



בנק ישראל

חטיבת השווקים

השקעת יתרות מטבע החוץ

דין וחשבון 2010

התוכן

3.....	הלוחות
3.....	האיוורים
4.....	עיקרי הדברים
6.....	א. יתרות מטבע החוץ
6.....	1. המסגרת להחזקת היתרות ולניהולן
7.....	2. שינויים ברמת היתרות ב-2010
8.....	3. בחינת הלימותה של רמת היתרות
12.....	ב. תוצאות השקעת היתרות בשנת 2010
14.....	1. התשואה והסיכון של הסמן
16.....	2. התרומה והסיכון של הניהול הפעיל
21.....	3. השוואת התשואה בתיק הדולר לביצועי תיקים של מנהלים אחרים
23.....	תיבה 1 – פרויקטים מיוחדים

הלוחות

- לוח 1 – היתרות ורמתן יחסית למצרפים שונים, 2001 עד 2010
לוח 2 – ביצועי התיק בפועל לעומת הסמן, 2001 עד 2010
לוח 3 – התרומה של בחירת הנכסים לתשואה העודפת על תיק היתרות, 2008 עד 2010

האיורים

- איור 1 – יתרות מטבע החוץ, 2001 עד 2010
איור 2 – רכישות מטבע חוץ על ידי בנק ישראל, מארס 2008 – דצמבר 2010
איור 3 – השינויים ביתרות מטבע חוץ בקבוצות מדינות שונות בעולם וב ישראל, 2001 עד 2010
איור 4 – רמת היתרות בסוף 2010 יחסית למצרפים שונים, ישראל בהשוואה למדינות אחרות
איור 5 – שיעור התשואה ותרומת הניהול הפעיל, 2001 עד 2010
איור 6 – התשואות-לפדיון של איגרות חוב ממשלתיות של ארה"ב ושל גרמניה, 2008 עד 2010
איור 7 – יחס התשואה לסטיית התקן בתיק היתרות ובסמן, 2001 עד 2010
איור 8 – התנודתיות של תרומת הניהול הפעיל, 2008 עד 2010
איור 9 – יחס תרומת הניהול הפעיל לסטיית התקן שלה, 2001 עד 2010
איור 10 – שיעור התשואה ותרומת הניהול הפעיל, ינואר עד דצמבר 2010
איור 11 – המירווח הממוצע על נכסי Eurobonds בתיק היתרות, 2009 עד 2010
איור 12 – ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות, 2010
איור 13 – התפלגות התשואות השנתיות של מנהלי קרנות בשוק האמריקאי, 2001 עד 2010
איור 14 – תיק הדולר לעומת קרנות בשוק האמריקאי – התשואה והסיכון, 2001 עד 2010

עיקרי הדברים¹

- יתרות מטבע החוץ של ישראל עלו בשנת 2010 ב-10.2 מיליארדי דולרים, לעומת עלייה של כ-17 מיליארדים בשנה הקודמת, והסתכמו בסוף השנה ב-69.3 מיליארדי דולרים.² העלייה ביתרות השנה, בדומה לעלייתן בשנתיים הקודמות, היא בעיקרה תוצאה של רכישות מטבע חוץ על ידי בנק ישראל.
- המגמה של הגדלת יתרות מטבע החוץ במדינות מתקדמות ומתעוררות נמשכה ב-2010, בדומה למגמה בישראל. זאת משום שהמשבר הפיננסי העולמי, אשר התחיל ב-2008, הדגיש את החשיבות שבהחזקת רמה גבוהה והולמת של יתרות.
- העלייה ברמת יתרות מטבע החוץ של ישראל ב-2010 הגדילה את היחסים בין היתרות למצרפים שונים של המשק, שלפיהם מקובל לבחון הלימות רמתן של היתרות. הגדלת היחסים האלה משרתת את המטרות שהחוק החדש קובע לבנק ותורם למילוי תפקידיו, שכן הוא מחזק את עמידות המשק בפני משברים ומשפר את מעמדה של ישראל בסביבה הפיננסית הבין-לאומית.
- במונחי הנומרי המטבעי של היתרות, תשואת ההחזקה שלהן בשנת 2010 הייתה 1.2%, לעומת 3.8% בממוצע בשנים 2001–2010. במונחי שקלים תשואת ההחזקה של תיק היתרות הייתה שלילית, בשיעור של 7.1%, עקב התחזקות השקל לעומת הדולר והאירו במהלך השנה. מספר המטבעות בנומרי המטבעי הוגדל, במטרה להשיג פיזור טוב יותר ולצמצם את ההשלכות האפשריות של המשבר בתרחישי קיצון.
- התשואה במונחי נומרי הושפעה במידה רבה משני גורמים: (א) הרמה הנמוכה של הריביות והתשואות-לפדיון בשווקים הפיננסיים של המדינות המפותחות; (ב) האריכות הממוצעת של היתרות, שהייתה קצרה מאשר ברוב השנים הקודמות. ההחלטה על אריכות ממוצעת קצרה יחסית התקבלה לנוכח הסיכון הגבוה של קבלת תשואת החזקה שלילית, הכרוך בניהול היתרות באריכות גבוהה יותר כאשר רמות הריבית והתשואות-לפדיון הן כה נמוכות.
- תרומת הניהול הפעיל בשנת 2010 הסתכמה ב-10 נקודות בסיס – לעומת תרומה ממוצעת של 20 נקודות בסיס בעשור האחרון, אך בדומה לממוצע זה ללא שנת 2009, שבה התרומה הייתה חריגה בגודלה. הרכיב העיקרי של תרומת הניהול הפעיל ב-2010 היה תוספת התשואה מבחירת הנכסים לתיק, במיוחד נכסי המירווח הקצרים.
- השנה תנאי הרקע לניהול יתרות מטבע החוץ היו מאתגרים. המשבר הפיננסי העולמי נכנס לשלב חדש, שבו מוקד החששות של משקיעים בשווקים הבין-לאומיים עבר לכושר הפירעון של חלק מהמדינות החברות באיחוד האירופי. במקביל להתמודדות עם השלכותיו של המשבר הנמשך על תיק היתרות, חטיבת השווקים גם טיפלה בהשפעתו על השווקים הפיננסיים המקומיים, וכן בקידום מספר פרויקטים מיוחדים, שחלקם קשורים ישירות לניהול היתרות, כמפורט בהמשך.
- במאוס 2010 התקבל בכנסת חוק חדש לבנק ישראל, שנכנס לתוקפו ב-1 ביוני 2010. החוק החדש מגדיר את מטרות הבנק ואת תפקידיו, שאחד מהם הוא החזקתן וניהולן של יתרות מטבע החוץ של המדינה. החוק משנה את המסגרת שבה מתקבלות ההחלטות העיקריות בבנק ישראל, ביניהן ההחלטות על רמתן הרצויה של היתרות לטווח הארוך ועל

¹ חטיבת השווקים מדווחת לציבור על השקעות היתרות משנת 2000. הדוחות לשנים הקודמות, שחלקם פורסמו כפרקים בדוחות בנק ישראל. הדוחות השנתיים של החטיבה מפורסמים באתר של בנק ישראל, בקישור הבא: http://www.bankisrael.org.il/publheb/publself.php?misg_id=27. בדוחות הקודמים מובאים הסברים והגדרות למונחים שנעשה בהם שימוש בדוח זה, ונדונו בהם היבטים שונים של ניהול יתרות מטבע החוץ, שאינם נדונים בדוח זה.

² רמת היתרות לאורך כל סקירה זו אינה כוללת הקצאות של זכויות משיכה על ידי קרן המטבע הבין-לאומית למדינות החברות בקרן (Allocation SDRs), ויתרה בקרן – Reserve Tranche. אלה הגיעו בסוף שנת 2010 ל-1.6 מיליארדי דולרים, לעומת 1.5 מיליארדים בסוף 2009. עוד בעניין זה ראו: בנק ישראל – דין וחשבון כספי לשנת 2010.

מדיניות השקעתן. הוועדה המוניתרית החדשה של הבנק, שתוקם על פי החוק, תמלא תפקיד מרכזי בתהליך זה. במסגרת האחריות הדיווחית של הבנק החוק מגדיר את סוגי הדוחות התקופתיים על רמת היתרות וניהולן, שהבנק נדרש להגיש לשר האוצר, לממשלה, לוועדת הכספים של הכנסת ולציבור.

- כניסתו לתוקף של החוק החדש הסירה את החסמים המשפטיים שמנעו את השקעת היתרות בסוגי נכסים פיננסיים שונים, שהוערכו בעבר על ידי הבנק כהשקעה רצויה של היתרות מההיבטים של כדאיות כלכלית וניהול סיכונים. מאז כניסת החוק לתוקף הבנק שוקד על זיהוי ובחינה של הדרכים הראויות לניצול דרגות החופש הנוספות שהחוק החדש מעניק לו בבחירת הנכסים, לרבות האפשרות להשקיע חלק מהיתרות בשוקי המניות הגלובליים.

- נוסף על ניהול היתרות ובחינת האפשרות להרחיב את מיגוון הנכסים שהיתרות מושקעות בהם קידמה חטיבת השווקים של בנק ישראל, במהלך שנת 2010, מספר פרויקטים מיוחדים: (א) הטמעה של מערכת ממוחשבת משולבת לניהול כספים ונכסים, שצפויה לשפר ולייעל את ניהול היתרות. (ב) הקמת נציגות של הבנק בניו יורק, ארה"ב. (ג) היערכות לקיום הדרישות של חוק בנק ישראל החדש, להרחבת תחומי הפעילות, שהוא מאפשר, ולהפקת הדיווחים אשר הוגדרו בו. (ד) סיום תהליך השינוי הארגוני עם צירוף הפונקציה של ניהול מילות המדינה לחטיבה.

א. יתרות מטבע החוץ

1. המסגרת להחזקת היתרות ולניהולן

על פי חוק בנק ישראל התש"ע-2010 אחד מתפקידיו של הבנק הוא להחזיק את יתרות מטבע החוץ של המדינה ולנהל אותן.³ החוק מונה את הפעולות הפיננסיות שהבנק רשאי לנקוט כדי למלא את תפקידיו, לרבות ניהול היתרות. לפי החוק, הוועדה המוניתרית,⁴ באישור שר האוצר, רשאית לשנות את העקרונות שעל פיהם יחליט הנגיד על הרמה הרצויה של יתרות מטבע החוץ לטווח הארוך. הוועדה, בהתייעצות עם שר האוצר, היא שתתווה את הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע חוץ. במסגרת האחריות הדיווחית של הבנק החוק מגדיר את סוגי הדוחות התקופתיים על רמת היתרות וניהולן שהבנק נדרש להגיש לשר האוצר, לממשלה, לוועדת הכספים של הכנסת ולציבור.

ניהול הסיכון הפיננסי של היתרות למאפייניו עומד במרכז מדיניות ההשקעה. הסיכונים הפיננסיים העיקריים הם סיכון מטבעי, סיכון מחיר, סיכון אשראי, סיכון נזילות וסיכון טיב הניהול. השליטה במרביתם מעוגנת בניהול של היתרות לעומת סמן (benchmark) ובמערכת של כללי ציות. הסמן הוא תיק היפותטי, הבנוי על פי כללים שנקבעו מראש, שהנומרי קובע את הרכבו המטבעי. מבנהו הנכסי של הסמן נקבע בהתאם לרמות הרצויות של סיכון המחיר וסיכון הנזילות בכל אחד ממטבעות התיק. מערכת כללי הציות מגבילה את היקף הפערים בין מאפייני התיק בפועל לבין מאפייני הסמן. סיכון האשראי של היתרות נשלט על ידי מערכת נפרדת של כללים ומכסות. נוסף על אלה מתייחסת מדיניות ההשקעה, כאמור, לסיכונים לא-פיננסיים, כגון הסיכון התפעולי והסיכון המשפטי.

כניסתו של חוק בנק ישראל החדש לתוקף הסירה חסמים משפטיים, שמנעו עד אז השקעה של היתרות בסוגים שונים של נכסים פיננסיים, אשר הוערכו בעבר ככדאיים כלכלית להשקעה, מבחינת הנזילות והפרופיל של תשואה-לעומת-סיכון שלהם. ב-2010 ניצל הבנק, לראשונה, את דרגות החופש הנוספות שהקנה לו החוק החדש, והשקיע חלק מהיתרות באגרות חוב של גופים במגזרים הציבוריים של מדינות מפותחות, שלא היה ניתן להשקיע בהן כל עוד החוק הקודם היה בתוקף. במקביל נעשו השנה בבנק עבודות של ניתוח ותכנון לקראת הרחבה אפשרית משמעותית יותר של מיגוון הנכסים שבהם יושקעו היתרות בשנים הקרובות, לרבות האפשרות של השקעה בשוקי המניות הגלובליים.

³ עד כניסתו לתוקף של חוק בנק ישראל התש"ע-2010, ב-1 ביוני, נוהלו היתרות על פי חוק בנק ישראל התש"ד-1954 והפרשנות המשפטית שהתווספה עליו במשך השנים, ובהתאם למדיניות ההשקעה שקבע נגיד הבנק.

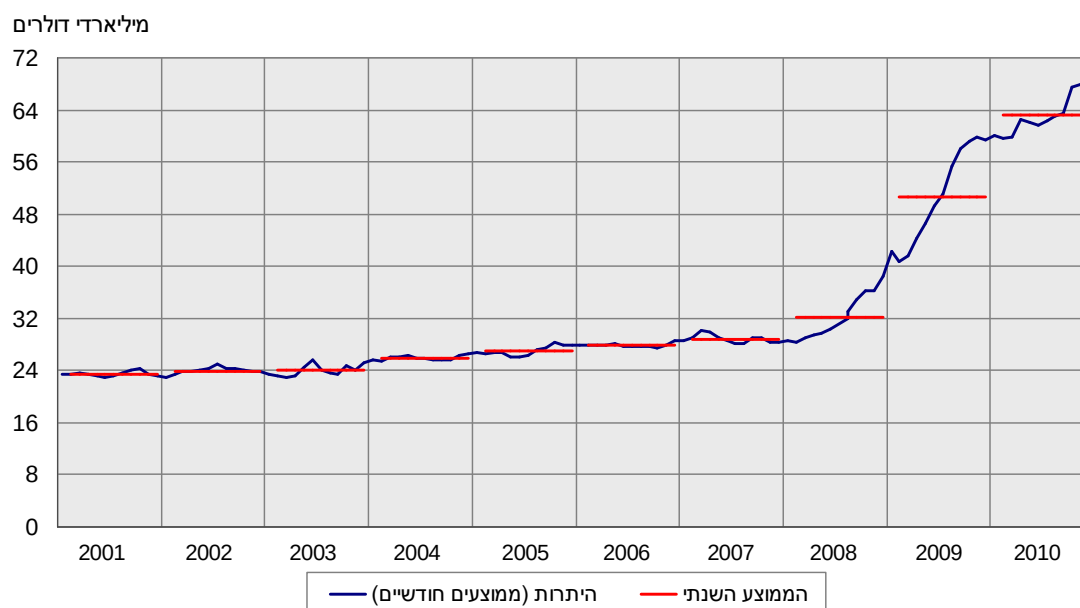
⁴ עד להקמתה של הוועדה המוניתרית כל הסמכויות שהוקנו לוועדה בחוק הן בידי נגיד הבנק.

2. שינויים ברמת היתרות ב-2010

בשנת 2010 עלו יתרות מטבע החוץ של ישראל במונחי דולרים ב-10.2 מיליארדי דולרים – מ-59.1 מיליארדי דולרים בסוף שנת 2009 ל-69.3 מיליארדים בסוף 2010 (איור 1). במונחי שקלים עלתה רמת היתרות ב-23 מיליארדי שקלים, מ-223 מיליארדי שקלים בסוף שנת 2009 ל-246 מיליארדים בסוף 2010.

איור 1 – יתרות מטבע החוץ, 2001 עד 2010

(ממוצעים חודשיים)

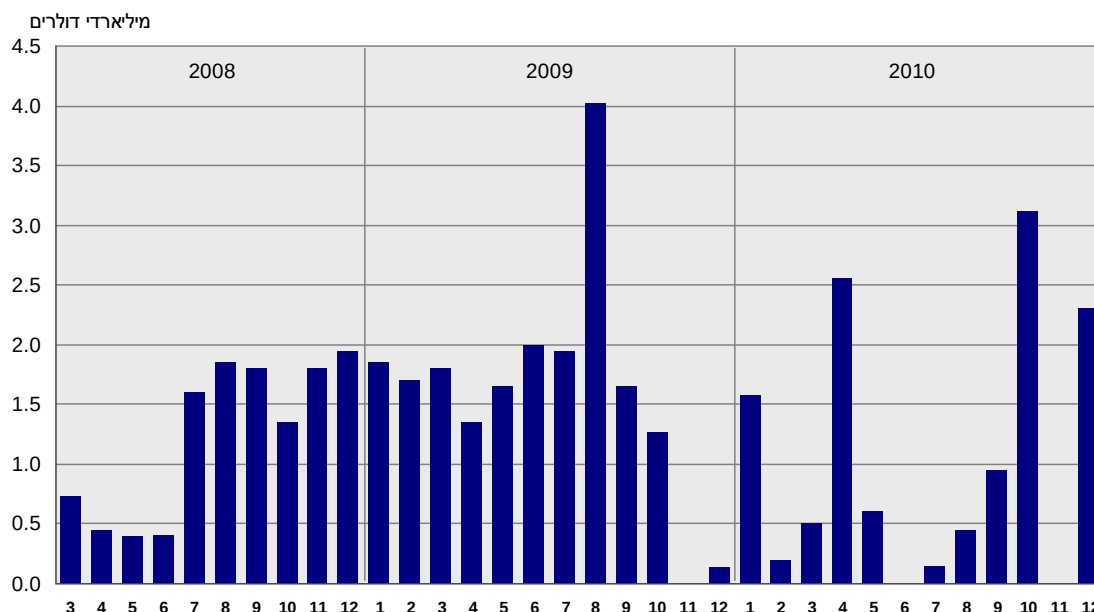


רמת היתרות משקפת רכישות דולרים במסגרת מדיניות הבנק, הנקטת מאז אוגוסט 2009, לפעול בשוק מטבע החוץ במקרה של תנודות חריגות בשער חליפין שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים של המשק, או כאשר שוק מטבע החוץ לא מתפקד כראוי. ב-2010 רכש הבנק 11.9 מיליארדי דולרים, המשך לרכישת 31.7 מיליארדים בשנים 2008–2009.⁵ רכישה זו נובעת בחלקה מן הצורך להגיע לרמה הרצויה של היתרות בטווח הארוך (איור 2).⁶

⁵ בין מארס 2008 לבין אוגוסט 2009 הופעלה תוכנית של רכישת כמויות קבועות של מטבע חוץ. התוכנית כללה תחילה רכישה יומית של 25 מיליוני דולרים בשוק מטבע החוץ, וביוני 2008 היא הורחבה לרכישה של 100 מיליוני דולרים ביום.

⁶ ראו סעיף א.3, בחינת הלימותה של רמת היתרות.

איור 2 – רכישות מטבע חוץ על ידי בנק ישראל, מארס 2008 עד דצמבר 2010



לשינויים ברמת היתרות ב-2010 תרמו גם גורמים אחרים. השינוי ביתרות המיוחס להכנסה מריבית, לרווחי הון ולהפרשי שערים הקטין את ערכן במונחי דולרים ב-0.8 מיליארד דולרים. ירידה זו נבעה בעיקר מהיחלשות האירו לעומת הדולר במהלך השנה, שקוזה חלקית על ידי הכנסות מריבית ומרווחי הון ועל ידי התחזקות של מטבעות אחרים בנומרי לעומת הדולר. משיכות של המגזר הפרטי, בסך 0.2 מיליארד דולרים, ושל הממשלה, בסך 0.7 מיליארד, פעלו אף הן להקטנת סך יתרות מטבע החוץ במהלך השנה.

3. בחינת הלימותה של רמת היתרות

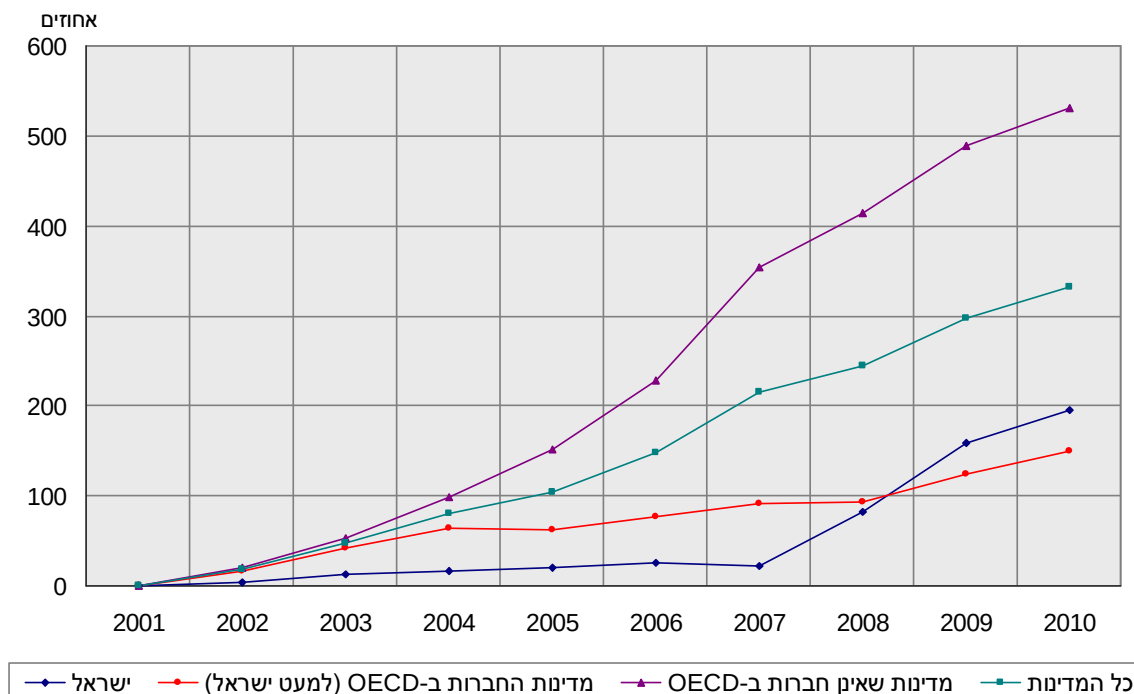
החזקתן של יתרות מטבע חוץ ברמה הולמת משרתת את המטרות שהחוק מציב לבנק ומסייעת לו במילוי תפקידיו. היתרות הן מקור נזילות במטבע חוץ, שבו הבנק יכול להשתמש בעת הצורך, ועצם החזקתן מביאה תועלות למשק – הקטנת ההסתברות של משבר בשוק מטבע החוץ הישראלי ושיפור מעמדה של ישראל בסביבה הפיננסית הבין-לאומית – תועלות התומכות אף הן בהשגת מטרות הבנק ובמילוי תפקידיו. רמתן הרצויה של היתרות והעקרונות שעל פיהם הנגיד מחליט עליה, וכן מדיניות ההשקעה של היתרות והקווים המנחים אותה, נגזרים מהשימושים האפשריים של היתרות ומהתועלות הנובעות מהחזקתן.

שימושים אפשריים שבנק ישראל יכול לעשות ביתרות הם: (1) מכירת מטבע חוץ לממשלה, כשהיא מבקשת – למשל לצורך שירות חובות המדינה במטבע חוץ או לצורך מימון יבוא בשעת חירום – במסגרת תפקידו של הבנק כבנקאי של הממשלה; (2) כל שימוש התורם לתמיכה ביציבות המערכת הפיננסית ו בפעילותה הסדירה, מטרה שנקבעה לבנק בחוק החדש; (3) שימוש ביתרות לשם ניהול המדיניות המוניטרית ולשם תמיכה בפעילות הסדירה של שוק מטבע החוץ בישראל, שהם מתפקידיו של בנק ישראל לפי החוק.

לימוד לקחי המשבר הפיננסי העולמי, שפרץ ב-2008, מדגיש את החשיבות של החזקת רמה גבוהה והולמת של יתרות מטבע חוץ ואת תרומתה לעמידות הפיננסית של משקים בשעת משבר, כאשר הנזילות בשווקים אוזלת. בשנים 2008–2010, תקופה שבה הגדילה ישראל את יתרות מטבע החוץ שלה ב-143%, הגדילו כמעט כל מדינות OECD את יתרות מטבע החוץ שלהן – רובן בשיעורים ניכרים, וחלק מהן אף בשיעורים גבוהים יותר מאשר ישראל. כך, לדוגמה, בשנים 2008–2010 הגדילו מדינות גוש האירו (לרבות ה-ECB) את סך היתרות שלהן ב-39%, שוודיה ואוסטרליה הגדילו את היתרות שלהן בכ-60% כל אחת, הונגריה ב-92%, דנמרק ב-116%, ושווייץ ב-389%. נראה כי שני שיקולים הניעו מדינות מפותחות להגדיל את יתרותיהן: (1) הצורך בהחזקת יתרות ברמה נאותה; (2) התערבות בשוק מטבע החוץ במסגרת המדיניות המקרו-כלכלית של הבנק המרכזי.

כאשר בוחנים את השינוי ביתרות מטבע החוץ של ישראל מאז 2001 נראה כי גידול היתרות לאורך התקופה התרכז רובו ככולו בשלוש השנים האחרונות. עם זאת, שיעור גידולן המצטבר של היתרות לאורך כל התקופה אינו עולה בהרבה על זה של קבוצת מדינות OECD (למעט ישראל), והוא נמוך במידה רבה משיעור הגידול של סך היתרות בכל מדינות העולם במשך התקופה האמורה (איור 3).

איור 3 – השינויים ביתרות מטבע חוץ בקבוצות מדינות שונות בעולם וב ישראל, עד 2010



המקור: קרן המטבע הבין-לאומית ועיבודי בנק ישראל

אף שרמת היתרות עלתה במתינות בשנים 2001–2007, התקופה אופיינה בדשדוש או התדרדרות של יחסי היתרות של ישראל למצרפים שונים במשק, יחסים שעל פיהם מקובל בעולם לבחון את הלימות רמת היתרות של מדינה. לעומת זאת בשנים 2008–2009, שבהן גדל היקף היתרות במידה ניכרת, גדלו יחסים אלה משמעותית. ב-2010 נמשכה מגמת הגידול של כל יחסי היתרות למצרפים, והם הגיעו לרמות שיא, בהשוואה לשנים האחרונות (לוח 1), אולם קצב הגידול בשנת 2010 היה מתון יותר מאשר ב-2009. עוד יצוין, כי בעוד שרמת היתרות הממוצעת עלתה משנת 2001 ועד 2010 ב-169%, ורמת היתרות לנפש עלתה ב-129%, גדלו היחסים של היתרות למצרפים האחרים בתקופה זו בשיעורים מתונים יותר – בין 28% ל-80%.

לוח 1 היתרות ורמתן יחסית למצרפים שונים, 1999 עד 2010

השנה	היתרה הממוצעת	היתרות לנפש היבוא	החוב החיצוני ברוטו של המשק	החוב החיצוני לטווח קצר של המשק	הנכסים השקליים הלא-צמודים (M2)	התוצר הלאומי הגולמי
	(מיליוני דולרים)	(דולרים)	(חודשים)		(אחוזים)	
2001	23,495	3,610	5.4	35	43	19
2002	23,948	3,611	5.8	34	48	21
2003	23,999	3,556	5.5	32	46	20
2004	25,908	3,771	5.2	33	47	20
2005	27,020	3,865	5.0	35	46	20
2006	27,884	3,918	4.7	32	45	19
2007	28,865	3,985	4.1	32	37	17
2008	32,189	4,343	4.0	37	33	16
2009	50,645	6,706	8.3	55	48	26
2010	63,171	8,282	9.1	63	55	30
דצמבר-2010	68,170	8,856	9.8	68	56	31

המקור: בנק ישראל, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ודיווחי המוסדות הבנקאיים.

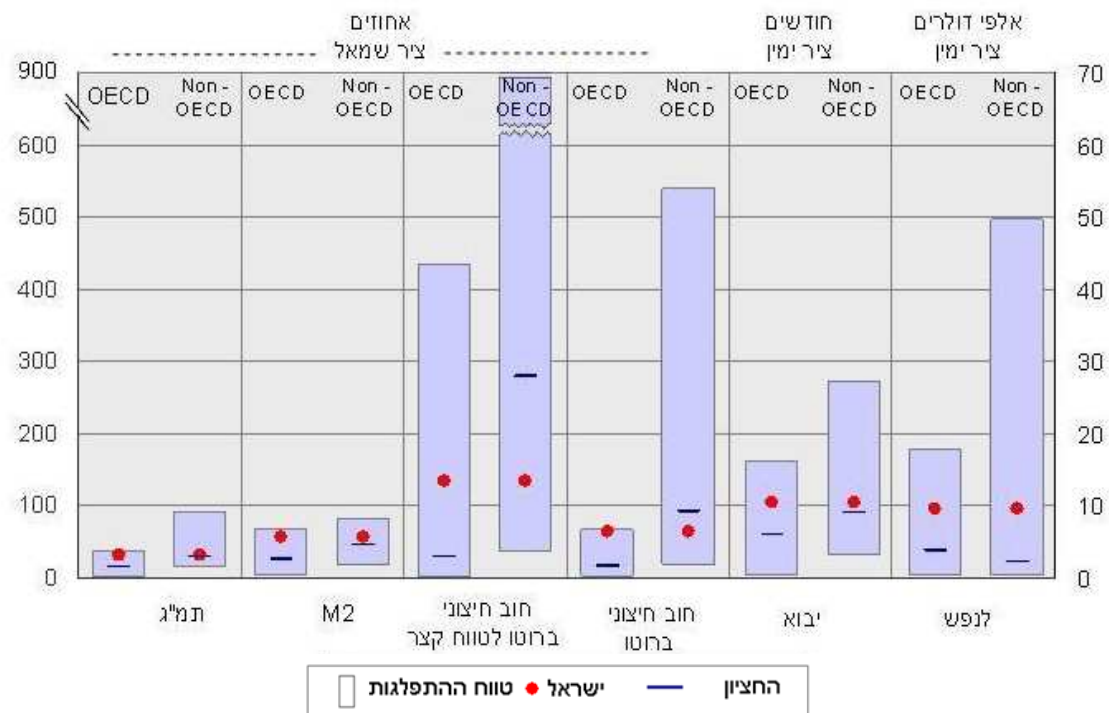
* נתוני החוב, התוצר והיבוא מעודכנים לרביע השלישי של 2010 (התוצר והיבוא ב-4 הרבעים האחרונים).
** נתוני דצמבר 2010 לפי התצפית האחרונה הקיימת של השנה.

איור 4 משווה את יחסי יתרות מטבע החוץ למצרפים המופיעים בלוח 1 לגבי ישראל לטווח היחסים האלה בשתי קבוצות של מדינות: הקבוצה הראשונה, המסומנת כ-OECD, מורכבת מכל המדינות החברות בארגון זה, למעט ישראל, ארה"ב, יפן, מדינות אזור האירו ותורכיה – בסך הכול 15 מדינות; הקבוצה השנייה, המסומנת כ-Non-OECD, מורכבת מ-14 מדינות שאינן חברות בארגון זה, ומסווגות, בדרך כלל, כשווקים-מתעוררים בעלי דירוג אשראי ברמה "השקעתית" (– BBB ומעלה).⁷ מן האיור עולה, כי יחסית למצרפים אלה רמת היתרות של ישראל נמצאת בחלק העליון של טווח המדינות בקבוצת OECD, או קרוב מאוד לגבול העליון של הטווח. ברוב המקרים היא נמצאת גם בחלק העליון של הקבוצה השנייה – המדינות שאינן חברות

⁷ המדינות בקבוצת OECD הן: אוסטרליה, איסלנד, בריטניה, דנמרק, הונגריה, מקסיקו, נורווגיה, ניו-זילנד, פולין, צ'ילה, הרפובליקה הצ'כית, קוריאה, קנדה, שוודיה ושווייץ. המדינות בקבוצה שאינה ב-OECD הן: בולגריה, ברזיל, דרום אפריקה, הודו, טייוואן, לטביה, ליטא, מלזיה, הנסיכויות הערביות המאוחדות, סין, סינגפור, רומניה, רוסיה ותאילנד.

ב-OECD – ולא רחוק מהחציון של הקבוצה. יוצא דופן בולט מכלל אחרון זה הוא יחס היתרות של ישראל לחוב החיצוני לטווח קצר של המשק. ביחס זה הנתון של ישראל, 134%, הוא נמוך יותר, ובמידה ניכרת, מהחציון של קבוצת המדינות השנייה – 280%. נציין כי יחס זה הוא בעל מעמד ייחודי כאמת מידה מקובלת לבחינת הלימות הרמה של יתרות מטבע חוץ, וזוכה לתוספת תשומת הלב של מקבלי החלטות בזירה הבין-לאומית.

איור 4 – רמת היתרות בסוף 2010 יחסית למצרפים שונים, ישראל בהשוואה למדינות אחרות



המקור: קרן המטבע הבין-לאומית, מודייס, הבנק העולמי (JEDH) ועיבודי בנק ישראל.

בקביעת הרמה הרצויה של יתרות מטבע החוץ של ישראל לטווח הארוך מושם דגש בכללים כמותיים שנתקבלו בקהילה הבין-לאומית ובהשוואות בין-לאומיות. החשוב מבין הכללים האלה הוא, כאמור, יחס היתרות לחוב החיצוני של המשק לטווח קצר. אולם בחירת הרמה הרצויה של היתרות לטווח הארוך מושפעת בהכרח גם מגורמים נוספים, מלבד יחס זה. מטרת הבנק בבחירת רמתן הרצויה של היתרות לטווח הארוך היא להגדיר לה טווח סביר, לא מספר מדויק. גישת הבנק לסוגיה זו כוללת התחשבות במספר גורמים, ביניהם: (א) הערכתו העצמאית של הבנק לגבי היקף השימושים האפשריים של היתרות, כך שבעת הצורך תעמוד לרשותו רמת נזילות מספקת; (ב) הרמה המינימלית של היתרות הדרושה כדי שהמשק יפיק תועלת מעצם החזקתן, כלומר, הכמות שגורמים בין-לאומיים בעלי השפעה מצפים שמדינת ישראל תחזיק; (ג) השוואות בין-לאומיות לפי אמות מידה מקובלות, כגון אלו המובאות לעיל; (ד) הצרכים המיוחדים של מדינת ישראל, המושפעים גם מהמצב הגיאופוליטי של המדינה; (ה) העלויות הישירות והעקיפות של החזקת היתרות, לבנק ולמשק.

ב. תוצאות השקעת היתרות בשנת 2010

תשואת ההחזקה של היתרות במונחי נומרר הסתכמה בשנת 2010 ב-1.2%, התשואה הנמוכה ביותר בעשור האחרון ופחות משליש מן התשואה הממוצעת בשנים 2001-2010, 3.8% (לוח 2 ואיור 5). תשואת ההחזקה של התיק ב-2010 במונחי שקלים הייתה שלילית, בשיעור של 7.1%, עקב התחזקות השקל מול המטבעות שבהם מושקע חלק הארי של היתרות. (להרחבה ראו: בנק ישראל – דין וחשבון כספי לשנת 2010).

תשואת ההחזקה של תיק היתרות נמדדת במונחים של סל מטבעות – הנומרר. זאת מפני השרירותיות שיש בבחירת מטבע אחד למדידת התשואה של תיק המנוהל כנגד סמן רב-מטבעי, וכן מפני התנודתיות הרבה המאפיינת את התשואה כשהיא מחושבת במונחי מטבע בודד זה או אחר. הרכב הנומרר נקבע על פי עקרונות קבועים, המשקפים את המטרות של החזקת היתרות. השיקול העיקרי בקביעת הנומרר הוא לשמר את כוח הקנייה של היתרות, כלומר על היקף השימוש שניתן לעשות בהן בעת הצורך. עקרונות קביעתו מביאים בחשבון מספר גורמים הרלוונטיים ליעד זה. מבחינת מנהלי תיק היתרות, הנומרר הוא הרכב מטבעי חסר-סיכון. ברביע הראשון של 2010, הוכנסו מספר מטבעות נוספים לנומרר, וכתוצאה מכך – לתיק היתרות. זאת על רקע שינויים שחלו בסביבה המקרו-כלכלית העולמית בשנים האחרונות, ובייחוד במדינות ששימשו אכסניה מסורתית למרבית יתרות מטבע החוץ של בנקים מרכזיים ברחבי העולם. המטבעות הנוספים הם של מדינות מתועשות ותיקות.

התשואה של תיק היתרות, במונחי מטבע או סל כלשהו, אינה מושפעת משינויים בגודל היתרות במהלך התקופה, גם אם מקורם מחוץ לתיק היתרות עצמו, כגון משיכות של הממשלה או רכישות של מטבע חוץ בשוק על ידי בנק ישראל.⁸ חישוב התשואה בדרך זו, הנהוגה מזה שנים רבות, היא בהתאם לנהגים המקובלים בענף ניהול ההשקעות בארץ ובעולם. מטרתה לאפשר השוואה בעלת-משמעות של תשואות היתרות משנה לשנה, ולעומת תשואותיהם של תיקים מנוהלים אחרים, דבר שהוא אפשרי רק כאשר התשואה אינה תלויה בשינויים בגודל התיק. זאת ועוד, המניעים לשינויים שחלים ברמת היתרות אינם שיקולים עסקיים של מירוב רווחים (profit maximization), אלא שיקולים של מדיניות מוניטרית, מדיניות פיסקלית, מדיניות מקרו-יציבותית וכיוצא באלה.

בשנת 2010 תנאי הרקע לניהול יתרות מטבע החוץ היו מאתגרים. המשבר הפיננסי העולמי נכנס לשלב חדש, שבו מוקד החששות של משקיעים בשווקים הבין-לאומיים עבר מהיציבות של מערכת הבנקאות הגלובלית וכושר הפירעון של מוסדות פיננסיים פרטיים אל כושר הפירעון של חלק מהמדינות החברות באיחוד האירופי – חלקן על רקע ערבויות שהממשלות העניקו לבנקים במדינות אלו. התפתחות זו הציבה בפני הפעילים בשווקים הפיננסיים הגלובליים, לרבות מנהלי

⁸ התשואה מחושבת כשהיא "משוקללת בזמן" (time-weighted), כלומר היא הממוצע הגיאומטרי של התשואות היומיות במשך התקופה הנדונה. זאת להבדיל מחישוב תשואה "משוקללת בכסף" (money-weighted), המבוסס על הנחה שהתשואות היומיות זהות לאורך התקופה.

היתרות של בנק ישראל, אתגרים לא רגילים. זאת, בין היתר, משום שהתוויית פתרונות הולמים לבעיות שנתגלו הייתה, לעתים, תלויה בתהליכים פוליטיים, לא רק בתהליכים פיננסיים, גרידא. בה בעת, נדרשה חטיבת השווקים של הבנק, המופקדת על כל פעילותו בשווקים הפיננסיים לרבות ניהול היתרות, להקדיש משאבים רבים גם לטיפול בהשפעתו של המשבר הנמשך על השווקים הפיננסיים בארץ. כמו כן קידמה החטיבה מספר פרויקטים מיוחדים רבי היקף. (ראו תיבה 1.)

לוח 2

ביצועי התיק בפועל לעומת הסמן, 2001 עד 2010

(אחוזים, מונחי נומרר שנתיים, בסוגריים סטיות התקן השבועיות במונחים שנתיים)

תוספת השואה					התשואה		
פוזיציות הפיזור ותרומות אחרות	בחירת הנכסים	האריכות	הניהול המטבעי	סך כל תרומת הניהול	הסמן	התיק בפועל	
-0.01	0.18	-0.01	0.00	0.22 ¹ (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
0.02	-0.24	0.00	0.02	-0.19 (0.53)	6.14 (1.46)	5.95 (1.42)	2008
0.03	1.09	-0.01	-0.02	1.10 (0.22)	0.81 (0.65)	1.91 (0.60)	2009
0.00	0.09	0.00	0.01	0.10 (0.15)	1.14 (0.35)	1.24 (0.35)	2010
0.00	0.19	-0.02	0.01	0.20	3.56	3.77	2010-2001

המקור: בנק ישראל.

(1) בנתונים לשנת 2001 לא כלולות 5.5 נקודות בסיס מתוך סך כל הניהול הנכסי והאריכות.

כדי לשלוט בחשיפה של יתרות מטבע החוץ לסיכונים פיננסיים שונים, מדיניות ההשקעה של היתרות קובעת סמן – תיק היפותטי הבנוי על פי כללים שנקבעו מראש – ומערכת של כללי ציות, שמגבילים את גודל הפערים בין המאפיינים הפיננסיים של הסמן לבין אלה של התיק בפועל.

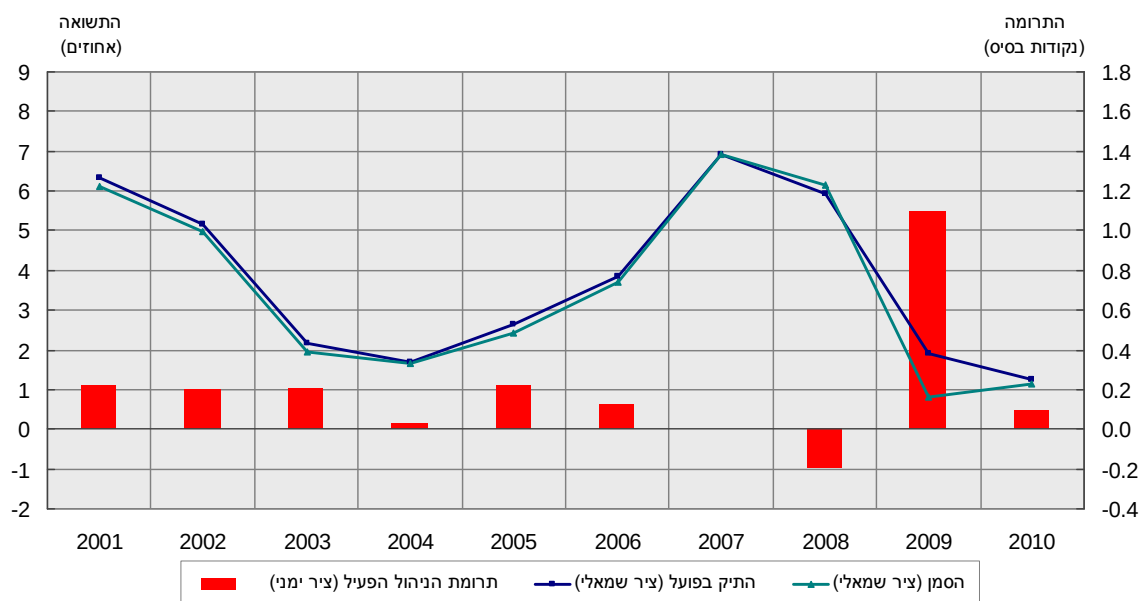
לפיכך ניתן לפרק את תשואת תיק היתרות לשני חלקים: (1) תשואת הסמן; (2) תרומת הניהול הפעיל, שהיא ההפרש בין התשואה בפועל של תיק היתרות לתשואת הסמן.

(1) **תשואת הסמן.** הגורם העיקרי בקביעת תשואת ההחזקה בתיק היתרות הוא הרכבו ומבנהו של הסמן. זאת משום שמידת חופש הפעולה שכללי הציות משאירים למנהלי התיק היא קטנה יחסית. הסמן משמש בידי מנהלי תיק היתרות כ"תיק חסר-סיכון"; הסמן הוא גם אמת מידה לשם ביקורת והערכה של איכות הניהול והביצועים של התיק.

(2) **תרומת הניהול הפעיל.** היא תוספת התשואה הנובעת מהניהול הפעיל של תיק היתרות, כלומר, מקבלת החלטות להשקיע את התיק בצורה שונה מזו של הסמן, במטרה להשיג תשואה גבוהה יותר. בניגוד לתשואת הסמן, תשואת התיק מושפעת גם מהוצאות עסקה, הפועלות לרעתם של ביצועי התיק בהשוואה לסמן. ברוב השנים האחרונות תרומת הניהול הפעיל הייתה חיובית וקטנה, להוציא את השנים 2008 ו-2009, שבהן השפעת המשבר הפיננסי גרמה לשינויים מהירים וקיצוניים במחיריהם של נכסים פיננסיים רבים (איור 5).

איור 5 – שיעור התשואה ותרומת הניהול הפעיל, 2001 עד 2010

(במונחי נומרר)

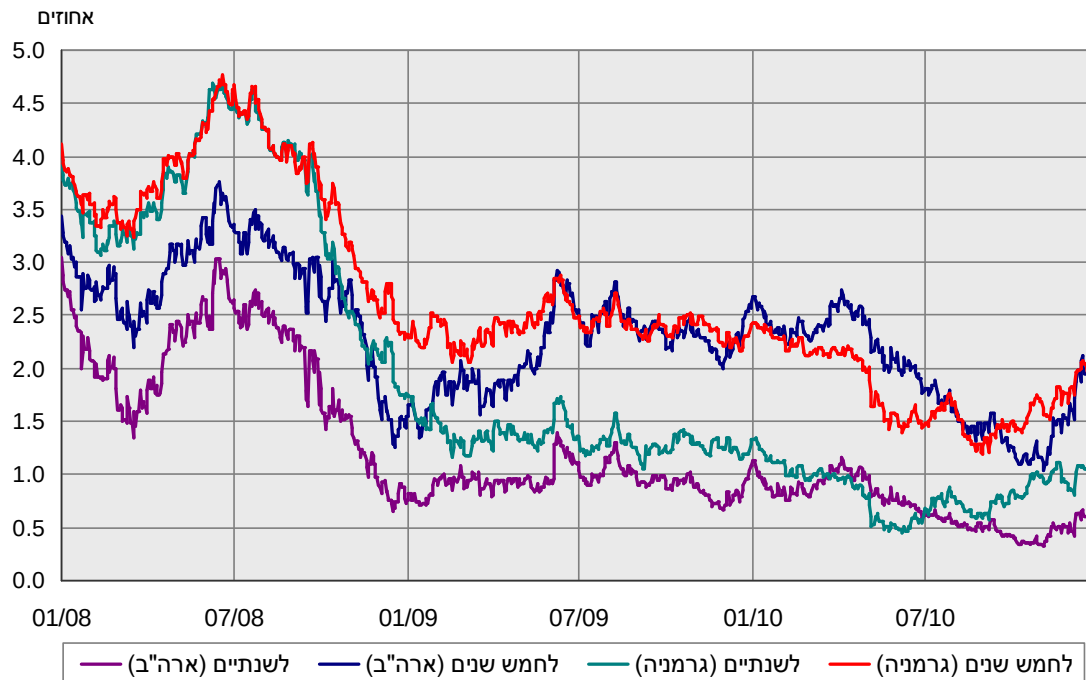


1. התשואה והסיכון של הסמן

תשואת ההחזקה של הסמן הייתה השנה 1.1%, לעומת 0.8% ב-2009 וממוצע של 3.6% בשנים 2001–2010. הרמה הנמוכה של תשואת הסמן בשנתיים האחרונות, ביחס לרוב השנים שקדמו להן, היא תוצאה של רמות השפל שאליהן הגיעו הריביות והתשואות-לפדיון בשווקים שבהם היתרות מושקעות, בגלל המשבר הפיננסי העולמי. לכל אורך שנת 2010 הותירו הבנקים המרכזיים של ארה"ב ושל אזור האירו את הריביות לטווח קצר ברמות הנמוכות-מאוד ששררו בתחילת השנה. בארה"ב השלב הראשון של מדיניות ההקלה הכמותית (quantitative easing), שה-Fed השיק בסוף 2008, הסתיים לקראת סוף הרביעי הראשון של 2010. ברביעי הרביעי פתח הבנק המרכזי של ארה"ב בסבב חדש של הקלה כמותית, וזאת, בניגוד לסבב הקודם, באמצעות רכישות של איגרות חוב ממשלתיות בלבד. צעדים אלו של הבנקים המרכזיים ננקטו על רקע המשך

האבטלה הגבוהה בארה"ב ומשבר החוב האירופי. בד בבד נותרו התשואות-לפדיון בשוקי איגרות החוב של ארה"ב, גרמניה, ועוד מדינות ברמות קרובות לאפס בקצה הקצר של עקום התשואות, והתשואות באזורים הארוכים יותר של העקום ירדו בכ-25 נקודות בסיס באיגרות חוב לפירעון בעוד שנה וב-50 עד 70 נקודות בסיס באיגרות חוב לפירעון בעוד שנתיים עד חמש שנים (איור 6).

איור 6 – התשואות-לפדיון של איגרות חוב ממשלתיות של ארה"ב ושל גרמניה, 2008 עד 2010

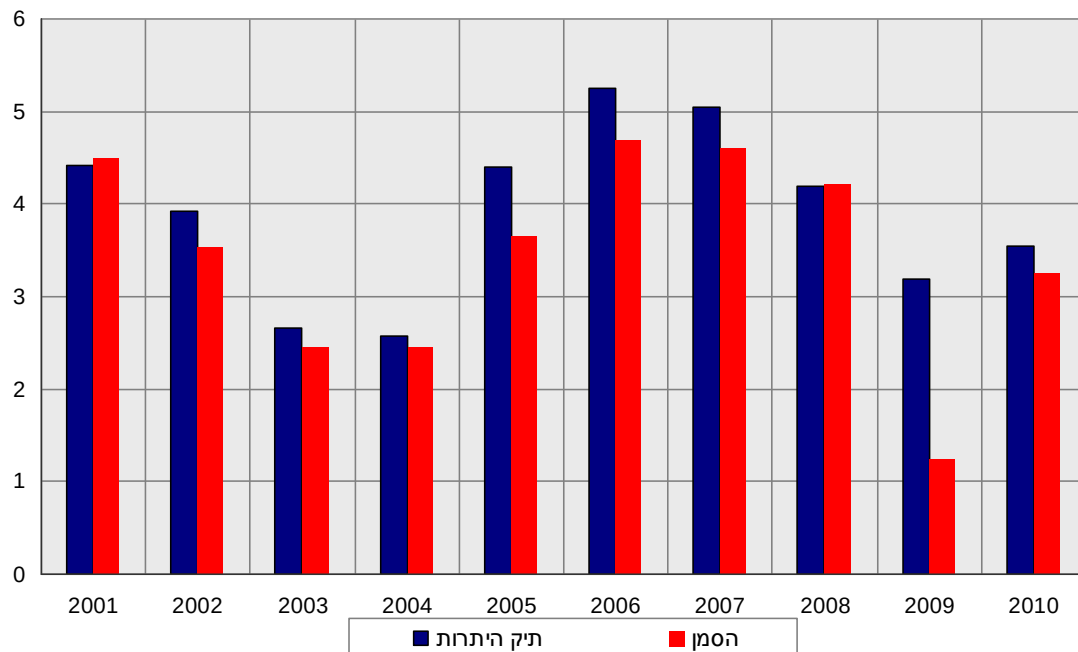


בשנת 2009 החליט בנק ישראל לקצר את האריכות של סמן הדולר מ-16 חודשים ל-9 חודשים, קיצור שנותר בעינו גם בשנת 2010. ברביע השלישי של 2010 קוצרה גם האריכות של סמן האירו – מ-14 חודשים ל-10 חודשים. החלטות אלו התקבלו בתגובה לשינויים בעקומי התשואה, כדי לשמר את הפרופיל של תשואה-לעומת-סיכון שהיה לתיק היתרות לאורך השנים האחרונות. המדיניות ארוכת הטווח של הבנק היא להימנע מסיכון משמעותי של רישום הפסד על תיק היתרות במונחי הנומרי. לפיכך, לנוכח רמות השפל שאליהן הגיעו הריביות והתשואות-לפדיון בארה"ב ובאירופה, היה צורך לצמצם את חשיפת היתרות לאפשרות שהן תספוגנה הפסדי הון שיעלו על ההכנסה מריבית, במקרה של עלייה מהירה וחדה של התשואות-לפדיון בשוקי איגרות החוב של ארה"ב ושל אזור האירו. כנגד זאת, קיצור האריכות של סמן הדולר ושל סמן האירו הקטין גם את היקף רווחי ההון שניתן היה להשיג במקרה של ירידת תשואות, וגם את ההכנסה השוטפת מריבית. ואולם, חשוב לזכור כי הפעולות האלה לא ננקטו כפוזיציה לשם השגת רווחים, אלא, כאמור, כדי להקטין את החשיפה לסיכון של רישום תשואה שלילית. בסמנים המטבעיים האחרים הוחלט להשאיר את האריכות בממוצע מעט מעל שנה.

התנודתיות (סטיית התקן) של תשואת הסמן בשנת 2010 הסתכמה ב-0.35%, הרמה הנמוכה ביותר בעשור האחרון ורק מעט מעל למחציתה של רמת התנודתיות ב-2009, שנחשבה בשעתה

לנמוכה מאוד (לוח 2). ירידת התנודתיות יחד עם ירידת התשואה של התיק הותירו את היחס בין תשואת התיק לסטיית התקן שלה קרוב לחציון של רמתה בעשור האחרון (איור 7). יחס זה מבטא את התחלופה בין התשואה לסיכון.

איור 7 – יחס התשואה לסטיית התקן בתיק היתרות ובסמן, 2001 עד 2010



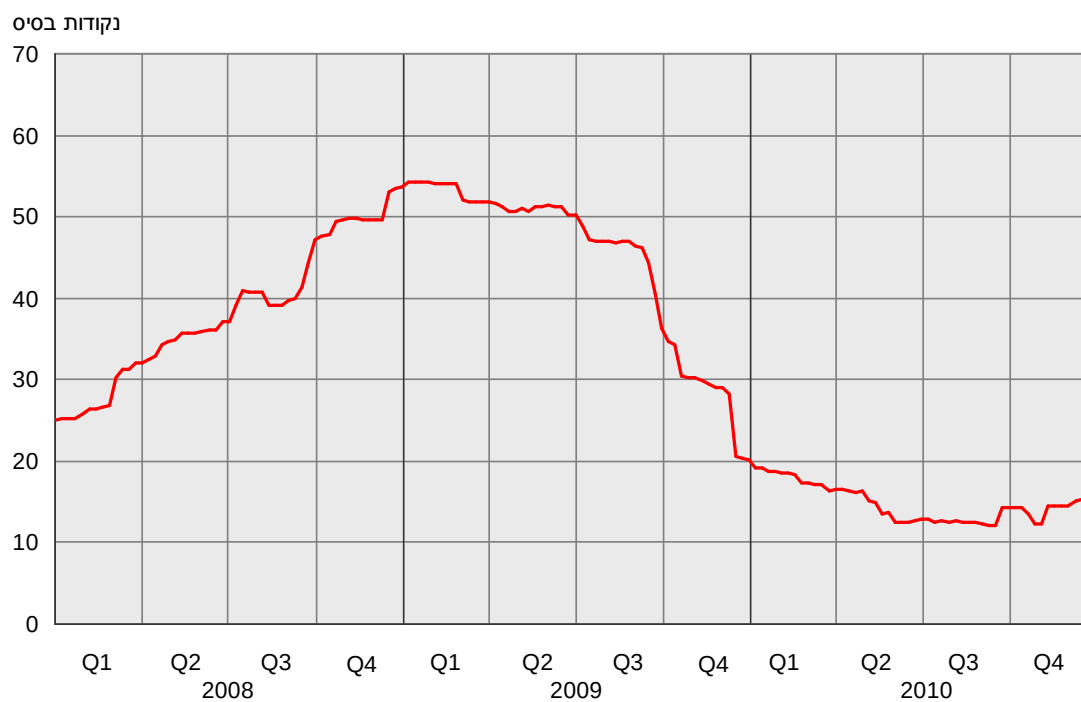
הירידה של תנודתיות הסמן מיוחסת בעיקר לקיצור האריכות של סמן הדולר ושל סמן האירו, כפי שמתואר לעיל, ובמידה מסוימת גם להוספת המטבעות החדשים להרכב הנומרי, ששיפרה את הפיזור של תיק היתרות בין שווקים פיננסיים שונים. לעומת זאת, התנודתיות של התשואות לפדיון בשוקי איגרות החוב של ארה"ב ושל אזור האירו הייתה בשנת 2010 גבוהה יותר מאשר בשנה הקודמת.

2. התרומה והסיכון של הניהול הפעיל

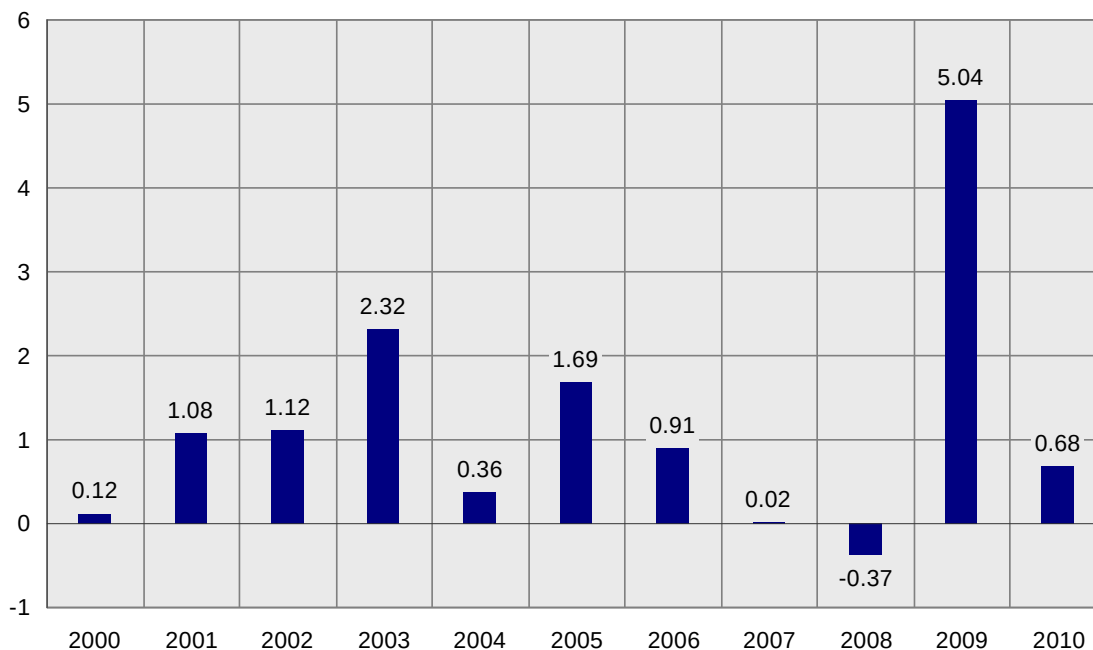
תרומת הניהול הפעיל משקפת את סך התרומות של ההחלטות להשקיע את תיק היתרות בהרכב שונה מזה של הסמן. ב-2010 הסתכמה תרומת הניהול הפעיל ב-10 נקודות בסיס, בדומה לממוצע של השנים 1999–2008, שהוא 9 נקודות בסיס. בשנת 2009 תרומת הניהול הפעיל הייתה גבוהה מאוד וחריגה ביחס לשנים הקודמות. כתוצאה מכך עמדה תרומת הניהול הפעיל הממוצעת בשנים 2001–2010 על 20 נקודות בסיס, כפולה מהתרומה שהושגה ב-2010 (לוח 2). הרמה הגבוהה של תרומת הניהול הפעיל ב-2009 מיוחסת לאופי המיוחד של התנהגות השווקים הפיננסיים באותה שנה, ואינה דומה לרמה המצויה שניתן להשיג בשנת שגרה.

במחצית הראשונה של 2010 התנודתיות של תרומת הניהול הפעיל, הידוע כ-Tracking error, התייצבה, ובממוצע על פני כל השנה היא עמדה על 15 נקודות בסיס, בדומה לרמה הממוצעת של השנים 2006–2007. זאת בניגוד לרמה הגבוהה שהיא הגיעה אליה לקראת סוף שנת 2008 ונשארה בה במחצית הראשונה של 2009, רמה ששיקפה את השלכות המשבר הפיננסי העולמי (לוח 2 ואיור 8).

איור 8 – התנודתיות של תרומת הניהול הפעיל (Tracking Error), עד 2008 עד 2010
(שנה נעה)



איור 9 – יחס תרומת הניהול הפעיל לסטיית התקן שלה (Information Ratio), 2000 עד 2010

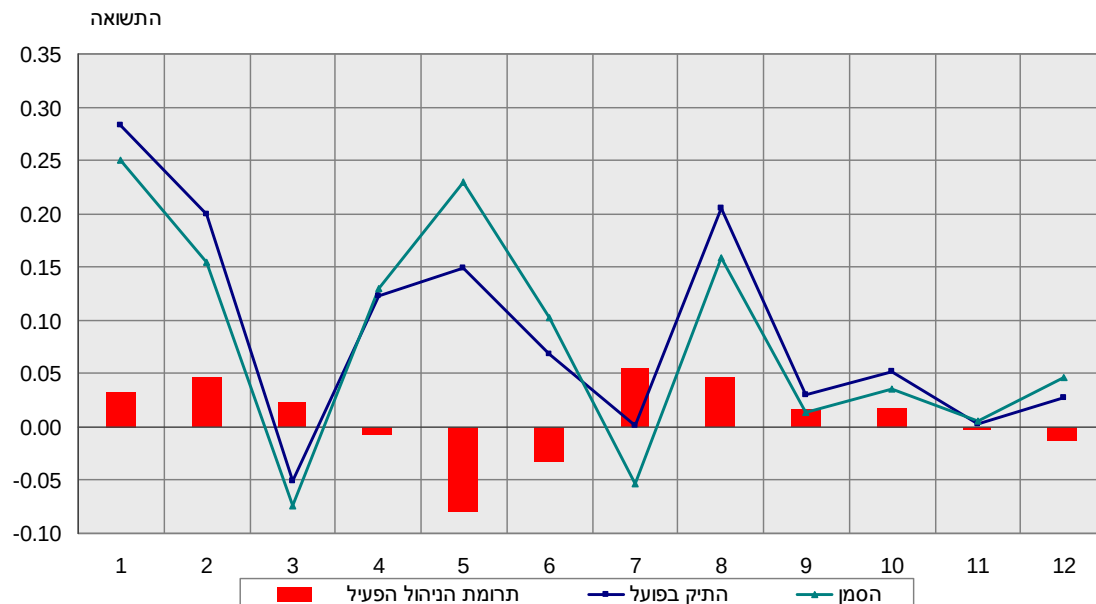


היחס של תרומת הניהול הפעיל לתנודתיות שלה, הקרוי Information ratio, הוא מדד סיכון מקובל, הבוחן את היעילות של השגת תוספת התשואה לעומת הסמן ביחס לסיכון שנלקח לשם כך (איור 9). בשנת 2010 הערך של יחס זה היה 0.68, לא רחוק מהממוצע של העשור שקדם לשנת 2009, 0.79. (שנת 2009 הייתה חריגה גם מהיבט זה, ולכן היא לא נכללת בחישוב הממוצע).

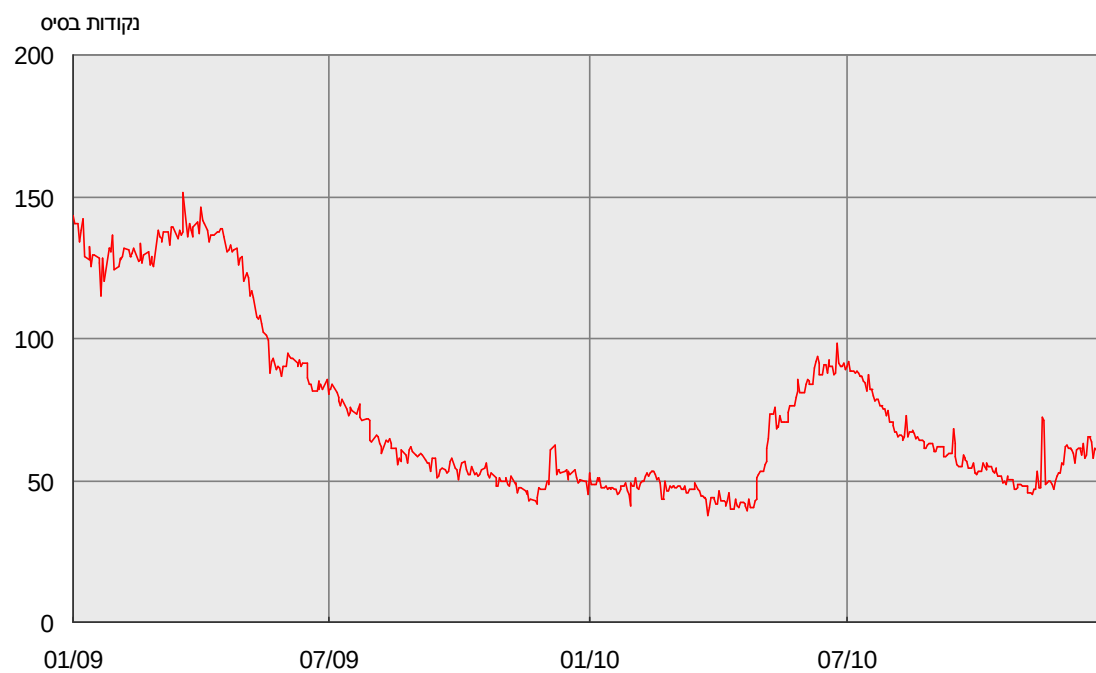
תרומת הניהול הפעיל הייתה חיובית ברביעים הראשון והשלישי של 2010, שלילית ברביע השני, וכמעט אפסית ברביע האחרון של השנה (איור 10). התרומה השלילית ברביע השני מיוחסת רובה ככולה להפסדי הון שספגו נכסים אשר מחיריהם הושפעו לרעה מהתפתחויות במשבר החוב האירופי. הפסדי הון אלה באו לידי ביטוי גם בהתרחבות מירווחי התשואה בשוק ה-Eurobonds; אלה אמנם חזרו והצטמצמו לאחר מכן, אך החלו לעלות מעט שוב לקראת סוף השנה (איור 11).

בהקשר זה יש מקום להבהיר כי איגרות החוב הממשלתיות שבתיק האירו של היתרות הונפקו על ידי מיגוון של מדינות אירופיות, בעלות דירוג אשראי גבוה. בשלבים הראשונים של המשבר הפיננסי העולמי, בטרם עבר מרכז הכובד שלו לאירופה, הוחמרו כללי הציות המונעים חשיפת יתר לסיכון אשראי. הדבר הוכיח את עצמו במהלך משבר החוב האירופי, וככל הנראה מנע הפסדי הון גדולים יותר. אולם המשבר פגע גם באיגרות החוב של מספר מדינות בעלות נתונים מקר-כלכליים חזקים ודירוגים גבוהים, ונרשמו בהן הפסדי הון.

איור 10 – שיעור התשואה ותרומת הניהול הכולל, ינואר עד דצמבר 2010
(אחוזים, במונחי נומרר חודשיים)



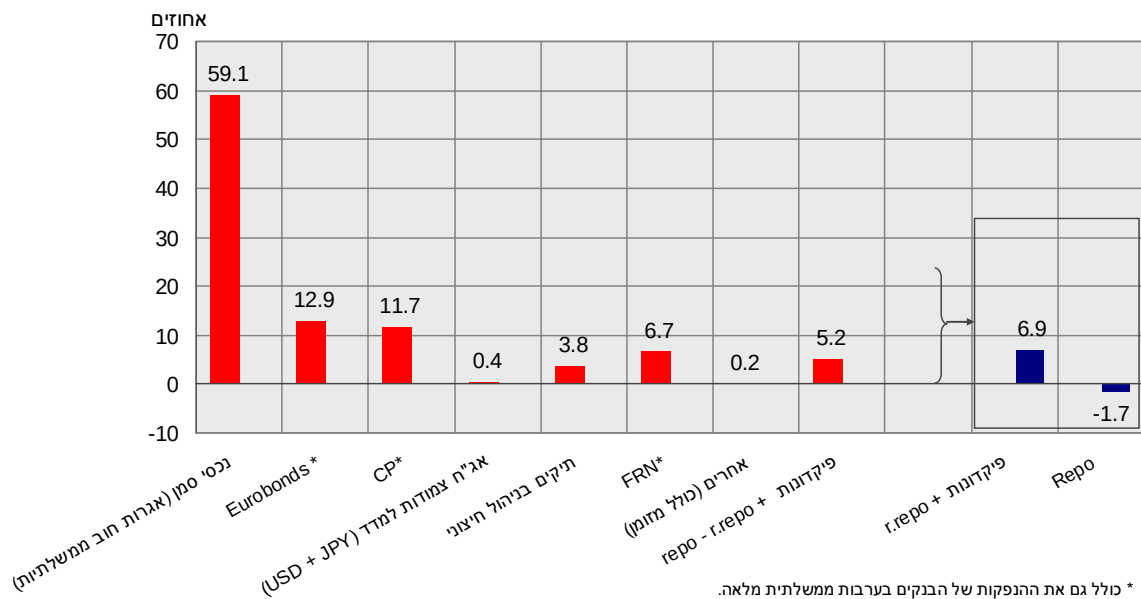
איור 11 – המירווח הממוצע על נכסי Eurobonds בתיק היתרות, 2009 עד 2010



מתוך סך תרומת הניהול הפעיל, 10 נקודות בסיס, חלקו הגדול – 9 נקודות בסיס – נבע מהחלטות על בחירת הנכסים שבתיק היתרות, נכסים השונים מאלה שבסמן (לוח 2 ולוח 3). זאת אף על פי שנתח התיק שהושקע בנכסי סמן היה השנה גדול במיוחד, 59% מסך היתרות, לעומת 48% בממוצע בחמש השנים הקודמות (איור 12).

איור 12 – ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות, 2010

(ממוצע שנתי)



בלוח 3 מוצג פירוק תרומתה של בחירת הנכסים לפי סוגיהם. התרומה הגבוהה ביותר השנה הייתה של בחירת נכסי מירווח קצרים (בעיקר בדולרים) – ביניהם ניירות ערך מסחריים (CPs), איגרות חוב המשלמות ריבית משתנה (Floating Rate Notes) ואיגרות חוב קצרות של מדינות שאינן בסמן (עסקאות סינתטיות) – שהגיעה ל-6.7 נקודות בסיס. תרומה זו נובעת בעיקרה מהכנסות ריבית גבוהות יותר שנושאים נכסים אלו, הודות למירווחים החיוביים בינם לבין לניירות ערך ממשלתיים בסמן. בחירת הנכסים הארוכים בתיק היתרות תרמה 3.3 נקודות בסיס לתשואה. עם זאת נציין כי הפסדי הון שנגרמו בשל התרחבות המירווחים במהלך השנה הקטינו את התרומה החיובית של נכסי המירווח הארוכים בתיק, ולכן זו הייתה השנה נמוכה יותר מתרומת נכסי המירווח הקצרים. הביצועים של נכסים בניהול חיצוני – בעיקר כתוצאה של השקעות במגזר ה-GNMA – תרמו לתשואה 1.6 נקודות בסיס. כנגד זאת, ההחלטה להשקיע באיגרות חוב צמודות למדד של ממשלת ארה"ב (TIPS) גרעה 2.3 נקודות בסיס מתרומת הניהול הפעיל. מירווח התשואה שבין איגרות חוב צמודות לנומינליות משקף את הציפיות לאינפלציה במדינה שבה הונפקו ניירות הערך – במקרה של TIPS בארה"ב. במשך התקופה שבה נוהלה השקעה ב-TIPS ירד הביקוש להגנה מאינפלציה בארה"ב לטווח עתידי של מספר שנים; לפיכך ירדה רמת האינפלציה הגלומה במירווח התשואה שבין איגרות החוב הצמודות לנומינליות,

וכתוצאה מכך תשואת ההחזקה של איגרות החוב הצמודות הייתה נמוכה מזו של איגרות חוב נומינליות לתקופת פירעון דומה.

לוח 3

התרומה של בחירת הנכסים לתשואה העודפת על תיק היתרות¹, 2008 עד 2010

(נקודות בסיס, מונחים שנתיים)

2010	2009	2008	
6.7	26.3	22.1	נכסים קצרים (עד שנה)
3.3	59.3	-33.6	נכסים ארוכים (מעל שנה)
-2.3	7.9	-2.7	ני"ע צמודים למדד
0.0	0.1	-6.7	GNMA בניהול פנימי
1.6	15.8	-3.3	נכסים בניהול חיצוני
9.3	109.3	-24.1	סך הכול

(1) כולל גם את התרומה של פיזור הנכסים על פני העקום לעומת הסמן.

המקור: בנק ישראל.

חוק בנק ישראל החדש מאפשר השקעה של היתרות בסוגי נכסים פיננסיים שלא היה ניתן להשקיע בהם לפי החוק הקודם. ב-2010 נקט הבנק צעד ראשון בכיוון זה, והשקיע באיגרות חוב שהונפקו על ידי גופים שהם חלק מהמגזר הציבורי במדינות מפותחות (public sector entities). על פי אמות המידה של באזל II, רמת סיכון האשראי המיוחסת לגופים שאושרו להשקעה אינה שונה מהותית מזו של גופים ציבוריים דומים שהיתרות הושקעו באיגרות החוב שלהם בשנים קודמות – אולם מסיבות משפטיות לא היה ניתן להשקיע באיגרות החוב של הגופים החדשים כל עוד חוק בנק ישראל הקודם היה בתוקף.

בדומה למצב בסוף 2009, החשיפה הבנקאית נשארה קרוב לאפס במהלך 2010. זאת בהמשך למדיניות של צמצום החשיפה לסיכון אשראי שהונהגה ערב פרוץ המשבר, לצד חוסר הכדאיות הכלכלית הכרוכה במירווחי תשואה צרים מעל תשואתם של מכשירי חוב בערבות ממשלתית (מירווחי TED). שינויים אחרים שהבנק נקט ערב פרוץ המשבר העולמי ובמהלכו לשם הקטנה של חשיפת תיק היתרות לסיכונים הפיננסיים הגוברים, נותרו גם הם בעינם.

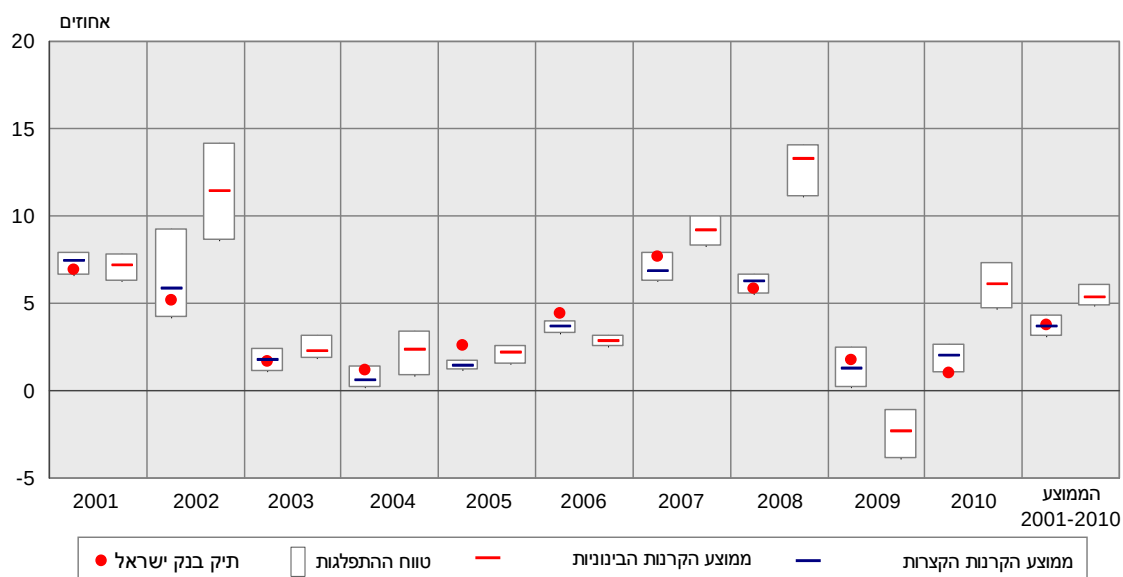
3. השוואת התשואה בתיק הדולר לביצועי תיקים של מנהלים אחרים

בכל שנה, חטיבת השווקים בודקת את ביצועי תיק הדולר של היתרות לעומת ביצועיהן של כמה קרנות שפעלו בשוק האמריקאי בעשור האחרון. השנה קבוצה זו כוללת 11 קרנות, שהשקיעו בעיקר באיגרות חוב של ממשלת ארה"ב בשנים 2001 עד 2010. חלק מהן מסווגות כ"משקיעות באיגרות חוב ממשלתיות קצרות", והחלק האחר – כ"משקיעות כלליות באיגרות חוב ממשלתיות", שלמעשה משקיעות לטווחים בינוניים. ההשקעות של הקרנות באיגרות חוב

ממשלתיות צמודות (TIPS) ובנכסים בעלי דירוג נמוך (מתחת ל-AA)⁹ הן חלק קטן מהתיק שלהן, לכל היותר. תכונות אלו מאפשרות השוואה מסוימת בין ביצועי תיק הדולר של יתרות מטבע החוץ לביצועי הקרנות, אף שיש הבדלים ביניהם.¹⁰ השוואת הביצועים של תיקים שונים היא בעייתית, מפני הבדלים ביניהם בפרופיל המועדף של תשואה-לעומת-סיכון ובמדיניות ההשקעה (לרבות בסמניהם ובכללי הציות החלים עליהם). השלכותיו של המשבר הפיננסי הנמשך הבליטו במיוחד השנה את קיומם של הבדלים מסוג זה בין תיק הדולר של היתרות לקרנות הפרטיות. אף על פי כן ניתן לקבל קנה מידה מסוים מהשוואת ביצועיהם של תיקים דומים באופיים.

בחינת התפלגותן של התשואות (איור 13) מעלה כי לאורך השנים ביצועי תיק הדולר היו בתוך תחום ההתפלגות של תשואות הקרנות ה"קצרות" או מעליה – אולם בשנת 2010 הייתה תשואת ההחזקה של תיק הדולר בקצה התחתון של התפלגות התשואות של הקרנות הקצרות, ונמוכה מממוצע התשואות שלהן ב-1.00%. ההסבר לכך נעוץ, ככל הנראה, בהמשך קביעת האריכות של הסמן לתיק הדולר ברמה נמוכה יחסית (ראו סעיף ב.1 לעיל) ובהשתטחות עקום התשואה של איגרות החוב של ממשלת ארה"ב במהלך השנה. כיוון ששנת 2010 אופיינה בירידת התשואות-לפדיון לטווחים בינוניים וארוכים, היה צפוי שהקרנות הבינוניות יניבו תשואות גבוהות יותר מהקצרות, כפי שאכן קרה.

איור 13 – התפלגות התשואות השנתיות של מנהלי קרנות בשוק האמריקאי, 2001 עד 2010



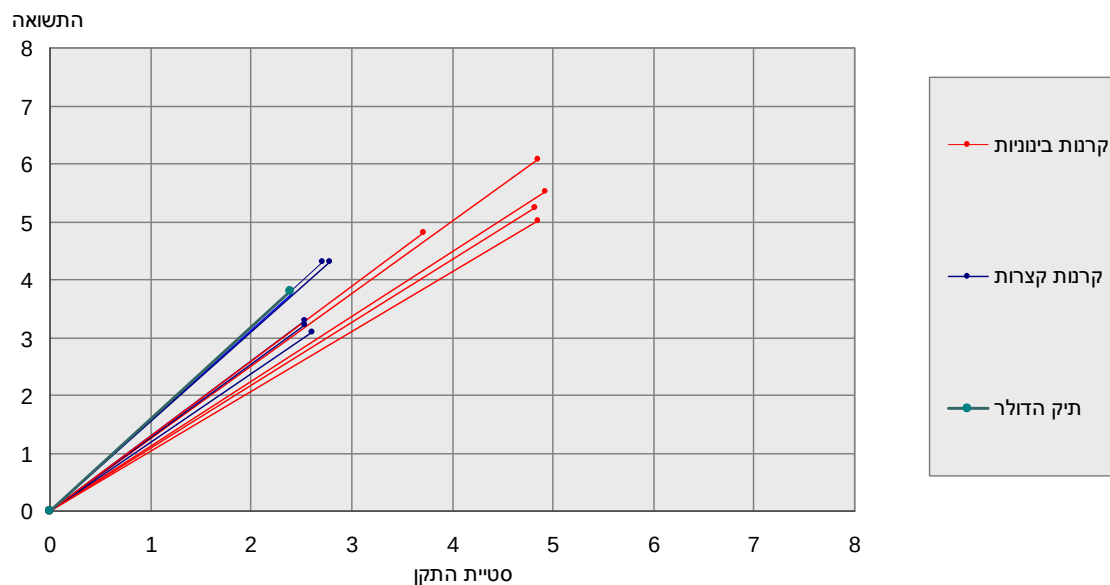
מבדיקה של נתוני הקרנות נראה כי תיק הדולר של בנק ישראל דומה יותר באריכותו לקרנות הקצרות מאשר לקרנות הבינוניות, ולכן גם ביצועיו דומים יותר לביצועי הקרנות הקצרות. מעיון בנתונים עולה כי הקרנות הבינוניות הניבו בממוצע על פני העשור תשואה גבוהה מזו של הקרנות הקצרות, אך תשואתן השנתית הייתה תנודתית יותר, ולעיתים אף שלילית, כפי שקרה ב-2009.

⁹ ייתכן שבתוך אלה כלול גם רכיב של איגרות חוב קונצרניות – אפיק שבנק ישראל לא השקיע בו כלל ב-2010.
¹⁰ בין היתר, יש לזכור כי ביצועי הקרנות הם בניכוי עמלה, המבטאת את עלות ההוצאות התפעוליות השוטפות, ואילו ביצועי תיק הדולר של יתרות בנק ישראל מדווחים ללא ניכוי הוצאות מסוג זה.

הדבר מחדד את הבחירה של בנק ישראל להשקיע את יתרות מטבע החוץ בנכסים בעלי אריכות קצרה יחסית, במטרה להקטין את התנודתיות של תשואות ההחזקה השנתיות ואת הסיכון לקבלת תשואה שלילית בתיק היתרות, גם במחיר של ויתור על תשואה ממוצעת אפשרית גבוהה יותר לתקופה של כמה שנים.

מבדיקת התשואה הממוצעת שהניבה כל קרן לעומת התנודתיות שלה בעשור האחרון (איור 14) עולה כי בתיק הדולר יחס התשואה לסיכון, המתבטא באיור בשיפועי קווי התצפיות, גבוה יותר מאשר בכל הקרנות האחרות, פרט לאחת, ששווה לו בקירוב. לכן תיק הדולר של בנק ישראל עדיף כמעט על כולן מבחינה זו. יחס התשואה לסיכון בקרנות הקצרות גבוה יותר, בדרך כלל, מאשר בקרנות הבינוניות; משמע שתוספת התשואה בקרנות הבינוניות מושגת תמורת תוספת סיכון גדולה יותר.

איור 14 – תיק הדולר לעומת קרנות בשוק האמריקאי – התשואה והסיכון, 2001 עד 2010
(אחוזים, במונחים שנתיים)



תיבה 1 – פרויקטים מיוחדים

במהלך שנת 2010 קידמה חטיבת השווקים של בנק ישראל מספר פרויקטים:

הטמעה ויישום של מערכת משולבת לניהול כספים ונכסים (מערכת מלכ"ן – ITMS)
ב-2010 הקדיש בנק ישראל משאבים רבים להטמעה של מערכת משולבת לניהול כספים ונכסים (מערכת מלכ"ן – Integrated Treasury Management System (ITMS)). המערכת החדשה היא תוצרת של חברת Wall Street Systems, חברה בעלת שם עולמי בתחום זה, והיא כבר פועלת בלמעלה מ-23 בנקים מרכזיים אחרים ברחבי העולם.

מערכת המלכ"ן החדשה תשמש לניהול יתרות מטבע החוץ של הבנק, וכן לפעילותו בשווקים הפיננסיים המקומיים, בין היתר לצורך יישום המדיניות המוניטרית. היא מחליפה מספר מערכות ששימשו עד כה לצרכים אלו; איחוד פעילות החטיבה במערכת משולבת ומודרנית אחת תייעל את תהליכי העבודה ותפחית את החשיפה לסיכונים תפעוליים בכל מרכזי הפעילות של חטיבת השווקים – המשרד הקדמי, המשרד האמצעי, המשרד האחורי ומערכת הבקרה.

מערכת המלכ"ן החדשה תעמיד לרשות כל אחד מהעובדים העוסקים בפעילותו של הבנק בשווקים הפיננסיים את הנתונים הרלוונטיים לעבודתו, אודות הנכסים וההתחייבויות הפיננסיים של הבנק, מעודכנים בזמן אמת. היא תאפשר קליטה ושינוע של עסקאות (straight-through processing) ותתמוך בניהול שוטף של סיכונים פיננסיים, בבנייה ובהתאמה של סמנים, בתהליך שיערוך הנכסים שבתיק היתרות וברישומם החשבונאי לפי ערכי השוק העדכניים – הכול ברמה גבוהה של אמינות ובהתאמה לנהגים המיטביים של המגזר הפיננסי ולסטנדרטים החשבונאיים הבין-לאומיים. המערכת החדשה גם תאפשר לבנק ישראל לפעול בכלים פיננסיים חדשים ובשווקים פיננסיים נוספים, תחומים שהמערכות הקיימות של הבנק אינן תומכות בפעילות בהם.

הקמה של נציגות בנק ישראל בניו יורק

בחודש אוקטובר 2010 נחנכה נציגות בנק ישראל בניו יורק, ארה"ב, ובכך הצטרף הבנק לשורה ארוכה של בנקים מרכזיים אחרים שמחזיקים משרדים במרכז פיננסי חשוב זה. הנציגות, שהוקמה ומופעלת על ידי חטיבת השווקים, נועדה לחזק את הקשר בין בנק ישראל לבין הגופים הפיננסיים הבין-לאומיים הממוקמים שם, לרבות מנהלי החיצוניים של חלק מתיק יתרות מטבע החוץ. יעד נוסף של הנציגות יהיה לשפר את יכולת האיסוף והניתוח של מידע פיננסי הנחוץ לצורך ביצוע המדיניות המוניטרית של הבנק. הנציגות מאוישת על ידי שני עובדי בנק ישראל שנשלחו לניו יורק לצורך זה ומנהלת אדמיניסטרטיבית שגויסה בארה"ב.

הערכות ליישום חוק בנק ישראל החדש

ב-2010 הקדישה חטיבת השווקים משאבים ניכרים להיערכות לכניסתו לתוקף של חוק בנק ישראל החדש, ובכלל זה הכנות לקראת עבודה עם הוועדה המוניטרית החדשה של הבנק. ועדה זו תמלא תפקיד מרכזי בנושא העקרונות שעל פיהם מחליט הנגיד על רמת היתרות הרצויה לטווח הארוך ובהתוויית הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של היתרות. החטיבה עסקה ותעסוק גם בזיהוי ובחינה של הדרכים הראויות לניצולן של דרגות החופש הנוספות שהחוק החדש מקנה בבחירת הנכסים להשקעת היתרות. החטיבה גם נערכת להפקת הדוחות התקופתיים בתחום רמת היתרות וניהולן, שהבנק נדרש להגיש לשר האוצר, לממשלה, לוועדת הכספים של הכנסת ולציבור על פי החוק החדש.

השלמה של העברת הפעילות השקלית לחטיבת השווקים

במסגרת השינוי הארגוני של בנק ישראל, הושלמה העברתה של הפעילות השקלית של בנק ישראל לאחריות חטיבת השווקים. הפעילות שעברה אל החטיבה ב-2010 נוהלה בעבר על ידי מחלקת

מינהל מילואות המדינה, אשר נסגרה. היא כוללת את ניהול התיק הסחיר של הבנק וכן את הניהול, עבור משרד האוצר, של איגרות החוב המיועדות, שהונפקו עבור חברות הביטוח. כל זאת נוסף על אחריות החטיבה ליישום המדיניות המונית של הבנק באמצעות הכלים המוניטריים השונים, שעברה אליה בשנים קודמות.