



בנק ישראל

חטיבת השווקים

השקעת יתרות מטבע החוץ

דין וחשבון 2009

תוכן העניינים

הלוחות..... 3

עיקרי הדברים 4

א. יתרות מטבע החוץ של בנק ישראל 5

1. מסגרת הניהול 5

2. רמת היתרות 5

ב. תוצאות השקעת היתרות בשנת 2009 10

1. התשואה והסיכון בסמן 11

2. התרומה והסיכון של הניהול הפעיל 13

3. השוואת התשואה בתיק הדולר לביצועי תיקים של מנהלים אחרים 18

תיבה - המשבר הגלובלי – ניהול סיכוני האשראי והסיכון

התפעולי בחטיבת השווקים..... 21

הלוחות

- לוח 1 - היתרות ורמתן יחסית למצרפים שונים, 2000 עד 2009 8
- לוח 2 - ביצועי התיק בפועל לעומת הסמן, 2000 עד 2009 10
- לוח 3 – התרומה של בחירת הנכסים לתשואה העודפת על תיק היתרות, 2007 עד 2009 16

האיורים

- איור 1 – יתרות מטבע החוץ, 2000 עד 2009 6
- איור 2 – השינויים ביתרות מטבע חוץ בקבוצות מדינות שונות בעולם ובישראל, 2001 עד 2009 7
- איור 3 – רמת היתרות בסוף 2009 יחסית למצרפים שונים, ישראל בהשוואה למדינות אחרות 9
- איור 4 – שיעור התשואה ותרומת הניהול הכולל, 2000 עד 2009 11
- איור 5 – התשואות-לפדיון של שטרי אוצר של ארצות הברית ושל איגרות חוב ממשלתיות באירופה, 2007 עד 2009 (אחוזים) 12
- איור 6 – תנודתיות התרומה של הניהול הפעיל, Tracking Error, 2007 עד 2009 14
- איור 7 – יחס התשואה העודפת לסטיית התקן שלה (Tracking Error), 1999 עד 2009 14
- איור 8 – שיעור התשואה ותרומת הניהול הכולל, ינואר עד דצמבר 2009 15
- איור 9 – ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות, 2009 16
- איור 10 – מירווח ה-TED לשלושה חודשים והמירווח הממוצע על נכסי Eurobonds בתיק היתרות, 2007 עד 2009 17
- איור 11 – התפלגות התשואות השנתיות של מנהלי קרנות בשוק האמריקאי, 2000 עד 2009 19
- איור 12 – תיק הדולר לעומת קרנות בשוק האמריקאי – התשואה והסיכון, 2000 עד 2009 20
- איור 13 – התפלגות החשיפה לבנקים ולממשלות, 2000 עד 2009 22

עיקרי הדברים¹

- יתרות מטבע החוץ של ישראל עלו השנה בכ-17 מיליארדי דולרים, והסתכמו בסוף 2009 ב-59.1 מיליארדי דולרים. העלייה ביתרות השנה, בדומה לעלייתן בשנה הקודמת, היא בעיקרה תוצאה של רכישות מטבע חוץ על ידי בנק ישראל במסגרת תוכנית להגדלת יתרות מטבע חוץ, שהופעלה בסוף הרביע הראשון של שנת 2008, וכן של המדיניות החדשה שנקט הבנק בשוק מטבע החוץ לאחר מכן, החל מאוגוסט 2009.
- המשבר האחרון הדגיש את החשיבות של החזקת רמה גבוהה והולמת של יתרות מטבע חוץ, כמקור נזילות הכרחי לעתות משבר. בדומה לישראל, הגדילו מדינות רבות השנה את רזרבות מטבע החוץ שלהן. העלייה של רמת היתרות במהלך השנתיים האחרונות בישראל מחזקת את המשק ואת עמידותו הפיננסית, ומשפרת את מעמדה של ישראל בסביבה הפיננסית הבין-לאומית.
- שינוי זה ניכר גם בעלייה המשמעותית שהייתה השנה ביחסן של יתרות מטבע החוץ למצרפים פיננסיים שונים של המשק הישראלי. כך, בין השאר, רמתן הממוצעת של היתרות בשנת 2009 מכסה את כל החוב החיצוני לטווח קצר של המשק, 126% - לעומת רמות כיסוי סביב 80% בשנים הקודמות - והיקפן עולה על רבע מהתוצר השנתי.
- כחלק ממדיניותו של בנק ישראל בניהול היתרות הן מושקעות בנכסים שמרניים, אך עוד לפני פרוץ המשבר העולמי בספטמבר 2008, וגם במהלך שנת 2009, נקט הבנק צעדים נוספים להקטנת החשיפה של תיק היתרות לסיכונים הפיננסיים הגוברים: החשיפה הבנקאית צומצמה לכמעט אפס, הוקשחו כללי ההשקעה, הוטלו מגבלות נוספות על החשיפה המותרת למדינות השונות ועל הנכסים המותרים להשקעה, ונוספו דרישות להבטחת רמת נזילות נאותה במטבעות שונים.
- תשואת ההחזקה של היתרות במונחי נומרר הייתה בשנת 2009 1.9%, לעומת 4.3% בממוצע בשנים 2009-2000. תשואה זו הושפעה במידה רבה מרמת השפל של הריביות והתשואות-לפדיון בשוקי איגרות החוב של ממשלת ארה"ב ושל ממשלות אחרות ברחבי העולם - רמה ששררה לאורך שנת 2009 בעקבות המשבר העולמי, שפרץ בסוף השנה הקודמת. תשואת ההחזקה של היתרות במונחי שקלים הייתה גבוהה יותר – 3.6%.
- תרומת הניהול הפעיל השנה הייתה גבוהה וחריגה מאוד, והסתכמה ב-110 נקודות בסיס, לעומת תרומה חיובית ממוצעת של 19 נקודות בסיס בעשור האחרון. הגורם העיקרי לתשואה העודפת הגבוהה השנה היה נכסי המירווח בתיק, שנהנו מהצטמצמות משמעותית של מירווחי התשואות-לפדיון ביניהם לבין איגרות החוב הממשלתיות. רכיב בולט בנכסי המירווח השנה הוא איגרות חוב וניירות ערך מסחריים של בנקים בערבות ממשלתית, שהונפקו החל מסוף 2008, כחלק מצעדי ההתערבות הקיצוניים שנקטו ממשלות ובנקים מרכזיים בעולם בניסיונותיהם לתמוך במערכת הפיננסית ולייצב את השווקים.

¹ חטיבת השווקים מדווחת לציבור על השקעות היתרות משנת 2000. הדוחות לשנים הקודמות, שחלקם פורסמו כפרקים בדוחות בנק ישראל, מפורסמים באתר בנק ישראל www.bankisrael.org.il. בדוחות הקודמים מובאים הסברים והגדרות למונחים שנעשה בהם שימוש בדוח זה, ונדונו בהם היבטים שונים של ניהול יתרות מטבע החוץ, שאינם נדונים בדוח זה.

א. יתרות מטבע החוץ של בנק ישראל

1. מסגרת הניהול

יתרות מטבע החוץ של ישראל מנוהלות בכפיפות לחוק בנק ישראל התשי"ד-1954 ולפרשנות המשפטית שהתווספה עליו. אלו מגדירים את דרכי הפעולה 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 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 מתייחסת גם לסיכונים אחרים, כגון הסיכון התפעולי והסיכון המשפטי.

2. רמת היתרות

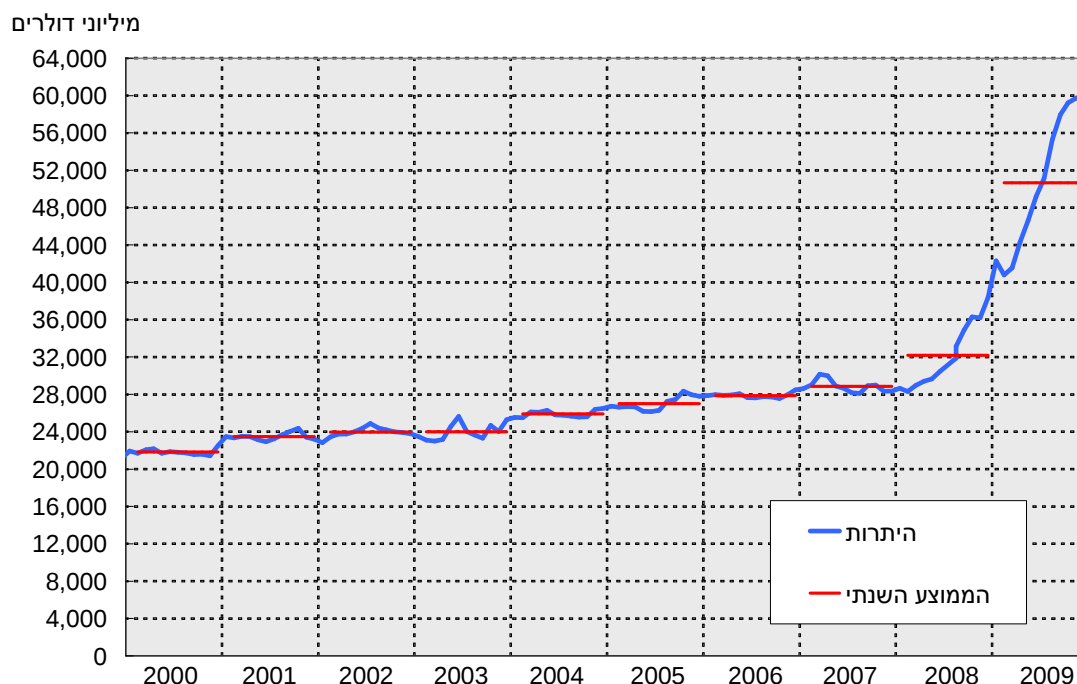
יתרות מטבע החוץ של ישראל עלו השנה במונחי דולרים ב-16.8 מיליארדי דולרים - מ-42.3 מיליארדי דולרים בסוף שנת 2008 ל-59.1² מיליארדים בסוף 2009. העלייה הגדולה ביתרות, בדומה לשנה הקודמת, הייתה תוצאה של רכישות מטבע החוץ על ידי בנק ישראל, כחלק של תוכנית הרכישות שהבנק פתח בה במארכ 2008, ושל פעילות הבנק בשוק מטבע החוץ לאחר מכן, החל מאוגוסט 2009. השנה רכש הבנק בשוק השקל-מט"ח 19.6 מיליארדי דולרים, בהמשך לרכישת 12.1 מיליארדים בשנת 2008. לשינויים ברמת היתרות השנה תרמו גם גורמים נוספים: מחד גיסא, ההכנסה השוטפת מניהול היתרות (ריבית, רווחי הון, והפרשי שער מול הדולר) תרמו גידול של 2 מיליארדי דולרים. מאידך, המשיכות של המגזר הפרטי (הבנקים המקומיים) בסך 4.6 מיליארדי דולרים³ ושל הממשלה בסך של 0.2 מיליארד פעלו להקטנת יתרות מטבע החוץ, וקיצו מעט את העלייה בהיקפן.

יתרות מטבע החוץ משמשות מקור נזילות לעת הצורך, ועצם החזקתן מביאה תועלת למשק – בהקטנת ההסתברות של משבר בשוק מטבע החוץ הישראלי ובשיפור מעמדה של ישראל בסביבה הפיננסית הבין-לאומית. הגדרת תפקידיהן של יתרות מטבע החוץ נגזרת הן מן התועלות שיכולות לנבוע מהן והן מהשימושים האפשריים בהן לצורכי המשק. שימושים אלו הם: שירות חובותיה של המדינה; מימון יבוא בשעת חירום; שימוש ביתרות לניהול המדיניות של בנק ישראל בתחום יציבות מערכת הבנקאות ושוק מטבע החוץ; ושימוש בהן ככלי ליישום המדיניות המוניטרית. דרך ניהולן של יתרות מטבע החוץ, ההרכב המטבעי שלהן (הנומור) ורמתן הרצויה נקבעים בהתאם לכללי מדיניות שנגזרים מתפקידיהן של היתרות.

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

³ אלו משיכות של פיקדונות במטבע חוץ של הבנקים המקומיים בבנק ישראל, שהופקדו בסוף 2008 על רקע התעצמות המשבר, ונמשכו בתחילת 2009.

איור 1 – יתרות מטבע החוץ, 2000 עד 2009
(ממוצעים חודשיים)



בתחילת שנת 2008, לאחר בחינה מעמיקה של רמת היתרות הרצויה, החליט בנק ישראל כי לנוכח צורכי המשק, על רקע הצמיחה המהירה של התוצר בשנים האחרונות והשתלבותו ההולכת וגדלה בכלכלה העולמית ובמערכת הפיננסית הגלובלית, כי יש להגדיל את יתרות מטבע החוץ של ישראל⁴. לכן החל בנק ישראל בסוף מארס 2008 להפעיל תוכנית להגדלת היתרות באמצעות רכישה קבועה של מטבע חוץ במהלך המסחר. היקף היתרות הרצוי שנקבע היה בין 40 ל-44 מיליארדי דולרים. משהושגה מטרה זו, במהלך 2009, המשיך בנק ישראל את תוכנית הרכישות במטרה לסייע בהמשך ההתמודדות של המשק הישראלי עם השלכות המשבר העולמי ועם אי-הוודאות הכלכלית ששררה עדיין בעולם. באוגוסט 2009 הודיע בנק ישראל על הפסקת תוכנית הרכישות⁵, וכי מאותה עת יפעל בשוק מטבע החוץ רק במקרים של תנודות חריגות בשער החליפין של השקל שלא יתאמו את התנאים הבסיסיים של המשק, ובמקרים בהם שוק מטבע החוץ לא יתפקד כראוי.

כאשר בוחנים את השינוי ביתרות מטבע החוץ של ישראל בעשור האחרון נראה כי אמנם גידול היתרות היה כמעט כולו בשנתיים האחרונות – 113%, אך שיעור גידולן המצטבר לאורך העשור דומה לזה של מדינות OECD, ואף נמוך משיעור הגידול של סך היתרות בכל מדינות העולם בעשור זה (איור 2). בשנתיים האחרונות גדל היקפן של יתרות מטבע החוץ בשיעורים גבוהים גם ברוב מדינות OECD.

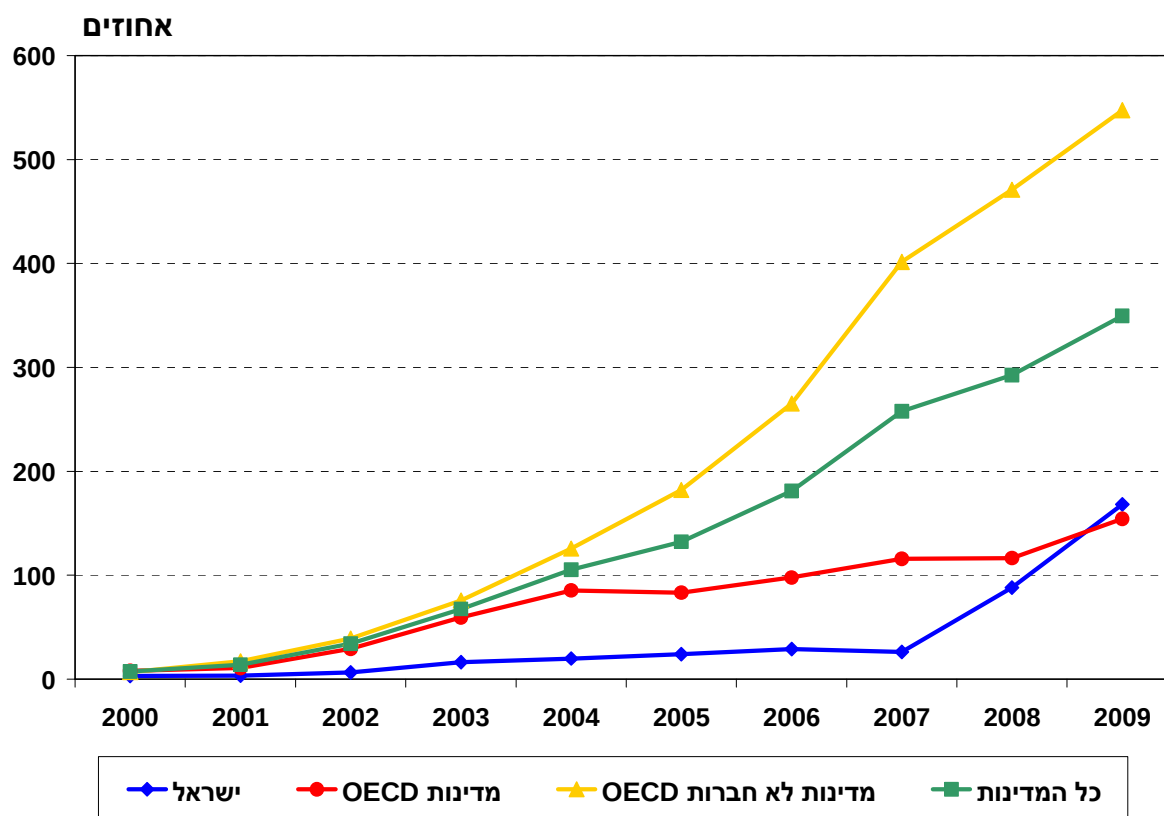
⁴ בדיקה זו התבססה בעיקר על בחינה של רמת היתרות ההולמת את השימושים האפשריים בהן במקרים שונים, ביניהם עתות חירום.

⁵ תוכנית הרכישות החלה בסוף מארס 2008 וכללה תחילה רכישה יומית של 25 מיליוני דולרים בשוק מטבע החוץ. ביולי 2008 הורחבה התוכנית לרכישה יומית של 100 מיליוני דולרים ביום, והופסקה רק באוגוסט 2009, עם שינוי המדיניות בשוק מטבע החוץ.

כך, לדוגמה, בשנים 2008 ו-2009 הגדילו מדינות גוש האירו את יתרות מטבע החוץ שלהן ב-32%, מדינות סקנדינביה ב-38%, שווייץ ב-121%, אוסטרליה ב-60% וקנדה ב-30%.

בעקבות המשבר החלו להתעורר בעולם מחשבות חדשות לגבי הרמה הנאותה של יתרות מטבע החוץ שיש להחזיק, ויחסן הרצוי למצרפים פיננסיים שונים. אחד הלקחים מן המשבר הוא כי החזקה של יתרות מטבע חוץ בהיקף גדול חשובה מאוד לעמידתו הפיננסית של משק ומקנה יתרון בשעת משבר, כאשר הנזילות בשווקים אוזלת. הכרה זו מתיישבת עם הגידול הניכר שנרשם בשנת 2009, בדומה לישראל, ביתרות מטבע החוץ של מדינות OECD ומדינות אחרות ברחבי העולם. נציין כי למרות העלייה החדה ברמת היתרות של ישראל בשנתיים האחרונות מסגרת הניהול שלהן לא השתנתה עד כה, אך בנק ישראל ימשיך לבחון סוגיה זו מעת לעת.

איור 2 – השינויים ביתרות מטבע חוץ בקבוצות מדינות שונות בעולם ובisrael, 2001 עד 2009
(שנה לעומת קודמתה, מצטבר, באחוזים)



המקור: קרן המטבע הבין-לאומית ועיבודי בנק ישראל

רכישות מטבע החוץ, שנפרסו על פני השנה כולה, הביאו גם לגידול משמעותי, 18.4 מיליארדי דולרים ברמת היתרות הממוצעת - מרמה של 32.2 מיליארדים ב-2008 ל-50.6 מיליארדים ב-2009 (איור 1). במקביל לכך השתפר השנה במידה ניכרת היחס של ממוצע היתרות לכל המצרפים במשק, שעל פי יחס היתרות אליהם מקובל לבחון את רמתן; כל היחסים האלה הגיעו השנה לרמות שיא בהשוואה לשנים האחרונות (לוח 1):

- יחס ממוצע היתרות לתוצר עלה ב-2009 מעל ל-25%, לעומת ירידה בשנים הקודמות עד 16% בלבד ב-2008. בדצמבר 2009 היתרות כבר היו מעל 30% מהתוצר.
- יחס ממוצע היתרות ליבוא עלה פי שניים ויותר, ללמעלה משמונה חודשים, לעומת 4 חודשים ב-2008, ובדצמבר 2009 היקף היתרות כיסה כמעט 10 חודשי יבוא.
- ממוצע היתרות ב-2009 כבר כיסה את כל החוב הקצר של המשק ויותר – 126% לעומת 82% ב-2008 - והן היו יותר מ-50% מסך החוב החיצוני של המשק. גם יחסן של היתרות הממוצעות לנכסים השקליים הלא-צמודים שבידי הציבור (M2) עלה והגיע ב-2009 לכמעט 50%, לעומת 33% ב-2008.

לוח 1

היתרות ורמתן יחסית למצרפים שונים, 1999 עד 2009

השנה	היתרה הממוצעת (מיליוני דולרים)	היבוא (חודשים)	החוב החיצוני ברוטו של המשק	החוב החיצוני לטווח קצר של המשק	הנכסים השקליים הלא-צמודים (M2)	תוצר מקומי גולמי
			(אחוזים)			
1999	21,569	5.4	33	78	55	19
2000	21,843	4.5	32	72	46	18
2001	23,495	5.4	35	79	43	19
2002	23,948	5.8	34	76	48	21
2003	23,999	5.5	32	80	46	20
2004	25,908	5.2	33	82	47	20
2005	27,020	5.0	35	82	46	20
2006	27,884	4.7	32	75	45	19
2007	28,865	4.1	32	73	37	17
2008	32,189	4.0	37	82	33	16
2009	50,645	8.3	56	126	48	26
דצמבר-09	59,475	9.7	65	147	57	31

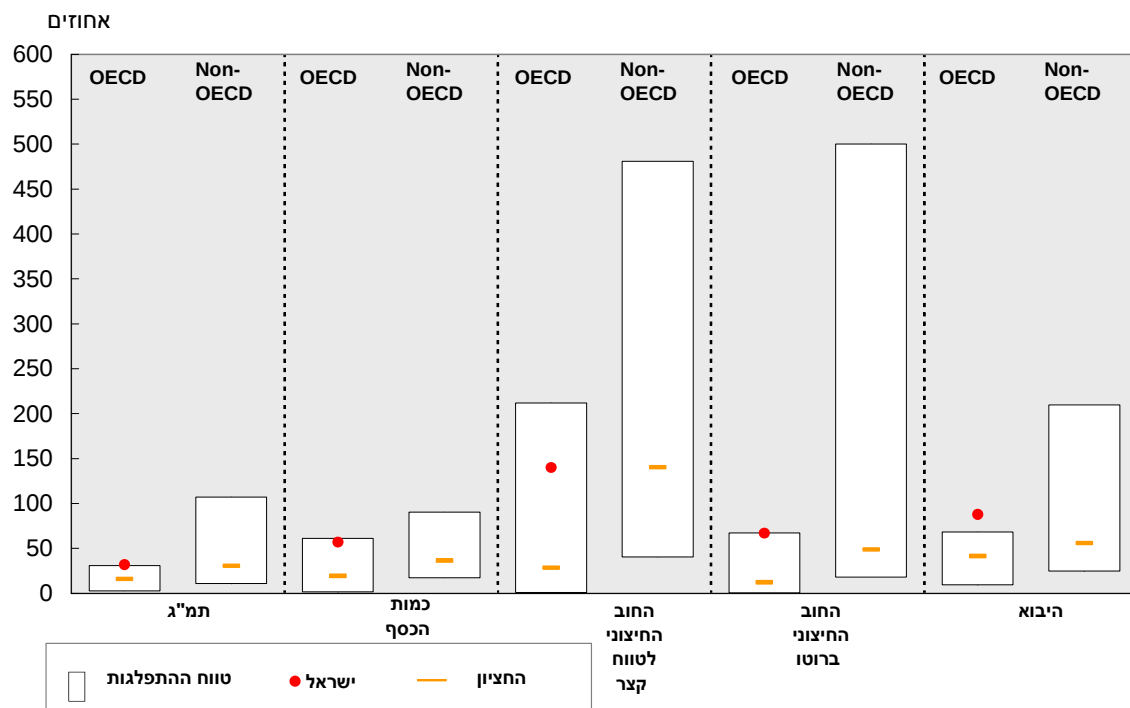
מקור: בנק ישראל, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ודיווחי המוסדות הבנקאיים.

איור 3 מראה את יחסן של יתרות מטבע החוץ למצרפים עיקריים בישראל (נתוני דצמבר 2009, המופיעים בשורה האחרונה של לוח 1) בהשוואה ליחסים אלו בשתי קבוצות של מדינות. הקבוצה הראשונה, המסומנת כ-OECD, מורכבת מכל המדינות החברות בארגון זה, למעט ארה"ב, יפן, מדינות אזור האירו ותורכיה – בסך הכול 14 מדינות⁶. הקבוצה השנייה מורכבת אף היא מ-14 מדינות; אלה אינן חברות בארגון זה, ונחשבות לשווקים-מתעוררים בעלות דירוג אשראי ברמה "השקעית" (BBB ומעלה)⁷. מן האיור עולה כי רמת היתרות של ישראל, יחסית למצרפים אלה, דומה, בדרך כלל, לגבול העליון של טווח המדינות בקבוצות OECD ודומה לחציון של המדינות בקבוצה השנייה - אלה שאינן חברות ב-OECD.

⁶ המדינות בקבוצת OECD הן: אוסטרליה, קנדה, צ'כיה, דנמרק, הונגריה, איסלנד, קוריאה, מקסיקו, ניו-זילנד, נורווגיה, פולין, שוודיה, שווייץ ובריטניה.

⁷ המדינות בקבוצה שאינה ב-OECD הן: בולגריה, צ'ילה, סין, אסטוניה, הודו, לטביה, ליטא, מלזיה, רומניה, רוסיה, סינגפור, דרום אפריקה, טיוואן ותאילנד.

איור 3 – רמת היתרות בסוף 2009 יחסית למצרפים שונים, ישראל בהשוואה למדינות אחרות
(אחוזים)



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

ב. תוצאות השקעת היתרות בשנת 2009

תשואת ההחזקה של היתרות במונחי נומרר הסתכמה בשנה הנסקרת ב-1.91%, נמוכה מן התשואה הממוצעת בשנים 2009-2000, 4.3% (לוח 2 ואיור 4). עקב היחלשות השקל מול חלק מן המטבעות שבהם מושקעים היתרות, תשואת ההחזקה בתיק במונחי שקלים הייתה השנה גבוהה יותר - 3.6%⁸. זאת בניגוד לשלוש השנים הקודמות, שבהן התשואה במונחי שקלים הייתה נמוכה מזו הנמדדת במונחי הנומרר⁹.

לוח 2

ביצועי התיק בפועל לעומת הסמן, 2000 עד 2009

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

פוזיציות הפיזור ותרומות אחרות	תוספת התשואה				התשואה		
	בחירת הנכסים	האריכות	הניהול המטבעי	סך כל תרומת הניהול	הסמן	התיק בפועל	
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
0.02	-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
0.01	0.20	-0.02	0.00	0.19	4.13	4.32	2000-2009

המקור: בנק ישראל.

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

⁸ להרחבה ראו: בנק ישראל – דין וחשבון כספי לשנת 2009.

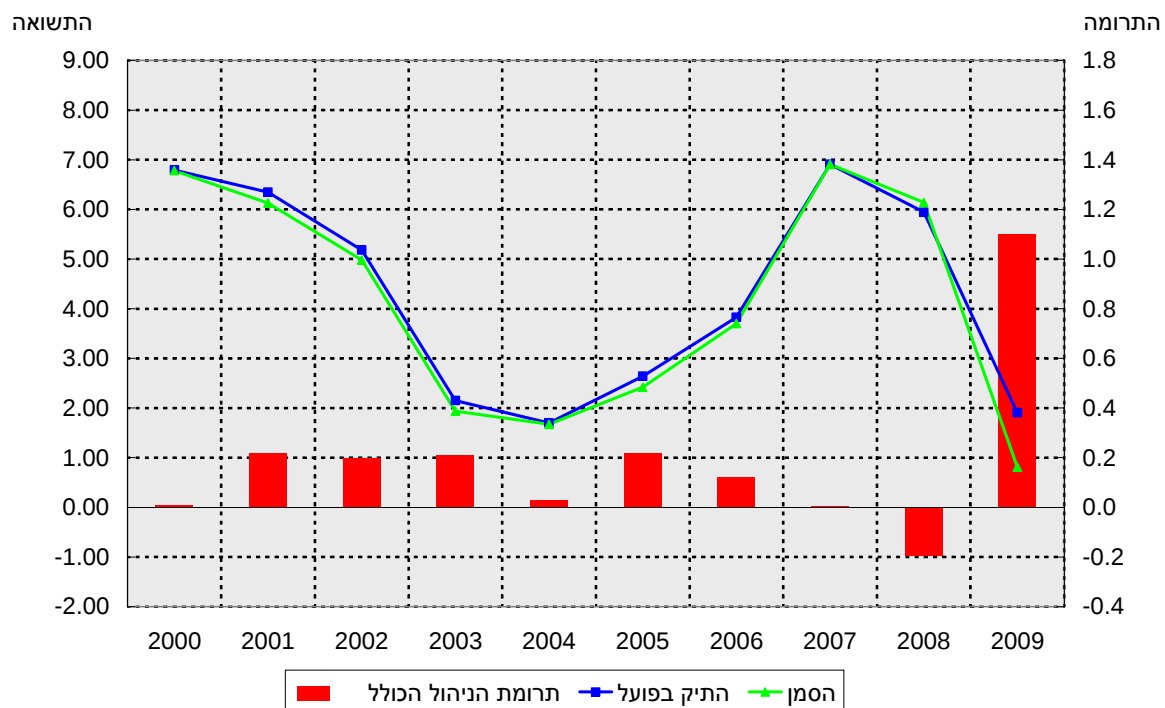
⁹ התשואה של תיק היתרות, כולל זו במונחי שקלים, מבטאת את ביצועיהן של ההשקעות השונות בתיק, ואינה מושפעת משינויים בגודל היתרות, ובכלל זה גם מרכישות מטבע החוץ על ידי בנק ישראל.

את תשואת תיק היתרות ניתן לבחון בשני חלקים: (1) **תשואת הסמן** - תיק היפותטי הבנוי על פי כללים שנקבעו מראש, כחלק ממדיניות ההשקעה של הבנק. הסמן מדריך את מנהל התיק באשר להעדפות הסיכון השונות המשתקפות במדיניות ההשקעה - כגון הרכבו המטבעי של התיק, אריכותו, סוגי הנכסים בו ופיזורם על פני העקום. בנוסף, משמש הסמן כאמת מידה לצורכי ביקורת והערכה של איכות הניהול והביצועים של תיק היתרות.

(2) **תרומת הניהול הפעיל**, הנמדדת כפער בין התשואה בפועל של תיק היתרות לתשואת הסמן שלו. הניהול הפעיל בא לידי ביטוי בהחלטות השקעה היוצרות באופן מכוון סטיות של תיק היתרות מהסמן שלו בפרמטרים השונים (האריכות, ההרכב המטבעי, סוגי הנכסים וכו') במטרה להשיג תשואה עודפת בתיק. היקף הסטיות מהסמן מוגבל במערכת של כללים שמרניים, כחלק ממדיניות ההשקעה של הבנק, ובפועל הוא קטן יחסית. מכאן שלרוב החלק המשמעותי בקביעת תשואת ההחזקה בתיק היתרות הוא הרכבו ומבנהו של הסמן, ואילו התרומה של הניהול הפעיל בדרך כלל נמוכה יחסית. עם זאת, תרומת הניהול הפעיל השנה הייתה חריגה - גבוהה במיוחד. (ראו בהמשך).¹⁰

איור 4 – שיעור התשואה ותרומת הניהול הכולל, 2000 עד 2009

(אחוזים, במונחי נומרר שנתיים)



1. התשואה והסיכון בסמן

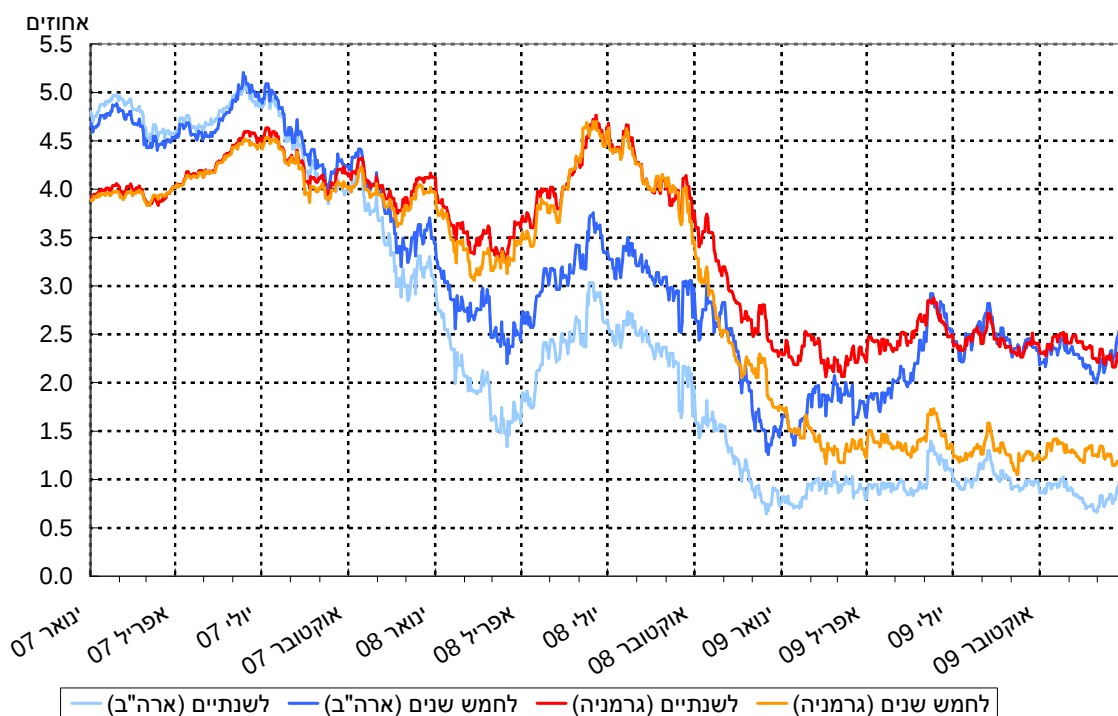
תשואת ההחזקה בסמן השנה הייתה הנמוכה ביותר בעשור האחרון – 0.81%, לעומת ממוצע של 4.1% בשנים 2009-2000. תשואה זו הושפעה במידה רבה מרמת השפל אשר אליה ירדו התשואות בשוקי איגרות החוב העולמיים שבהם מושקעות היתרות, ומסביבת הריביות הנמוכה ששררה בשווקים הפיננסיים במהלך 2009, בעטיו של המשבר העולמי. במהלך 2009 מרבית הבנקים המרכזיים בעולם, ובראשם הבנק המרכזי של ארה"ב, הותירו את הריביות הנמוכות מאוד ללא שינוי לאורך השנה, ואף נקטו צעדי התערבות חריגים ביותר בשווקים הפיננסיים, במטרה למנוע את קריסת

¹⁰ נציין עוד כי בניגוד לתשואת הסמן, תשואת התיק מושפעת גם מהוצאות עסקה, אשר פועלות לרעתם של ביצועי התיק בהשוואה לסמן.

המערכת הפיננסית כולה, להחזיר את התפקוד התקין לשווקים, לספק נזילות נאותה ולהמריץ את הכלכלה. במסגרת צעדים אלו בארה"ב, בבריטניה ובמדינות נוספות היינו עדים להזרמת היקפי הון גדולים מאד לשווקים, להלאמה ומתן ערבויות לגופים פיננסיים, לצעדי סיוע שונים לתעשיות במצוקה, לרכישת "נכסים רעילים" מחד גיסא ואיגרות חוב ממשלתיות ואחרות בהיקפים אדירים מאידך גיסא - כחלק ממדיניות "ההקלה הכמותית" (quantitative easing) – וכן לתוכניות נרחבות של המרצה פיסקלית¹¹.

בעקבות צעדים אלו, ובעיקר בשל עוגן הריבית הנמוכה, נותרו התשואות-לפדיון בשוקי איגרות החוב נמוכות בדרך כלל לאורך שנת 2009, בייחוד בחלק הקצר של העקום. בארה"ב התשואות לשנתיים, שירדו בסוף 2008 לרמתן הנמוכה ביותר (מתחת ל-1%), נותרו כמעט ללא שינוי לאורך השנה, ואילו התשואות ל-5 שנים עלו במהלך השנה בכ-100 נקודות בסיס ויותר מרמת השפל שאליה הן הגיעו בסוף 2008 (כ-1.5%) והביאו להתללת העקום¹² (איור 5). בגרמניה התשואות-לפדיון המשיכו לרדת מעט בתחילת השנה. לאחר מכן, התייצבו התשואות לשנתיים סביב רמות של 1.2%-1.3% ונותרו כך בדרך כלל עד סוף השנה, ואילו התשואות לחמש שנים עלו מעט לקראת אמצע השנה ואחר כך ירדו בחזרה ל-2.4%-2.5%¹³.

איור 5 – התשואות-לפדיון של שטרי אוצר של ארצות הברית ושל איגרות חוב ממשלתיות באירופה, 2007 עד 2009 (אחוזים)



לנוכח רמת השפל של התשואות-לפדיון בארה"ב בתחילת 2009 הוחלט לקצר את האריכות של סמן הדולר ל-9 חודשים ולהקטין את פיזור ההחזקות בחלק הארוך של העקום לאיגרות חוב שמועד פירעון הוא עד שלוש שנים בלבד; זאת כדי להקטין את הסיכון להפסדים במקרה שעקום התשואות

¹¹ להרחבה בנושא ההתפתחויות המקור-כלכליות והפיננסיות ברחבי העולם בשנת 2009 ראו פרק ד' בדו"ח בנק ישראל לשנת 2009.

¹² במהלך השנה השינויים בתשואות לא היו אחידים, אך בסיכומה של השנה התלל העקום.

¹³ אנו מציגים את גרמניה כמייצגת את השינויים שחלו ברוב מדינות גוש האירו.

בארה"ב יתחיל לעלות כולו, או להתלל בשיעור חד. גם בסמנים המטבעיים האחרים קוצרה האריכות במקצת במהלך 2009 או הושארה בעינה ברמה לא גבוהה (בממוצע מעט מעל שנה), וכן הוגבל פיזור ההחזקות המותר על פני העקום, בדומה למגבלה בסמן הדולר. תשואת הסמן, הנמוכה מאוד השנה, היא תוצאה ישירה של צעדים אלו, ששינו את הרכב הנכסים בסמן לקצרים יחסית, שהניבו השנה רווחים נמוכים, בשל השפל בתשואותיהם-לפדיון. מאחר שחלק מהתללת העקום בשנת 2009 אירעה עוד לפני הקיצור בפועל של הסמן הדולרי, והריביות הקצרות נותרו נמוכות, קיצור הסמן הביא בסיכומה של השנה להפסד של כ-8 נקודות בסיס על סך היתרות ביחס לאפשרות של השארת הסמן הדולרי ללא שינוי במהלך השנה¹⁴. עם זאת יש לזכור כי הפעולות שננקטו כדי לשנות את אריכות הסמנים ואת הפיזור בהם, לא ננקטו כפוזיציה לשם השגת רווחים, אלא כביטוח מפני אפשרות של הפסדים גדולים, שהיו עלולים להיגרם במקרה של עלייה מהירה וחדה של הריביות והתשואות-לפדיון בשוקי איגרות החוב, שהייתה גורמת הפסדי הון גדולים, בעוד ההכנסות מריבית נמוכות כתוצאה מסביבת הריביות הנמוכה.

התנודתיות (סטיית התקן) של תשואת הסמן בשנת 2009 ירדה ירידה חדה ביחס לשנתיים הקודמות והסתכמה ב-0.65% (לוח 2), רמה שהיא מן הנמוכות בעשור האחרון. הירידה החדה של התנודתיות השנה הושפעה בעיקר מהרגיעה שהשתררה בשווקים הפיננסיים במהלך 2009, לאחר שהמשבר העולמי הגיע לשיאו - רגיעה אשר נתמכה בצעדי ההתערבות הקיצוניים שנקטו ממשלות ובנקים מרכזיים בעולם. סטיית התקן של תיק היתרות, המהווה מדד לסיכון בו, הייתה גם השנה, כמו בחמש השנים הקודמות, נמוכה יותר; זאת משום שהשוונות הנכסית בתיק גדולה יותר מאשר בסמן; השוונות תורמת לפיזור טוב יותר של הנכסים בתיק, אשר פועל לרוב להקטנת התנודתיות בו ביחס לסמן - תופעה שבלטה ב-2007.

2. התרומה והסיכון של הניהול הפעיל

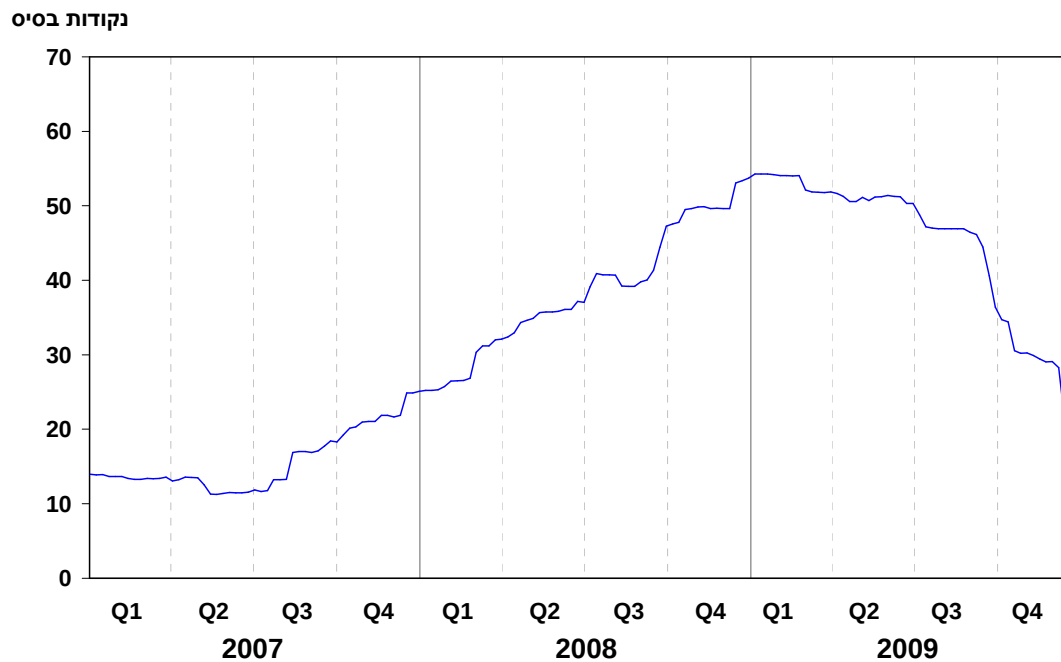
השנה, תרומת הניהול הפעיל, המשקפת את התשואה העודפת שהושגה על תיק היתרות ביחס לסמן, הייתה גבוהה וחריגה מאוד ביחס לשנים האחרונות ובכלל, והסתכמה ב-110 נקודות בסיס, לעומת תשואה עודפת ממוצעת של 9 נקודות בסיס בשנים 1999-2008. יותר משני שלישים מתשואה עודפת זו נזקפים לזכות ההשקעה בנכסי מירוח - Eurobonds וניירות ערך אחרים, חלקם הנפקות חדשות של בנקים בערבות ממשלתית שהונפקו בעקבות המשבר¹⁵. העלייה החדה של תשואת ההחזקה העודפת בתיק היתרות השנה לוותה גם בירידה מתמשכת בתנודתיות של תרומה זו (Tracking Error¹⁶) לרמות דומות לאלו של השנים הקודמות, וזאת לאחר עלייה משמעותית בשנת 2008 כתוצאה מהתפרצות המשבר העולמי (לוח 2 איור 6). הירידה בתנודתיות התרומה של הניהול הפעיל מקורה, בדומה לשנה הקודמת, בעיקר בשינויים הקיצוניים שהתחוללו בשווקים, ולא בשינוי מדיניות בניהול תיק היתרות.

¹⁴ נראה כי אילו נעשה נקטו קיצור הסמן הדולרי והגבלת הפיזור על פני העקום בו ממש בתחילת שנת 2009 הסמן היה נושא תשואה גבוהה מעט יותר מאשר במקרה של השארתו ללא שינוי.

¹⁵ נכסי מירוח הם נכסים שתשואתם-לפדיון מורכבת מתשואה של נכס אחר, בדרך כלל איגרות חוב ממשלתיות, ועוד מירוח תשואה, המשתנה לפי התנאים בשווקים. נכסי Eurobonds הם איגרות חוב הנמכרות בשווקים פיננסיים מחוץ לארץ של המטבע שבו הן נקובות. יש לציין כי בנק ישראל משקיע בנכסי מירוח שיש להם ערבות ממשלתית מלאה של מדינות בדירוג השקעה גבוה.

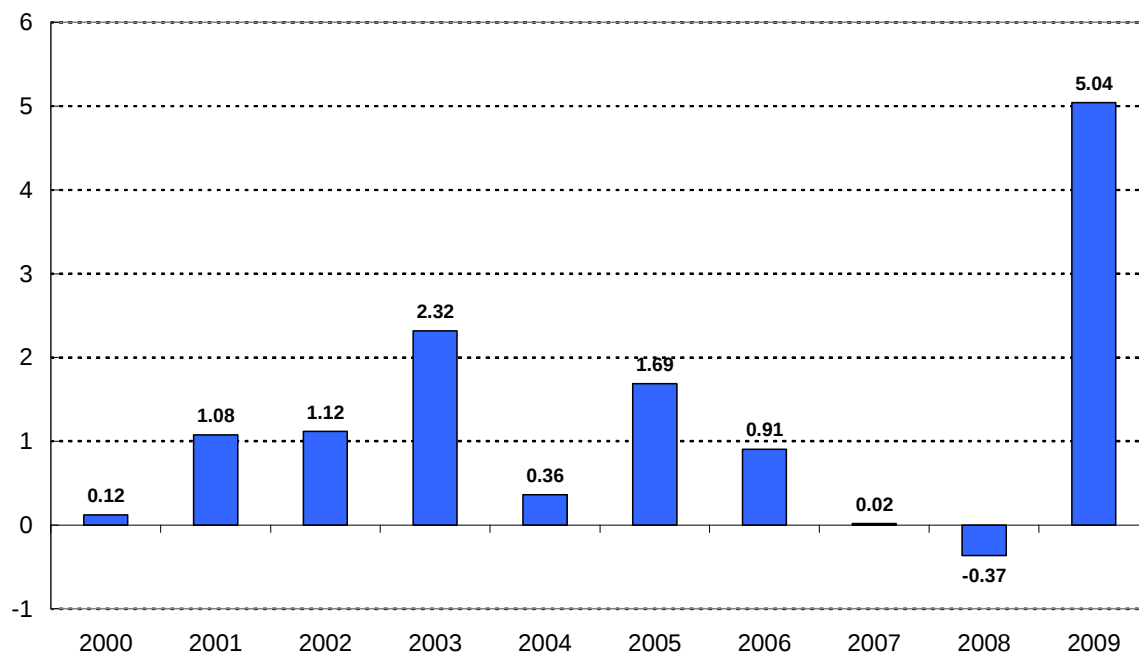
¹⁶ סטיית התקן של הפרשי התשואה השבועיים במונחים שנתיים.

איור 6 – תנודתיות התרומה של הניהול הפעיל, Tracking Error, 2007 עד 2009
(שנה נעה, נקודות בסיס)



השילוב השנה של תשואה עודפת גבוהה מאוד וירידה של תנודתיותה (Tracking Error) חזרה לרמות שהיו מקובלות בשנים הקודמות הביא את היחס של התשואה העודפת לתנודתיות זו לרמת שיא של השנים האחרונות (איור 7). יחס זה, הקרוי Information ratio, הוא מדד סיכון מקובל הבוחן את היעילות של השגת תוספת התשואה לעומת הסמן ביחס לסיכון שנלקח לשם כך.

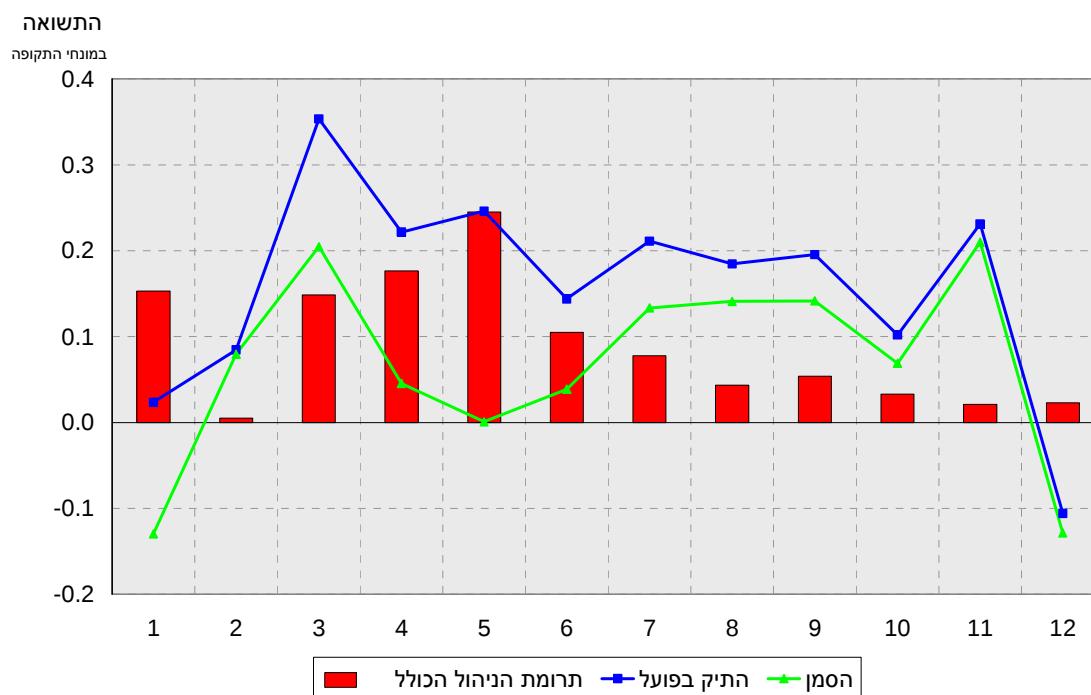
איור 7 – יחס התשואה העודפת לסטיית התקן שלה (Tracking Error), 1999 עד 2009



התשואה העודפת על תיק היתרות בשנת 2009 הייתה חיובית לכל אורך השנה, אך לא באופן אחיד: עיקר התשואה העודפת הושג במחצית הראשונה של השנה (איור 8). **התשואה העודפת השנה הושפעה כמעט אך ורק מבחירת הנכסים**, בעוד שתרומות האריכות והניהול המטבעי היו שליליות וקרובות לאפס, ותרומת פוזיציות הפיזור הייתה רק 3 נקודות בסיס. תוצאה זו מאפיינת גם את השנים הקודמות, שגם בהן תרומותיהם של פוזיציות האריכות, הניהול המטבעי והפיזור לא היו גדולות בדרך כלל, ועיקר התרומה לתשואה העודפת באה מבחירת הנכסים, שהשנה הייתה חריגה וגבוהה מאוד ביחס לשנים עברו (לוח 2).

איור 8 – שיעור התשואה ותרומת הניהול הכולל, ינואר עד דצמבר 2009

(אחוזים, במונחים חודשיים)



בלוח 3 מוצג פירוק תרומתה של בחירת הנכסים לפי סוגיהם. התרומה הגבוהה ביותר השנה הייתה של בחירת נכסים ארוכים (מעל שנה) – תרומה של 59.3 נקודות בסיס לתיק היתרות. נכסים אלו כוללים משקל גבוה של נכסי מירווח, בעיקר Eurobonds (איור 9), שמירווחי התשואה בינם לבין איגרות חוב ממשלתיות ירדו השנה ירידה חדה, לאחר עלייתם לרמות שיא בסוף השנה הקודמת, עם פרוץ המשבר. הצטמצמות מירווחי התשואות בכ-80-90 נקודות בסיס לאורך שנת 2009, עד שירדו לרמות שאפיינו את השנים הקודמות טרם המשבר (איור 10), הניבה רווחי הון גדולים על נכסי המירווח השונים, ובראשם ה-Eurobonds. הצטמצמות זו שיקפה את הירידה בשנאת הסיכון של המשקיעים בעקבות ירידת אי-הודאות בשווקים הפיננסיים ברחבי העולם והשיפור הניכר בהם, שהחל עוד בסוף הרביעי הראשון של 2009.

לוח 3

התרומה של בחירת הנכסים לתשואה העודפת על תיק היתרות¹, 2007 עד 2009
(נקודות בסיס, מונחים שנתיים)

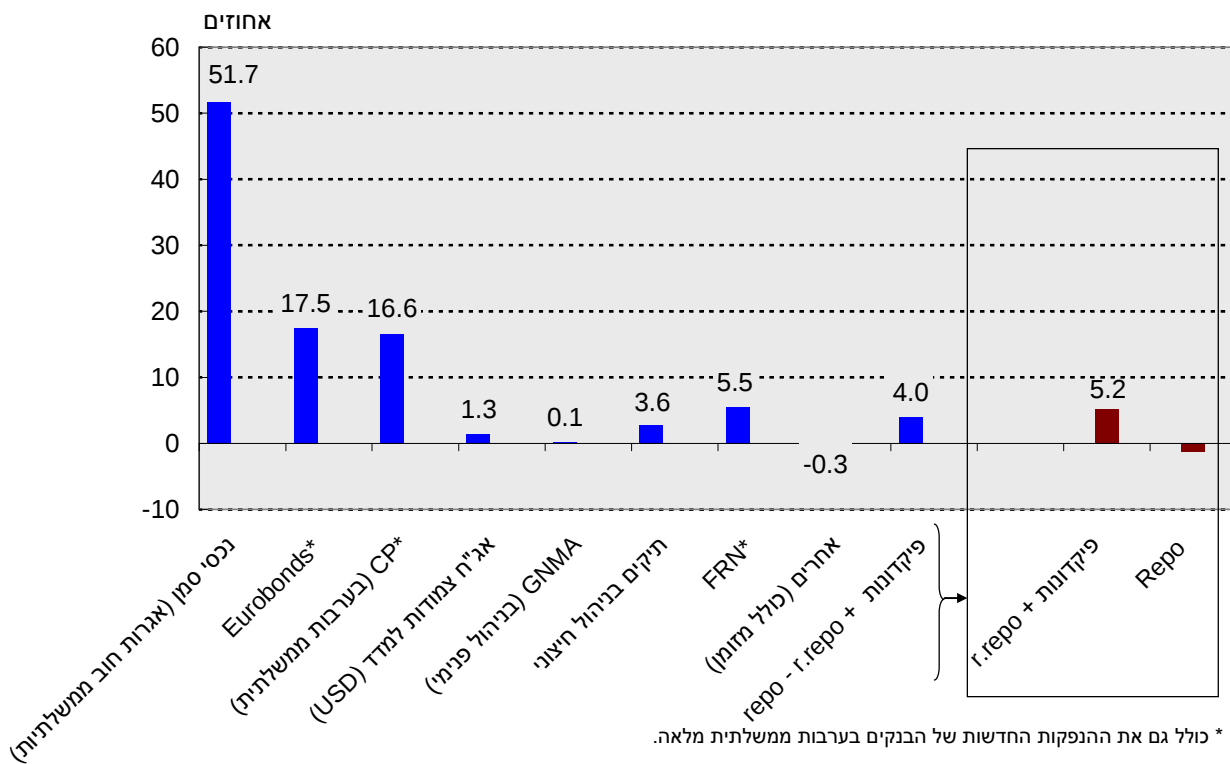
2009	2008	2007	
0.1	5.8	7.6	השאלת ניירות ערך
26.2	16.3	3.7	נכסים קצרים (עד שנה)
59.3	-33.6	-14.2	נכסים ארוכים (מעל שנה)
7.9	-2.7	-2.5	ני"ע צמודים למדד
0.1	-6.7	-4.5	GNMA בניהול פנימי
15.8	-3.3	1.6	נכסים בניהול חיצוני
109.3	-24.1	-8.3	סך הכול

המקור: בנק ישראל.

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

איור 9 – ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות, 2009

(ממוצע שנתי, אחוזים)

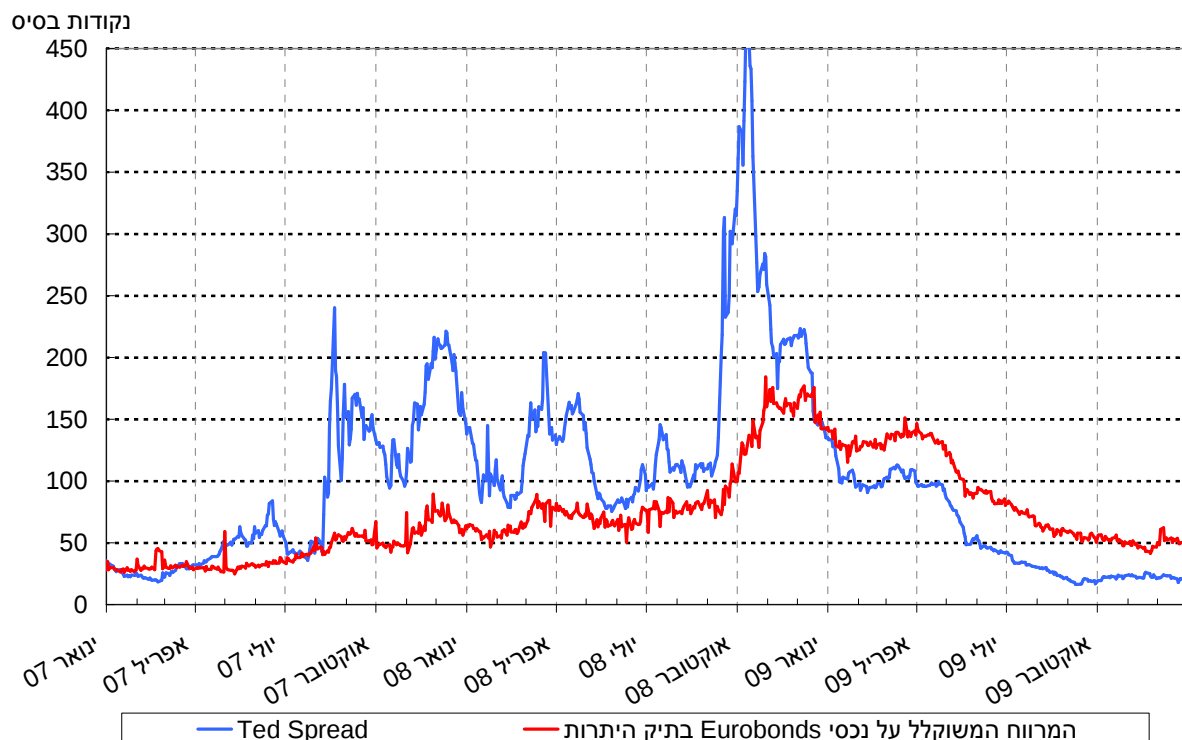


לרווחי ה-Eurobonds הגדולים השנה תרמו שני גורמים נוספים: (1) בתחילת 2009 הגדיל בנק ישראל את ההחזקות שלו בנכסי Eurobonds דולריים, שמירווחי התשואה בהם היו ברמות שיא היסטוריות, על חשבון שטרי אוצר אמריקאיים, שתשואתם לפדיון הייתה נמוכה מאוד, והיה חשש כי תשואת החזקתם תהיה שלילית - במקרה שעקום התשואות יעלה בשיעור חד. (2) בסוף 2008 ובתחילת 2009 נכנסו לשוק הנפקות חדשות של ניירות ערך שונים, ביניהם Eurobonds של בנקים וגופים פיננסיים

אחרים בארה"ב, בבריטניה ובמדינות אחרות, אשר זכו, במסגרת הצעדים לחילוץ המגזר הפיננסי מהמשבר, לערבות ממשלתית מלאה. בנק ישראל נערך במהירה ורכש את הנכסים האלה בתחילת דרכם בשוק, כשהם היו עדיין זולים ונושאים מירוח גבוה מזה של ה-Eurobonds המקבילים המצויים בשוק. בהמשך השנה, עם השיפור במצב המערכת הפיננסית העולמית, חזרו רוב המוסדות הפיננסיים להנפיק איגרות חוב ללא ערבות ממשלתית, ומחירן של ההנפקות שנשאו ערבות עלו מאוד, מעבר לעלייה במחירי ה-Eurobonds האחרים בשוק. לפיכך הניבה ההשקעה בהנפקות Eurobonds של הבנקים בערבות ממשלתית רווחים גדולים לתיק.

נכסי המירוח הקצרים תרמו לתשואה העודפת השנה כ-26 נקודות בסיס. בין נכסי המירוח הקצרים שהניבו תשואה עודפת גבוהה מאוד השנה בולטות איגרות חוב מסוג FRNs¹⁷, רובן הנפקות חדשות, משנת 2009, של בנקים בערבות ממשלתית, שנהנו מרווחי הון גבוהים עקב הצטמצמות מירוחי התשואות ועליית מחיריהן בהמשך השנה. גם נכסי המירוח הנושאים ריבית קצרה - שאף הם, ברובם, הנפקות חדשות של בנקים בערבות, כגון ניירות ערך מסחריים (CPs) – נהנו, בייחוד בתחילת השנה, מהכנסות גבוהות מריבית, הודות לרמותיהם הגבוהות יחסית של המירוחים הקצרים, כדוגמת מירוח ה-TED¹⁸; מירוחים אלו עלו מאוד בסוף שנת 2008 ונותרו גבוהים למדי לאורך המחצית הראשונה של 2009 (איור 10).

איור 10 – מירוח ה-TED לשלושה חודשים והמירוח הממוצע על נכסי Eurobonds בתיק היתרות, 2007 עד 2009



¹⁷ איגרות חוב בריבית משתנה.

¹⁸ המירוח בין ריבית הליבור (בדרך כלל ל-3 חודשים) לתשואת שטרי אוצר אמריקאיים לאותה תקופה.

תרומות משמעותיות בבחירת נכסים התקבלו גם באיגרות חוב ממשלתיות צמודות למדד ובתיקי המנהלים החיצוניים¹⁹. מחירהן של איגרות החוב הצמודות למדד בארה"ב (TIPS) התייקרו משמעותית במהלך השנה ביחס לשטרי אוצר רגילים; זאת מפני העלייה שהייתה במהלך השנה בציפיות האינפלציה המגולמות בהן, לאחר שציפיות אלו ירדו ירידה חדה ואף הפכו שליליות בסוף 2008, עם פרוץ המשבר. הביצועים העודפים של המנהלים החיצוניים הם בעיקר תוצאה של השקעות מוצלחות במגזר ה-GNMA, שהניב תשואות גבוהות השנה - בייחוד במחציתה הראשונה, עם התחזקות מגזר המשכנתאות בארצות הברית והצטמצמות המירווחים בין נכסי GNMA לשטרי אוצר אמריקאיים. לתוצאות אלו, סייעו רכישות של נכסים מגובי משכנתאות על ידי ממשלת ארה"ב במהלך השנה.

בשל הפסקת ההפקדות בבנקים עם פרוץ המשבר ב-2008 (כפי שמתואר בתיבה שבסיום הדו"ח), הופסקו גם השאלות ניירות הערך שתמורתן מושקעת בפיקדונות בבנקים (Repo-Depo) - שהיו עיקרן של עסקות ההשאלה בשנים הקודמות - ומכאן תרומתן האפסית לתשואה העודפת השנה²⁰.

3. השוואת התשואה בתיק הדולר לביצועי תיקים של מנהלים אחרים

בידינו נתונים על ביצועיהן של כמה קרנות שפעלו בשוק האמריקאי בשנים 2000 עד 2009. בקבוצה זו 11 קרנות, המשקיעות בעיקר באיגרות חוב של ממשלת ארה"ב. חלק מהן מסווגות כ"משקיעות באיגרות חוב ממשלתיות קצרות", וחלק האחר - כ"משקיעות כלליות באיגרות חוב ממשלתיות", שלמעשה משקיעות לטווחים בינוניים. השקעות הקרנות באיגרות חוב ממשלתיות צמודות (TIPS) ובנכסים בעלי דירוג נמוך (מתחת ל-AA)²¹ הן חלק קטן מהתיק שלהן. תכונות אלו מאפשרות השוואה מסוימת בין ביצועי החלק הדולרי של תיק היתרות לביצועי הקרנות, למרות ההבדלים ביניהם²². השוואת הביצועים של תיקים שונים היא בעייתית - הן מפני שהם מנוהלים בדרך כלל לעומת סמנים שונים והן מפני הבדלים בכללי הניהול ובמדיניות ההשקעה החלים עליהם; אף על פי כן ניתן לקבל קנה מידה מסוים מהשוואת ביצועיהם של תיקים דומים באופיים.

בחינת התפלגותן של התשואות (איור 11) מעלה כי ביצועי תיק הדולר לאורך השנים היו בתוך תחום ההתפלגות של תשואות הקרנות ה"קצרות" או מעליה. בשנת 2009 הייתה תשואת ההחזקה של תיק הדולר בחלקו העליון של התפלגות התשואות של הקרנות הקצרות, גבוהה ב-50 נקודות בסיס ממוצע התשואות שלהן. בסיכום של העשור כולו התשואה השנתית הממוצעת של תיק הדולר בבנק ישראל הייתה גבוהה מזו של הקרנות הקצרות, אך עדיין נמוכה מזו של הקרנות הבינוניות. השנה, בניגוד לשנים האחרונות, הניבו הקרנות הבינוניות תשואות שליליות - 2.3% - במוצע. זאת, כנראה, מפני התללת עקום התשואות בארה"ב במהלך השנה, על רקע תשואות-לפדיון נמוכות מאוד ששררו בתחילתה - שפגעה בקרנות אלו, בהיותן ארוכות יותר.

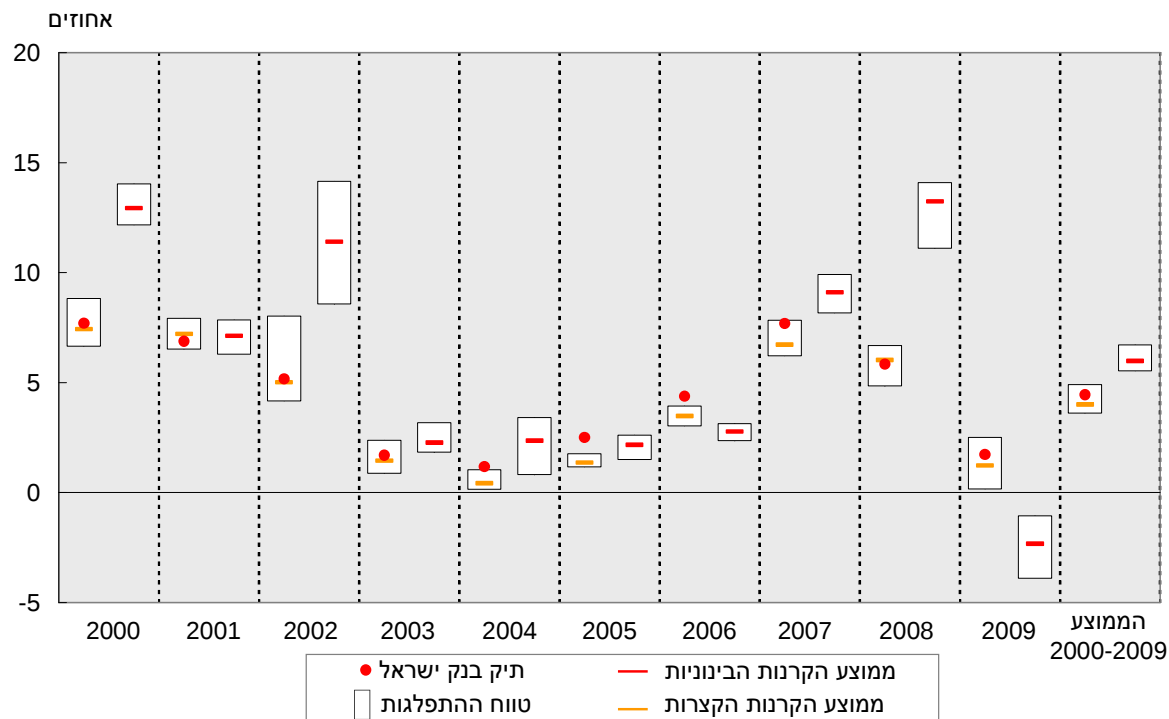
¹⁹ בנק ישראל מנהל חלק קטן מיתרות מטבע החוץ באמצעות מנהלים חיצוניים. תיקים אלו מכילים בעיקר נכסי GNMA ושטרי אוצר, ודרגות החופש של מנהליהם בניהול האריכות דומות לאלו של הניהול הפנימי.

²⁰ בשנים הקודמות תרומתן של עסקות ההשאלה לתשואה העודפת הייתה בדרך כלל 3-7 נקודות בסיס, ומשקלה בסך התרומה הנכסית היה גבוה יחסית. (לשם השוואה - התרומה הנכסית הממוצעת על פני העשור האחרון היא 20 נקודות בסיס.)

²¹ ייתכן שבתוך אלה כלול גם רכיב של איגרות חוב קונצרניות - אפיק שבנק ישראל מנוע מלהשקיע בו.

²² 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.

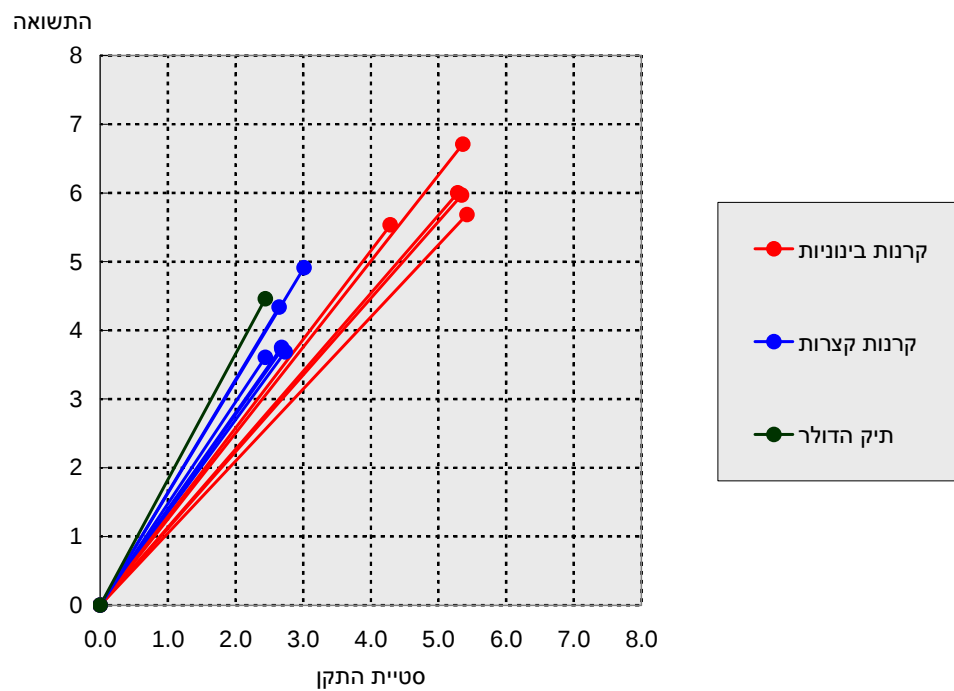
איור 11 – התפלגות התשואות השנתיות של מנהלי קרנות בשוק האמריקאי, 2000 עד 2009
(אחוזים, במונחים שנתיים)



מבדיקה של נתוני הקרנות נראה כי תיק הדולר של בנק ישראל דומה באריכותו לקרנות הקצרות יותר 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, ובשנה האחרונה אף שלילית. הדבר ממחיש את הבחירה של בנק ישראל להשקיע את יתרות מטבע חוץ בנכסים בעלי אריכות נמוכה 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 12) עולה כי בתיק הדולר יחס התשואה לסיכון, המתבטא באיור בשיפועי קווי התצפיות, גבוה יותר מאשר בכל הקרנות האחרות, ולכן עדיף על כולן מבחינה זו. אם בוחנים רק את הקרנות הקצרות אף מתקבל שתיק הדולר עולה על כולן, פרט לאחת, גם בתשואתו הממוצעת בעשור האחרון. כן מראה איור זה כי יחס התשואה לסיכון בקרנות הקצרות גבוה יותר מאשר בקרנות הבינוניות; משמע שתוספת התשואה בקרנות הבינוניות מושגת תמורת תוספת סיכון גדולה יותר.

איור 12 – תיק הדולר לעומת קרנות בשוק האמריקאי – התשואה והסיכון, 2000 עד 2009
(אחוזים, במונחים שנתיים)



המשבר הגלובלי – ניהול סיכוני האשראי והסיכון התפעולי בחטיבת השווקים

עם תחילתו של משבר ה-subprime בשנת 2007 וחוסר היציבות שנמשך בשווקים לאחר מכן במהלך 2008 הידק בנק ישראל את המעקב אחר המגזר הפיננסי וההתפתחויות השוטפות במדינות המפותחות. החל מספטמבר 2008, עם נפילת בנק ההשקעות Lehman Brothers, והתפרצות המשבר בשווקים הפיננסיים ברחבי העולם במלוא עוזו, גברה מאוד אי-הוודאות, ועלו הסיכונים הפיננסיים בתיק היתרות - בעיקר סיכוני האשראי. השיבושים בשווקים, תוצאת המשבר הגלובלי, השפיעו לרעה גם על תפקודם של מוסדות פיננסיים רבים והעלו את הסיכונים לכשלים ושיבושים בפעילותם העסקית השוטפת - דבר שגרם לעלייה של רמת הסיכון התפעולי שאליו חשוף בנק ישראל.

בתגובה על עלייתם של סיכוני האשראי נקט בנק ישראל עוד במהלך שנת 2008, וביתר שאת מאז פרוץ המשבר, צעדים לשם הקטנת החשיפה לסיכוני אשראי והגדלת ההחזקות בנכסים נזילים:

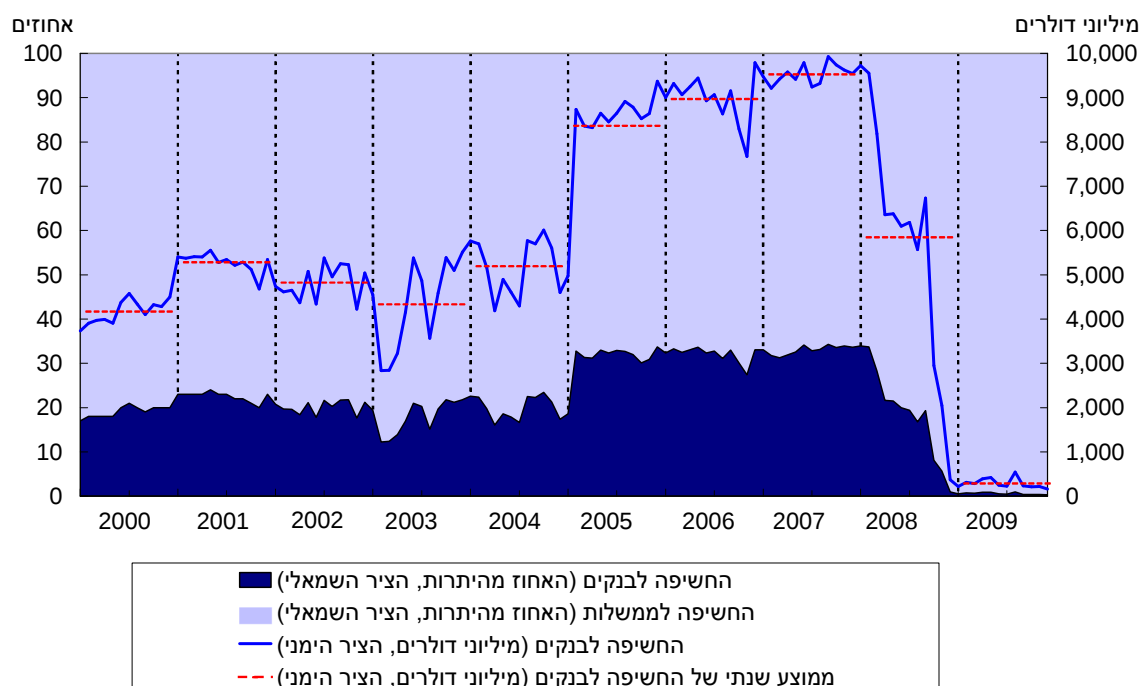
- הופסקו ההפקדות בבנקים (כולל CD), ובעקבות זאת הופסקו העסקאות של השאלת ניירות ערך מול פיקדונות (Repo-Depo);
- הועלה רף הדירוג של המדינות המותרות להשקעה, והוגבלה החשיפה למדינות שמצבן הפיננסי הורע;
- נוספו מגבלות על רמות הנזילות הנדרשות ביתרות במטבעות שונים;
- רועננו ההסכמים המשפטיים הקיימים, תוך נקיטת צעדים שיביאו להקטנת החשיפה היומית באמצעות פיתוח מנגנון בטוחות יומי (Margin);
- נוספו הסכמים לעסקאות בנגזרים (ISDA²³), שקודם לכן נקשרו לפי המקובל בשווקים אך ללא הסכם משפטי מפורט ומחייב;
- לסליקה באמצעות CLS²⁴ גם הוספו עסקות המרה שקל-דולר עם הבנקים המקומיים.

החשיפה הבנקאית, שהיוותה כל השנים חלק חשוב מאוד של התיק, הורדה לכמעט אפס כבר בסוף 2008, ונותרה כך במשך שנת 2009, בעקבות הפסקת ההפקדות בבנקים. אף שמהריבע השני של 2009 החלה רגיעה בשווקים, ואי-הוודאות פחתה, נותרו איומים רבים על המערכת הפיננסית העולמית; לכן לא הוקלה מדיניות ההשקעה של בנק ישראל, ורוב הצעדים שננקטו עם פרוץ המשבר לשם הגבלת החשיפות בתיק היתרות נותרו תקפים לאורך השנה.

²³ International Swaps and Derivatives Association

²⁴ מערכת סליקה בין-לאומית של בנק CLS, שהוקמה כדי למזער סיכוני סליקה בעסקות המרה ותשלומים בין-לאומיים.

איור 13 – התפלגות החשיפה לבנקים ולממשלות, עד 2009



במסגרת צמצום הסיכון התפעולי הודקו הבקורות על תהליכי העבודה בחטיבה, הופסקה פעילות מורכבת של השאלת ניירות ערך מתוך תיק בנק ישראל, וננקטו צעדים נוספים לשם הקטנת הסיכון התפעולי במגזרים שונים של חטיבת השווקים.

במקביל להתמודדות עם גידול הסיכונים בשל המשבר התמודדה חטיבת השווקים עם גורמים נוספים שהעלו את הסיכון התפעולי - ביניהם צירופה של פעילות בנק ישראל בשקלים בשוק המקומי לתחומי פעילותה של החטיבה, במסגרת ההיערכות הארגונית החדשה בבנק. בימים אלה מקודם בחטיבה פרויקט רב-שנתי הצפוי להסתיים בתחילת 2011, אשר במסגרתו ינוהלו יתרות מטבע החוץ והפעילות בשוק המקומי (רישום עסקאות, ייצור מסרים, ניהול סיכונים שוק, מדידת תשואות, פיתוח חשבונאי, ניהול תזרים מזומנים והתאמת חשבונות נוסטרו) באמצעות מערכת מחשוב חדשה; זו תחליף מספר מערכות הפעילות כיום בחטיבה, תאחד את כל פעילותה לפלטפורמה אחת, ובכך תקטין את הסיכון התפעולי.