ההגדרה גם לגבי שנים קודמות, אבל הדבר לא נעשה, מפאת אילוצים טכניים.

3. ניירות ערך ונכסים אחרים שפירעונים בתוך חודש ;

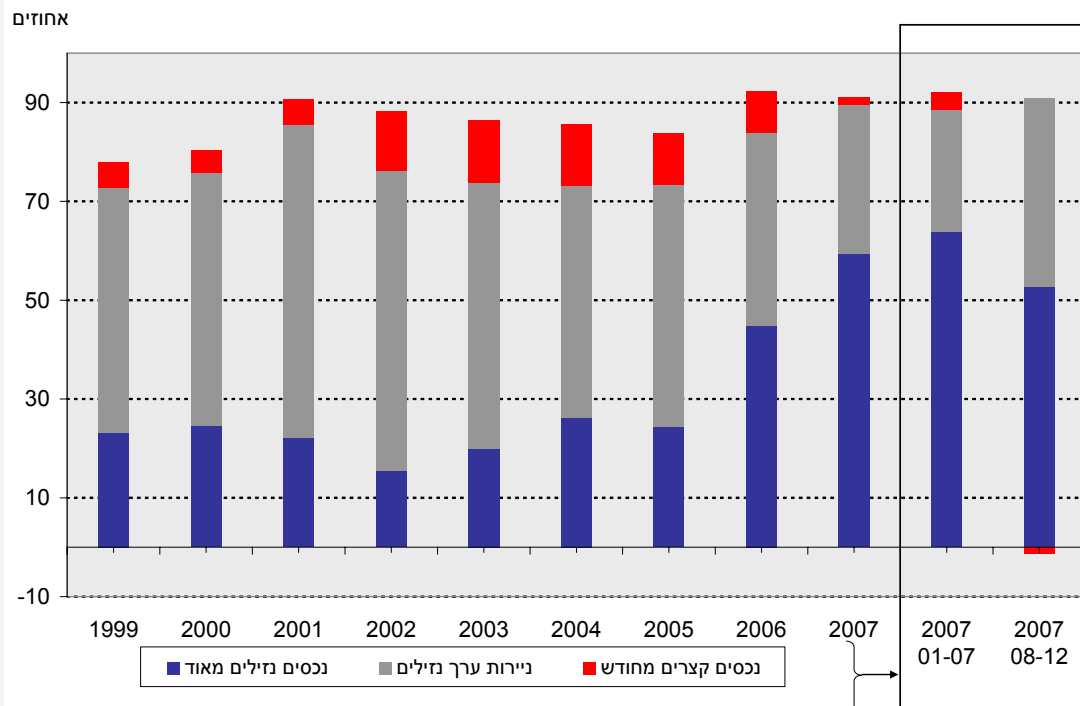
4. כל יתר הנכסים.

המצרף הנזיל של היתרות מורכב משלוש הקבוצות הראשונות. ההפרש במידות הנזילות בין שלוש הקבוצות הכלולות במצרף הוא קטן יחסית, ודירוג מידת הנזילות של הקבוצה השלישית בהשוואה לזו של שתי הקבוצות הראשונות נתון לשיקול דעת. לעומת זאת ברור כי נזילות הקבוצה הרביעית נמוכה מזו של שלוש הקבוצות הראשונות. מן הראוי להדגיש כי המירווח בין מחיר הקנייה למחיר המכירה של סוג נכס מסוים יכול להתרחב במידה ניכרת בתקופות של משבר בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים. לפיכך העלות של מימוש חלק מהיתרות בעיתוי משבר גלובלי (להבדיל ממשבר שהוא מקומי בלבד) יכולה להיות גדולה ממה שמשמע מרמת הנזילות של היתרות, הנמדדת לפי מירווחי קנייה-מכירה שנצפו בזמן שגרה.

המצרף הנזיל של היתרות הסתכם בשנת 2007, בממוצע, בכ-91% מכלל היתרות, דומה לרמתו ב-2006 (איור 16). הרמה הכוללת של המצרף הנזיל כמעט ולא השתנתה אחרי פרוץ המשבר, אולם ההרכב הפנימי של המצרף הנזיל השתנה בעקבותיו. כפי שניתן לראות באיור 16, קבוצת ה"נזילים" גדלה, על חשבון קבוצת ה"נזילים מאוד", שהצטמצמה. הגורם העיקרי לשינוי זה היה התרחבות המירווחים בין מחירי הקנייה והמכירה של נכסים מסוג Eurobonds מאז תחילת המשבר באוגוסט, שגרם למעבר של חלקם מקבוצת ניירות הערך ה"נזילים מאוד" לקבוצת ה"נזילים". שינוי נוסף הוא עלייה הדרגתית של אחוז ה-Eurobonds בתיק במהלך השנה מכ-12% בתחילתה, ל-22% בסופה. (ראו דיון בחלק 2. ג'-3) לעיל.) אף שגם המירווחים בין מחירי הקנייה והמכירה של נכסים מסוג CD ו-CP התרחבו מאז המשבר, הם נותרו בקבוצת ניירות הערך ה"נזילים". גם האחוז של נכסים אלה גדל בהדרגה במהלך השנה, מ-15% ל-21%, דבר שהגדיל אף הוא את משקל הנכסים בקבוצת ה"נזילים".

איור 16 – המצרף הנזיל של תיק היתרות, 1999 עד 2007

(ממוצעים שנתיים)



המקור: בנק ישראל.

כ-9%, במוצע, מתיק היתרות בשנת 2007 הושקעו בנכסים שלא סווגו במצרף הנזיל של היתרות, משום שמידת נזילותם נמוכה יחסית. קבוצה זו מורכבת מכספים שנמסרו לניהול חיצוני (המושקעים בעיקר בניירות ערך מסוג GNMA), מפיקדונות בנקאיים לתקופה ארוכה מחודש ומחלק מניירות הערך מסוג Eurobonds.

לנוכח המטרות של החזקת יתרות מטבע החוץ והיכולת לממש חלק גדול מהן בתוך זמן קצר מאוד וללא פגיעה בערך, 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, ומציבה 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.