



בנק ישראל

השקעת יתרות מטבע החוץ

דין וחשבון 2011

התוכן

3	הלוחות.....
3	האיורים.....
4	עיקרי הדברים.....
6	א. יתרות מטבע החוץ.....
6	1. המסגרת להחזקת היתרות ולניהולן.....
8	2. השינויים ברמת היתרות ב-2011.....
9	3. עקרונות לקביעת הרמה הרצויה של יתרות מטבע החוץ.....
14	ב. הסביבה הפיננסית הבין-לאומית בשנת 2011.....
16	ג. תשואת ההחזקה של היתרות בשנת 2011.....
17	1. התשואה והסיכון של הסמן.....
18	2. התרומה והסיכון של הניהול הפעיל.....
22	3. השוואת התשואה בתיק הדולר לביצועי תיקים של מנהלים אחרים.....
25	נספח 1 – מונחים.....

הלוחות

לוח 1 – היתרות ורמתן יחסית למצרפים שונים, 1999 עד 2011

לוח 2 – ביצועי התיק בפועל לעומת הסמן, 2002 עד 2011

לוח 3 – פירוק תרומת הניהול הפעיל למרכיביה, 2010 ו- 2011

האיורים

איור 1 – יתרות מטבע החוץ, 2002 עד 2011

איור 2 – רכישות מטבע חוץ על ידי בנק ישראל, מארס 2008 – דצמבר 2011

איור 3 – השינויים ביתרות מטבע חוץ בקבוצות מדינות שונות בעולם ובישראל, 2002 עד 2011

איור 4 – יחס היתרות למצרפים כלכליים בסוף 2011, ישראל לעומת מדינות אחרות

איור 5 – התשואות לפידיון לשנתיים של איגרות חוב ממשלתיות של ארה"ב, גרמניה, ובריטניה,

2008 עד 2011

איור 6 – ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות, 2011

איור 7 – שיעור התשואה ותרומת הניהול הפעיל, 2002 עד 2011

איור 8 – מירווחי Eurobonds בתיק היתרות ומרווחי ה-TED, שנת 2011

איור 9 – יחס תרומת הניהול הפעיל לסטיית התקן שלה (Information Ratio), 2000 עד 2011

איור 10 – התפלגות התשואות השנתיות של מנהלי קרנות בשוק האמריקאי, 2001 עד 2011

איור 11 – תיק הדולר לעומת קרנות בשוק האמריקאי – התשואה והסיכון, 2001 עד 2011

עיקרי הדברים¹

- יתרות מטבע החוץ של ישראל עלו בשנת 2011 ב-4 מיליארדי דולרים, לעומת עלייה של כ-10 מיליארדים בשנה הקודמת, והסתכמו בסוף השנה ב-74.9 מיליארדי דולרים.² העלייה ביתרות השנה, בדומה לעלייתן בשלוש השנים הקודמות, היא בעיקרה תוצאה של רכישות מטבע חוץ על ידי בנק ישראל.
- המשבר הפיננסי העולמי העלה והדגיש את החשיבות שבהחזקת רמה גבוהה והולמת של יתרות.
- העלייה ברמת יתרות מטבע החוץ של ישראל ב-2011 הגדילה את היחסים בין היתרות למצרפים שונים של המשק, שלפיהם מקובל לבחון את הלימות רמתן של היתרות. הגדלת היחסים האלה מחזקת את עמידות המשק בפני משברים ומשפרת את מעמדה של ישראל בסביבה הפיננסית הבין-לאומית. בהשוואה למדינות אחרות – רמת היתרות של ישראל ביחס לרוב המצרפים האלה נמצאת מעל החציון הן של המדינות המפותחות והן של המדינות המתפתחות.
- ניהול היתרות השנה עמד בצילה של התעצמות והתפשטות משבר החובות באירופה, שהיה מלווה בהורדות דירוג נרחבות של מדינות ובנקים ברחבי היבשת וגם מחוץ לה. התפתחויות אלו ערערו את יסודותיו של גוש האירו, והציבו איום ממשי על המשך קיומו במתכונתו הנוכחית, ועל יציבותה של המערכת הפיננסית העולמית בכללותה. ההתדרדרות באיכות האשראי של מנפיקים ממשלתיים ושל מוסדות פיננסיים גדולים ברחבי העולם, שנחשבו עד לא מכבר לבטוחים יחסית מפני פשיטות רגל, צמצמו את מרחב ההשקעות המסורתי של מנהלי רוזבות ברחבי העולם, והעלו את הסיכונים שהן חשופות להם. במסגרת כללי הציות, שהוחמרו מאז תחילת המשבר ב-2008, המשיך בנק ישראל ונקט השנה צעדים נוספים לצמצום החשיפה של היתרות למדינות שמצבן המקרו-כלכלי הלך והתדרדר.
- תשואת ההחזקה של היתרות במונחי הנומרי³ הייתה השנה 1.3%, לעומת 3.3% בממוצע בשנים 2002–2011. תשואה זו, בדומה לתשואה בשנה הקודמת, הושפעה במידה רבה מהרמה הנמוכה של הריביות והתשואות לפדיון בשווקים הפיננסיים ומהמשך ניהול

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/publslf.php?misg_id=27

² רמת היתרות לאורך כל הסקירה כוללת הקצאות של זכויות משיכה על ידי קרן המטבע הבין-לאומית למדינות החברות בקרן (Allocation SDRs), ויתרה בקרן – Reserve Tranche. אלה הגיעו בסוף שנת 2011 ל-1.8 מיליארדי דולרים, לעומת 1.6 מיליארדים בסוף 2010. עוד בעניין זה ראו: בנק ישראל – דין וחשבון כספי לשנת 2011.

³ הנומרי הינו ההרכב המטבעי הניטרלי של היתרות. ראו חלק א'1 בסקירה זו.

אריכות קצרה של היתרות ביחס לשנים הקודמות. ניהול אריכות קצרה נובע מהסיכון הגבוה של קבלת תשואת החזקה שלילית על היתרות במקרה של עליית התשואות לפדיון מרמתן הנמוכה. פרופיל הסיכון של בנק מרכזי הוא פרופיל ייחודי, הנקבע על פי מטרות החזקתן של יתרות מטבע החוץ. לפיכך הוא מכתוב מדיניות שמרנית מאוד של ניהול ההשקעות, המשליכה כמובן על רמת התשואות.

- תשואת החזקה של היתרות במונחי שקלים הייתה השנה חיובית וגבוהה – 7.8% – וזאת כתוצאה של היחלשות השקל לעומת מטבעות הנומרו, ובראשם הדולר והאירו.
- ברצון לשפר את יחס התשואה-סיכון בתיק היתרות, נמשכה ואף הורחבה במהלך השנה ההשקעה של חלק מהיתרות במטבעות ובנכסים של מספר מדינות מפותחות המאופיינות ביסודות כלכליים חזקים, מטבעות ונכסים שאינם כלולים בנומרו ובסמן.
- תרומת הניהול הפעיל של היתרות הסתכמה בשנת 2011 ב-21 נקודות בסיס, תרומה דומה לממוצע בעשור האחרון. התרומה העיקרית של הניהול הפעיל השנה, נבעה, בדומה לקודמתה, מההשקעה המטבעית והנכסית של חלק מהיתרות במדינות שמטבעותיהן אינם נכללים בנומרו ובסמן. השקעות אלו הציגו ביצועים עודפים מול נכסי הסמן – בעיקר משום שרמת הריביות במדינות אלו הייתה גבוהה מרמתן במדינות הסמן, וכן משום שהן נוהלו באריכות גדולה יותר.
- כינונה של הוועדה המוניתרית, באוקטובר 2011, בהתאם לקבוע בחוק בנק ישראל החדש, הוביל לחיזוק תהליכי קבלת ההחלטות הנוגעים לניהול היתרות. בנוסף, החוק החדש ביטל את ההגבלות שהיו קיימות בעבר ואשר מנעו השקעה של היתרות בסוגים שונים של נכסים פיננסיים, על אף שהוערכו על ידי הבנק כהשקעה רצויה של היתרות, מההיבטים של כדאיות כלכלית וניהול סיכונים. מאז כניסת החוק לתוקף, החל הבנק להרחיב את מעגל הנכסים שהוא משקיע בהם, וכחלק מתהליך זה הושקעו בתחילת 2012, לראשונה, 2% מהיתרות בשוק המניות האמריקאי. בד בבד, ממשיך הבנק לשקוד על זיהוי ובחינה של הדרכים הראויות לניצול דרגות החופש הנוספות שהחוק החדש מקנה לו בבחירת הנכסים.

א. יתרות מטבע החוץ

1. המסגרת להחזקת היתרות ולניהולן⁴

על פי חוק בנק ישראל התש"ע-2010, אחד מתפקידיו של הבנק הוא להחזיק ולנהל את יתרות מטבע החוץ של המדינה⁵.

בהתאם לחוק החדש, באוקטובר 2011 החלה לפעול בבנק ועדה מוניטרית בראשות הנגיד, אשר, בין היתר, הוקנו לה סמכויות בנושאים הנוגעים לניהולן של היתרות⁶. שינוי זה תרם לחיזוק תהליך קבלת ההחלטות הנוגע לניהול יתרות מטבע חוץ בבנק ישראל.

הוועדה המוניטרית אחראית להתוות את הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של היתרות, וזאת בהתייעצות עם שר האוצר, ועוקבת באופן תקופתי אחר יישום מדיניות זו. הוועדה מאשרת ומעדכנת את חלוקת הסמכויות בנושא מדיניות ההשקעה של היתרות בינה לבין ועדת מט"ח וחטיבת השווקים. בנוסף, הוועדה המוניטרית, באישור שר האוצר, רשאית לשנות את העקרונות על פיהם יחליט הנגיד על הרמה הרצויה של יתרות מטבע חוץ לטווח ארוך.

ועדת מט"ח הינה ועדה פנימית של הבנק בראשות הנגיד, שתפקידה לתרגם את הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של היתרות להנחיות מפורטות לניהולן.

יתרות מטבע חוץ שמחזיקות מדינות ממלאות שלוש מטרות מרכזיות:

- מקנות למשק מטבע חוץ בהיקף מספיק בעת חירום (למשל במקרה של מלחמה או רעידת אדמה חזקה). בנסיבות כאלה יהיה צורך לקיים את היבוא אול להגדילו במהירות ובמידה משמעותית כדי להתמודד עם מצב החירום, ואילו היצוא ייפגע קשות, כך שההכנסות במטבע חוץ יהיו נמוכות. בנסיבות כאלה, הממשלה והמגזר הפרטי יתקשו לגייס מטבע חוץ בחו"ל, כך שיתרות מטבע החוץ יישארו המקור העיקרי של המדינה למימון במטבע חוץ.
- מאפשרות לבנק המרכזי להתערב בשוק מטבע החוץ בנסיבות שבהן (1) שער החליפין סוטה מטווח הרמות המתיישב עם שיווי המשקל הבסיסי של המשק; או (2) שוק מטבע החוץ אינו פועל כיאות (כשל שוק).
- מאפשרות לבנק המרכזי לפעול בשוק מטבע החוץ לשם מיתון ההשפעה של תנועות הון משמעותיות מצד תושבי חוץ או תושבים מקומיים, העלולות לערער את היציבות בשווקים הפיננסיים, ולכן לפגוע ביציבות של המשק (מקרה פרטי של הנקודה הקודמת).

⁴ בהתאם לחוק, יפרסם הבנק עד 31 במרץ 2012, את העקרונות שלפיהם נקבעה הרמה הרצויה של היתרות ואת הקווים המנחים למדיניות השקעתן, כפי שהיו בשנת 2011.

⁵ עד כניסתו לתוקף של חוק בנק ישראל התש"ע-2010, ב-1 ביוני, נוהלו היתרות על פי חוק בנק ישראל התשי"ד-1954 והפרשנות המשפטית שהתווספה עליו במשך השנים, ובהתאם למדיניות ההשקעה שקבע נגיד הבנק.

⁶ בטרם כוננה הוועדה המוניטרית, סמכויות בנושא ניהול יתרות מטבע החוץ היו כולן בידי הנגיד, אשר קבע מגבלות ודרגות חופש לחטיבת השווקים ביישום המדיניות שנקבעה על ידו.

כדי להשיג מטרות אלו מדיניות ההשקעה של היתרות מקיימת את שלושת העקרונות הבסיסיים הבאים:

- **שמירה על כוח הקנייה של היתרות**, כלומר על היקף השימוש שהבנק יכול לעשות בהן בעת הצורך. כיום יעד זה מתפרש כשמירה על הערך של היתרות במונחי ההרכב המטבעי הניטרלי שהבנק בחר בו – הנומר.
- **ניהול היתרות ברמה גבוהה של נזילות**, כלומר השקעת חלק הולם מהן בנכסים הניתנים למימוש מהיר, בסכומים גדולים, בהתרעה קצרה ובלי לפגוע בערך המימוש שלהם.
- **השגת תשואת החזקה נאותה על תיק היתרות**, ברמת סיכון מקובלת, כל עוד הדבר אינו פוגע בהשגת היעדים הקודמים.

בהתאם לעקרונות אלו, נקבעו, במסגרת מדיניות ההשקעה של יתרות מטבע חוץ, כללים לניהול הסיכונים הפיננסיים השונים שיתרות מטבע החוץ חשופות להם – סיכון מטבעי, סיכון מחיר, סיכון אשראי וסיכון נזילות.

במסגרת זו נקבע ההרכב המטבעי הניטרלי של היתרות – הנומר. הנומר הוא סל מטבעות, שהרכבו נקבע על פי עקרונות המשקפים את היעדים להחזקת היתרות, ומביאים בחשבון מספר גורמים הרלוונטיים ליעדים אלו. הנומר משמש עוגן לניהול הסיכון המטבעי של היתרות. תשואת החזקה של תיק היתרות נמדדת במונחי הנומר, ומנהלי תיק היתרות רואים בו הרכב מטבעי נטול-סיכון. הנומר כולל שלושה מטבעות בהתפלגות הבאה: 62% דולר, 33% אירו ו-5% סטרלינג.

השליטה במרבית הסיכונים הפיננסיים אליהם חשופות היתרות, מעוגנת בניהול של היתרות לעומת סמן (benchmark) ובמערכת של כללי ציות המגדירים את דרגות החופש לסטיות של התיק מהסמן במאפיינים השונים. הסמן הוא תיק היפותטי, הבנוי על פי הכללים לניהול הסיכונים. הרכבו המטבעי נקבע על פי הרכב הנומר, ומבנהו הנכסי נקבע בהתאם לרמות הרצויות של סיכון המחיר וסיכון הנזילות בכל אחד ממטבעות הנומר. הסמן משמש בידי מנהל תיק היתרות כ"תיק חסר סיכון", וגם כאמת מידה לשם ביקורת והערכה של איכות הניהול והביצועים של התיק.

המטרות הייחודיות והתפקידים שלשמן בנק מרכזי מחזיק יתרות מטבע חוץ מכתבים, הלכה למעשה, מדיניות השקעה שמרנית מאוד, הבאה לידי ביטוי הן ברמה נמוכה של החשיפה לסיכונים הפיננסיים השונים, והן בצורך לשמר רמה גבוהה מאוד של נכסים נזילים בתיק היתרות. פרופיל סיכון מעין זה שונה מפרופיל הסיכון שנוקטים בדרך כלל מנהלי השקעות אחרים, והוא מתבטא בניהול הזהיר של התיק וברמת התשואות, שהיא בדרך כלל נמוכה יחסית לתיקים אחרים.

עם כניסתו לתוקף של חוק בנק ישראל החדש, ביוני 2010, בוטלו הגבלות שמנעו עד אז השקעה של היתרות בסוגים שונים של נכסים פיננסיים, על אף שהוערכו בעבר ככדאיים כלכלית להשקעה, מבחינת הנזילות והפרופיל של תשואה-לעומת-סיכון שלהם. לפיכך, החל הבנק עוד בשנת 2010 לנצל, לראשונה, את דרגות החופש הנוספות שהקנה לו החוק החדש, והשקיע חלק מהיתרות באיגרות חוב של גופים במגזרים הציבוריים של מדינות מפותחות, שלא היה ניתן להשקיע בהן כל עוד החוק הקודם היה בתוקף. במקביל המשיך בנק ישראל לבחון הרחבה אפשרית, משמעותית

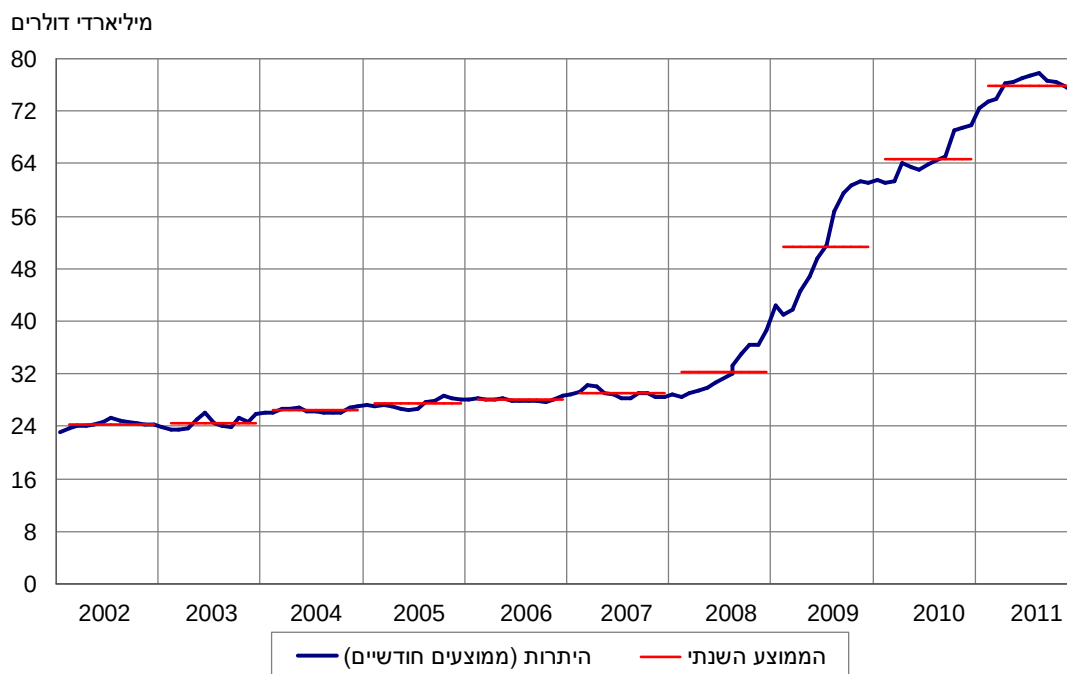
יותר, של מיגוון הנכסים שבהם יושקעו היתרות בשנים הקרובות. ביטוי ראשון לכך היה, בתחילת שנת 2012, השקעה של 2% מהיתרות, לראשונה, בשוק המניות האמריקאי.

2. השינויים ברמת היתרות ב-2011

בשנת 2011 עלו יתרות מטבע החוץ של ישראל במונחי דולרים ב-4 מיליארדי דולרים – מ-70.9 מיליארדי דולרים בסוף שנת 2010 ל-74.9 מיליארדים בסוף 2011 (איור 1). במונחי שקלים עלתה רמת היתרות בכ-34 מיליארדי שקלים, מ-252 מיליארדי שקלים בסוף שנת 2010 ל-287 מיליארדים בסוף 2011.

איור 1 – יתרות מטבע החוץ, 2002 עד 2011

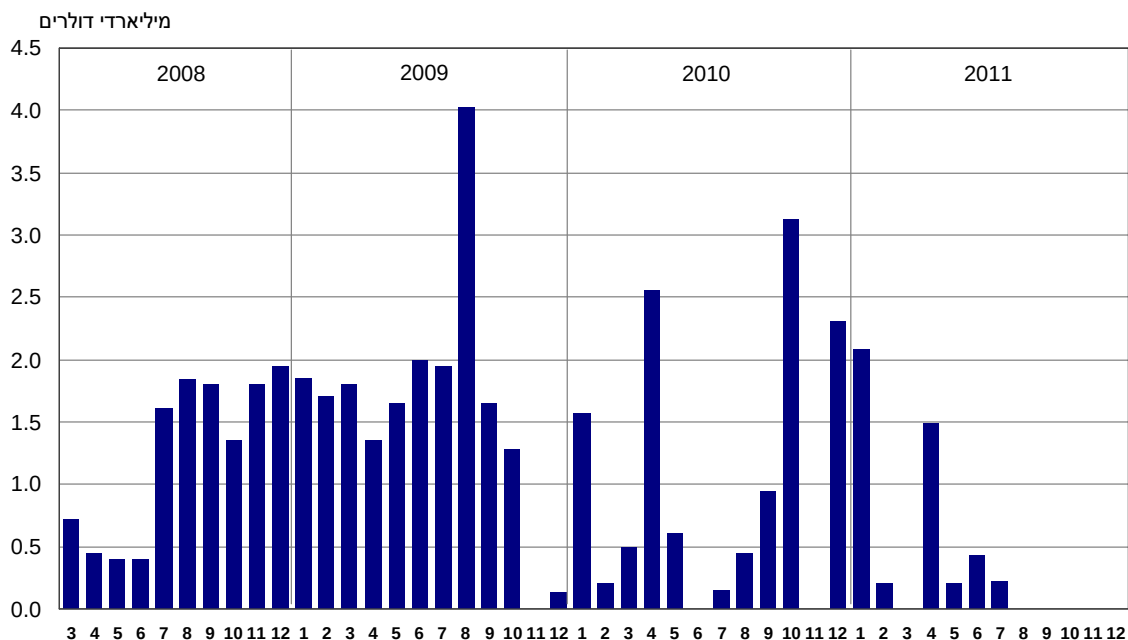
(ממוצעים חודשיים)



העלייה המשמעותית של רמת היתרות בארבע השנים האחרונות משקפת בעיקר רכישות דולרים על ידי בנק ישראל, שהחלו במאסר 2008. מדיניות זו ננקטה תחילה מפני הצורך להגדיל את היקף היתרות כדי להגיע לטווח הרצוי (ראה סעיף 3 בהמשך) ובהמשך, כדי להגן על שער החליפין במקרים בהם השוק אינו מתפקד כראוי, או במקרים של תנודות חריגות בו, שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים במשק.

ב-2011 המשיך הבנק לרכוש דולרים, אך בהיקף נמוך יותר בהשוואה לשנים הקודמות (איור 2). מרביתן של רכישות אלו התבצעו במחצית הראשונה של השנה, ומאז אוגוסט 2011, לאחר ששער החליפין עבר לסביבה שאינה סוטה מן התנאים הבסיסיים של המשק, לא התערב בנק ישראל בשוק מטבע החוץ. רכישות מטבע החוץ של בנק ישראל בשנת 2011 הסתכמו ב-4.6 מיליארדי דולרים בלבד.

איור 2 – רכישות מטבע חוץ על ידי בנק ישראל, מארס 2008 עד דצמבר 2011



לשינויים ברמת היתרות ב-2011 תרמו גם גורמים אחרים, אך הם היו מינוריים: השינוי ביתרות המיוחס להכנסה מריבית, לרווחי הון ולהפרשי שערים במונחי דולרים קוֹזוּ כמעט במלואו כתוצאה מהיחלשות של רוב המטבעות שהוחזקו בתיק היתרות מול הדולר; הפקדות המגזר הפרטי תרמו תוספת מזערית, ואילו הממשלה ביצעה משיכות השנה שהקטינו מעט את היקף היתרות.

3. עקרונות לקביעת הרמה הרצויה של יתרות מטבע חוץ

החזקת רמה נאותה של יתרות מטבע חוץ נחשבת בעיני מוסדות פיננסיים מקומיים וזרים, בעיני החברות, משקי הבית וסוכנויות הדירוג כמדד מרכזי לאיתנות הכלכלית של מדינה. ככל שיתרות מטבע החוץ גדולות יותר, כך רבה יותר יכולתם של קובעי המדיניות להתמודד עם לחצים כלכליים, פיננסיים ופוליטיים בלתי נמנעים. יתרות מטבע חוץ גדולות גם נוטות להוריד את שיעורי הריבית המשולמים הן על ידי הממשלה והן על ידי המגזר הפרטי עבור מימון מחו"ל. לפיכך, יתרות ברמה נאותה תורמות תרומה חשובה לאמון ביכולתה של המדינה להתמודד עם זעזועים במשק.

א. לחישוב רמתן הנאותה של היתרות יש כמה גישות:

- **גישה לחודשי יבוא:** במרבית התקופה שלאחר מלחמת העולם השנייה הרמה הנאותה של יתרות מטבע חוץ נמדדה במונחים של "חודשי יבוא" – יבוא של כמה חודשים היתרות יכולות לממן. גישה זו שלטה כל זמן שתנועות ההון הבין-לאומיות היו מוגבלות, והמקור העיקרי לקשיים במטבע חוץ היה החשבון השוטף של מאזן התשלומים.
- **גישה לזרמי ההון:** במהלך שנות התשעים התברר שמשברים פיננסיים רבים נגרמו בגלל זרמי הון גדולים, כלומר בגלל שיבושים בחשבון ההון, יותר מאשר בגלל שיבושים בחשבון

השוטף של מאזן התשלומים. בסוף שנות התשעים נעשה שימוש נרחב בכלל גרינספן-גידוטי (Greenspan-Guidotti), שעל פיו יתרות מטבע החוץ שמדינה צריכה להחזיק צריכות להגיע לפחות לרמת ההתחייבויות של המשק (של המגזר הציבורי והמגזר הפרטי) במטבע חוץ בשנים עשר החודשים הבאים – כך שהמדינה תהיה מסוגלת להתמודד עם ניתוק מוחלט של הגישה למקורות מטבע חוץ במשך שנה. כלל ה-100% (שלפיו היתרות צריכות להיות שוות למלוא ההתחייבויות במטבע חוץ לשנה) התבסס על בדיקה אמפירית של מידת כושר ההתמודדות של מדינות שעברו את המשברים הפיננסיים של שנות התשעים ותחילת שנות האלפיים: נמצא שמדינות אשר פעלו לפי כלל ה-100% היו נתונות לפחות מתקפות מטבע חוץ, והצליחו יותר להתמודד עמן.

במהלך המשבר העולמי שהחל ב-2007 היה ברור שמדינות אשר החזיקו יתרות מטבע חוץ בהיקף העולה על 100% היטיבו יותר להתמודד עם המשבר. הדוגמאות העיקריות לכך הן ברזיל, רוסיה ודרום-קוריאה. לכל אחת מאלה היו יתרות מטבע חוץ שמעבר ל-100%, והן השתמשו בהן באופן אפקטיבי לייצוב שער החליפין ו/או לשמירת היציבות הפיננסית. כעת מכירים בכך שיתרות בטווח של 100% עד 200% מהתחייבויות המשק במטבע חוץ הן אפקטיביות יותר מיתרות התואמות בדיוק את כלל גרינספן-גידוטי.

- **ביחס לשימושים הפוטנציאליים בעתיד (הגישה האקלקטית):** בחישוב רמת היתרות הנאותה לישראל נקט בנק ישראל את הגישה האקלקטית, המבוססת על השימושים הפוטנציאליים ביתרות בשעת חירום. ברור שבשעת חירום לאומית ישראל עלולה להזדקק ליתרות הן לשם מימון יבוא (על פי גישת חודשי היבוא, כולל יבוא סחורות ושירותים הקשור למצב החירום) והן כדי להתמודד עם זרמי הון פוטנציאליים.

על בסיס מכלול הגורמים שצוינו לעיל ובהתאם לתנאים השוררים כיום במשק הישראלי, קבע הנגיד שרמת היתרות הרצויה היא בטווח של 65 עד 90 מיליארד דולרים.

בקביעת רמת היתרות הובאה בחשבון גם עלות החזקתן⁷. אבל, בניחות העלות-תועלת של החזקת היתרות קשה למדוד כמותית את היתרונות והתועלות של החזקתן, שכן לא ניתן לכמת ולתמחר את תרומתן למשק – בין היתר משום שתרומתן עשויה להיות קריטית במצבי חירום, אשר קשה לדעת מראש את אופיים וחומרתם. עם זאת, מאחר שרמה נאותה של יתרות הינה אחד מהגורמים המשפיעים על איתנותה הכלכלית של המדינה, יש לכך ביטוי במאפיינים כלכליים ופיננסיים שונים, כמו למשל בדירוג האשראי של המדינה ובהערכות המתפרסמות על ידי חברות הדירוג. אלו, גם מאפשרים למשק לשאת בעלויות מימון נמוכות יותר בגיוס של חוב בחו"ל.

ב. יתרות מטבע החוץ של ישראל בפועל

ביישום הגישה האקלקטית – המביאה בחשבון הן את הצורך ביבוא סחורות ושירותים והן את זרמי ההון הפוטנציאליים הקשורים למצב משברי – מובנה מצבה הגיאוגרפית-פוליטית המיוחדת של

⁷ העלות החשבונאית של פעילות בנק ישראל נרשמת בספרי הבנק. עם זאת, מטבע הדברים, חשבונות הבנק אינם כוללים את הרווח הצפוי (מבחינת יציבות המשק) מהשימוש הצפוי ביתרות במצבים שונים בעתיד, וגם לא מהערכת השווקים שיתרות גדולות תורמות למשק, כפי כמתואר לעיל.

ישראל, המצריך רמה גבוהה יותר של יתרות ביחס למשתנים הכלכליים הנכללים בדרך כלל בחישוב הרמה הנאותה של יתרות מטבע החוץ.

בשנת 2011 עמדה רמת יתרות מטבע החוץ הממוצעת של ישראל על 154% מהחוב החיצוני לטווח הקצר של המשק ועל 8.7 חודשי יבוא (לוח 1).

לוח 1 – היתרות* ורמתן יחסית למצרפים שונים, 1999 עד 2011

השנה	היתרה הממוצעת היתרות לנפש	היבוא	החוב החיצוני ברוטו של המשק	החוב החיצוני לטווח קצר של המשק	הנכסים השקליים הלא-צמודים (M2)	התוצר המקומי גולמי
	(מיליוני דולרים)	(דולרים)	(חודשים)	(אחוזים)		
1999	21,687	3,493	5.4	34	55	20
2000	22,277	3,498	4.6	33	46	18
2001	23,715	3,644	5.5	35	43	19
2002	24,328	3,669	5.8	34	48	22
2003	24,447	3,623	5.6	33	47	21
2004	26,530	3,862	5.3	34	48	21
2005	27,451	3,927	5.1	35	47	20
2006	28,137	3,954	4.8	32	45	19
2007	29,179	4,028	4.1	32	38	17
2008	32,924	4,442	4.1	37	34	16
2009	51,981	6,883	8.4	56	50	27
2010	64,939	8,439	8.8	61	57	30
2011	76,052	9,735	8.7	74	58	32

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

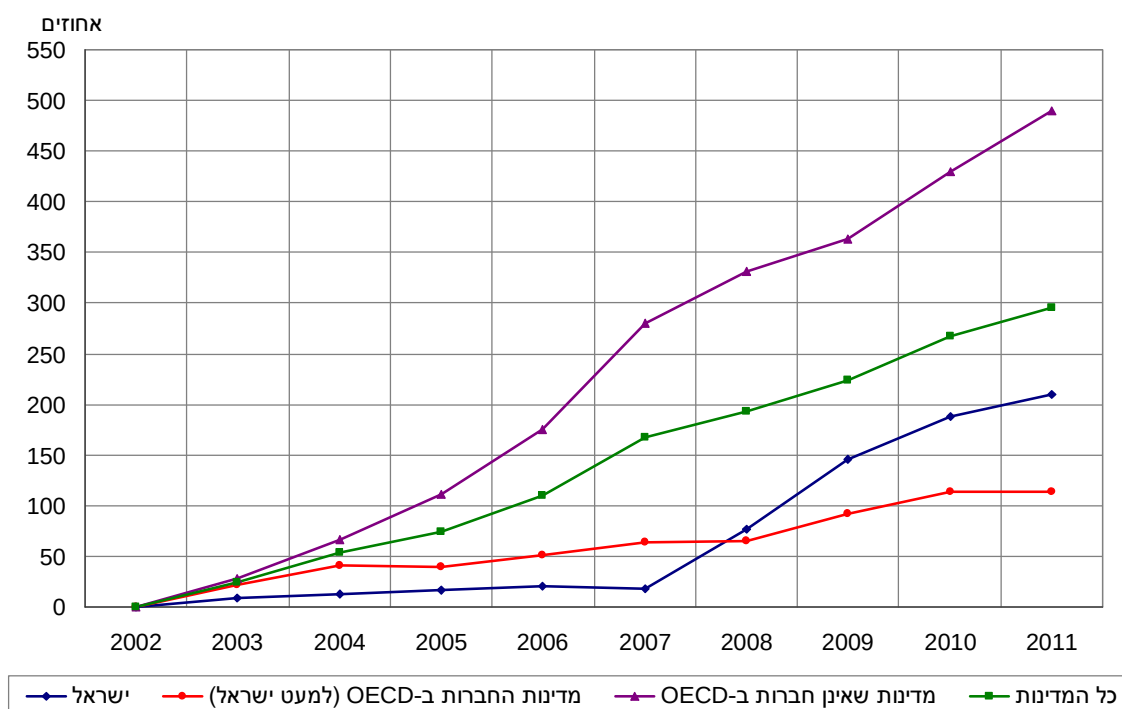
* היתרות כוללות גם זכויות משיכה בקרן המטבע הבינלאומית.

ג. יתרות מטבע החוץ של ישראל בהשוואה בין-לאומית

בעשור האחרון יתרות מטבע החוץ של ישראל גדלו ב-210% (איור 3), גידול שכמעט כולו בארבע השנים האחרונות. שיעור זה גבוה משיעור הגידול של יתרות מטבע החוץ של מדינות מפותחות (110%) ונמוך מזה של מדינות מתפתחות (490%) ושל היתרות העולמיות (296%).

רמת היתרות של ישראל ביחס לרוב המצרפים (איור 4) נמצאת מעל החציון הן של המדינות המפותחות והן של המתפתחות, אולם ביחס לרוב המצרפים הרמה בישראל אינה נמצאת בקצה העליון של טווח ההתפלגות. ראוי לציין כי יחס היתרות של ישראל לחוב החיצוני לטווח קצר של המשק, 154%, נמוך במידה ניכרת מהחציון של קבוצת המדינות המתפתחות, 380%, אך גבוה מזה של המדינות המפותחות – 45%.

איור 3 – השינויים ביתרות מטבע חוץ בקבוצות מדינות שונות בעולם ובישראל, 2002 עד 2011⁸

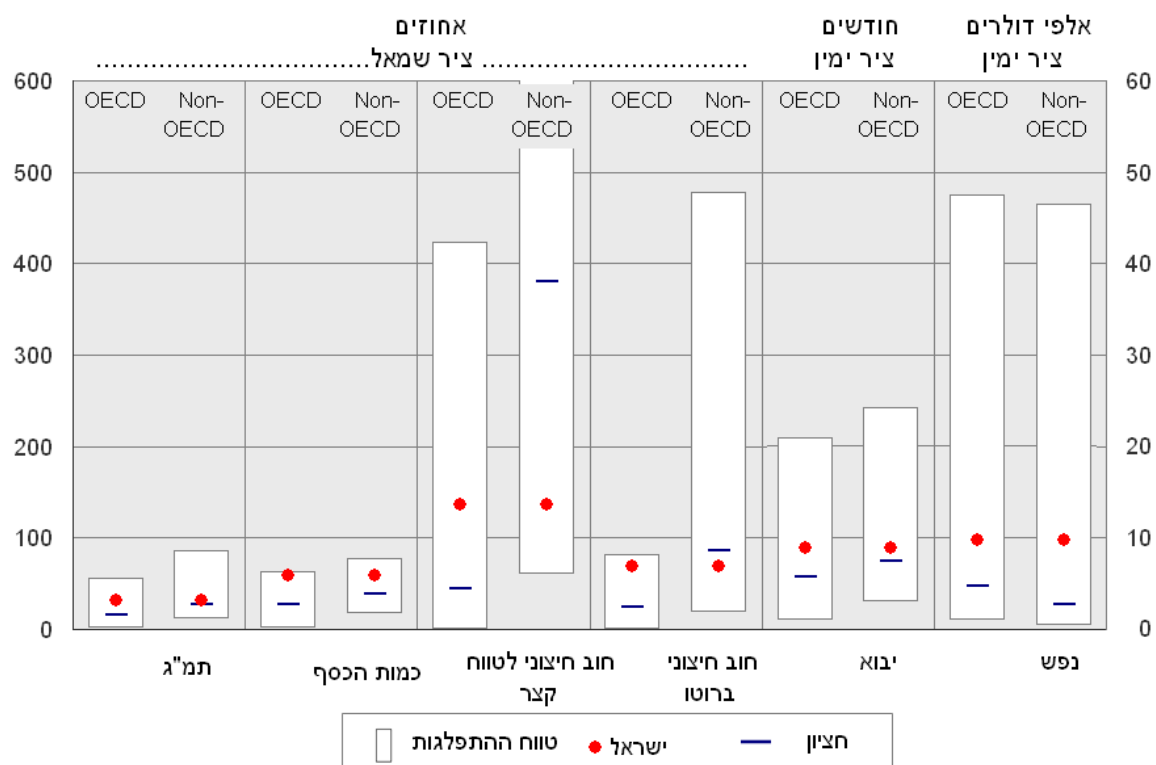


ד. התערבות בשוק מטבע החוץ והרמה הרצויה של היתרות

חשוב לציין כי כפי שמבואר בסעיף 53 לחוק בנק ישראל, התערבות של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ, לשם מילוי תפקידיו והשגת יעדיו, יכולה להביא לסטייה של רמת היתרות בפועל מהרמה הרצויה שנקבעה. גם פעילות של הממשלה ופעילות של המערכת הבנקאית יכולות לגרום סטייה כזאת. באופן כללי, הבנק ינקוט פעולות לשינוי רמת היתרות רק כשהסטייה היא משמעותית ונמשכת, ורק אם פעולות אלו עולות בקנה אחד עם השגת מטרות הבנק שנקבעו בחוק בנק ישראל – ביניהן יציבות מחירים, תמיכה במטרות אחרות של המדיניות הכלכלית ותמיכה ביציבות מערכת הפיננסית. לפיכך ייתכן מצב שבו יתרות מטבע החוץ יסוו מהרמה הרצויה לפרקי זמן ממושכים.

⁸ המדינות בקבוצת OECD: אוסטרליה, איסלנד, בריטניה, דנמרק, הונגריה, מקסיקו, נורווגיה, ניו-זילנד, פולין, צ'ילה, הרפובליקה הצ'כית, קוריאה, קנדה, שוודיה ושווייץ. המדינות בקבוצה שאינה ב-OECD: בולגריה, ברזיל, דרום אפריקה, הודו, טייוואן, לטביה, ליטא, מלזיה, הנסיכויות הערביות המאוחדות, סין, סינגפור, רומניה, רוסיה ותאילנד.

איור 4: יחס היתרות למצרפים כלכליים בסוף 2011, ישראל לעומת מדינות אחרות

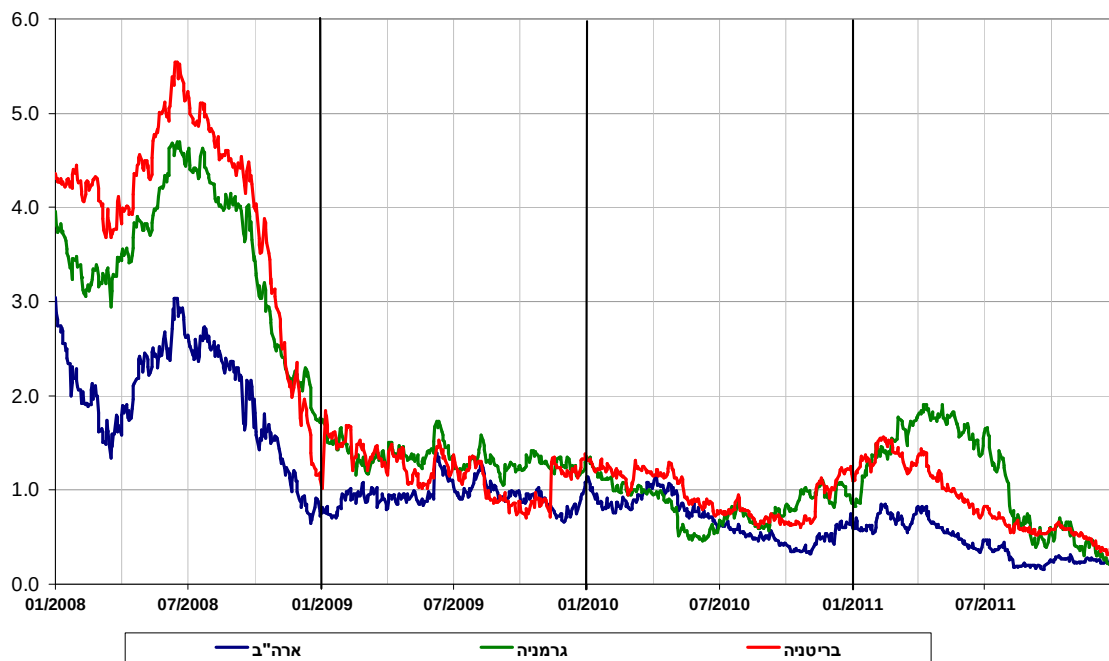


ב. הסביבה הפיננסית הבין-לאומית בשנת 2011

בשנת 2011 תנאי הרקע לניהול יתרות מטבע החוץ המשיכו להיות מורכבים. במוקד האירועים עמד השנה משבר החובות באירופה, שהתפשט והתעצם. משבר זה לוה בהורדות דירוג נרחבות של מדינות ובנקים, ואיים על שלמותו של גוש האירו ועל יציבותה של המערכת הפיננסית העולמית. מרחב ההשקעות המסורתי של מנהלי יתרות ברחבי העולם, ובבנק ישראל בפרט, הצטמצם והפך מסוכן יותר – בשל התדרדרות באיכות האשראי של מנפיקים ממשלתיים או בעלי ערבות ממשלתית ושל מוסדות פיננסיים גדולים לצד חששות גוברים ליציבותם, אף שעד לאחרונה אלה נחשבו בטוחים יחסית מפני פשיטות רגל.

האירועים השליליים שפקדו השנה את השווקים הפיננסיים, הביאו לעליה חדה בתשואות לפדיון של מדינות מפותחות רבות שנקלעו לקשיים, אשר שיקפה חוסר אמון מצד המשקיעים ואת חששם הגובר מפני פשיטת רגל. לעומתן, בארה"ב, בגרמניה, ובמספר מדינות מפותחות אחרות, שבתקופה זו נתפסו עדיין כיציבות ובטוחות יחסית, נרשמה במהלך השנה ירידה נוספת של התשואות לפדיון, לרמות שפל שלא היו כדוגמתן בעבר (איור 5). רוב ההשקעות של תיק היתרות מרוכזות במדינות אלו.

איור 5 – התשואות לפדיון לשנתיים של איגרות חוב ממשלתיות של ארה"ב, גרמניה ובריטניה, 2008 עד 2011 (אחוזים)



בתחילת 2011 נרשמה בחלק מהמדינות תחילתה של מגמת ריסון מוניטרי, אך עם החרפת משבר החובות באירופה והתגברות אי-הוודאות בשווקים, בעיקר במחצית השנייה של השנה, השתנה כיוון המדיניות, ותוואי ההרחבה המוניטרית נתחדש: הבנקים המרכזיים הורידו את הריביות בחזרה או השאירו אותן ברמות הנמוכות מאוד לצד נקיטת צעדים מרחיבים אחרים.

בארה"ב המשיך הממשל לנקוט צעדים פיסקליים שונים שנועדו להמרצת הכלכלה. במקביל, המשיך ה-Fed עד אמצע השנה את הסבב השני של ההקלה הכמותית (quantitative easing), שהשיק בשנה הקודמת, ולקראת סוף השנה יצא בתוכנית של החלפת נכסים (Operation Twist). במסגרת תוכנית זו מכר ה-Fed נכסים קצרים בתמורה לרכישת נכסים בינוניים וארוכים, כדי להביא לירידת הריביות בחלק הארוך של העקום, וכך – להוזלה של עלויות המימון להקלה של תנאי האשראי במשק האמריקאי. כמו כן הצהיר ה-Fed כי בכוונתו להמשיך להחזיק את הריבית ברמתה הנמוכה עד סוף שנת 2014.

תוכניות אלו וקודמותיהן, שבאו על רקע הפגיעה בכלכלת ארה"ב מאז פרוץ המשבר ב-2008, היו בין הגורמים לגידול הנרחב של הגירעון ולעליית רמות החוב של ארה"ב לשיא של כל הזמנים בשנת 2011, והובילו לגידול מהיר מאוד של יחס החוב לתוצר עד לחשש כי תיפרץ תקרת החוב האמריקאי, הנקבעת בידי הקונגרס. בעקבות זאת ניטש מאבק פוליטי קשה, שלווה באי הסכמה בין גורמים שונים בממשל, ובסופו הוסכם על העלאה נוספת של התקרה, לצד התחייבות לנקוט צעדים לצמצום הגירעון ולבלימה של עליית החוב. התנהלות זו הייתה בין הגורמים שהניעו את סוכנות הדירוג S&P להוריד את דירוג החוב המושלם של ארה"ב – לראשונה – בדרגה אחת, מ-AAA ל-AA+. מאורע זה, אף שעורר מהומה רבה ויצר תנודות חזקות בשווקים, לא פגע בסופו של דבר במעמדה האיתן של ארה"ב בעיני המשקיעים, והיא המשיכה לשמש עבורם "חוף מבטחים", על רקע ההתפתחויות השליליות באירופה.

באירופה הביאה התעצמות משבר החובות והתפשטותו, בעיקר במחצית השנייה של השנה, ללחץ רב בשווקים, ולתנודות חריפות. מצבן הפיסקלי של חלק מהמדינות – בהן יוון, ספרד, פורטוגל ואיטליה – הלך והורע, ובתגובה נרשמו עלויות משמעותיות של מירוחי ה-CDS ושל תשואות איגרות החוב שלהן, במקביל להורדות מסיביות של דירוגיהן מצד חברות הדירוג הבין-לאומיות. בתגובה להחרפת המצב פרסמו מנהיגי אירופה לאורך השנה תוכניות שונות לטיפול במשבר, אך נראה היה כי אלה אינן מצליחות לבלום את ההתדרדרות, ואי-הוודאות הרבה באשר ליכולתן של מדינות הפריפריה באירופה להימנע מפשיטת רגל הלכה וגברה. נוסף על כך גבר החשש כי המשבר יתפשט גם למדינות הליבה, והאפשרות להתפרקות גוש האירו או ליציאה של חלק מהמדינות החברות בו הפכה ממשית יותר.

עם החרפת המשבר ביבשת, ה-ECB, שבתחילת השנה הסתפק במעורבות מינורית, הלך והגביר את מעורבותו בשוקי איגרות החוב על ידי קניית איגרות חוב של חלק ממדינות הגוש שמצבן הלך והורע. נוסף, על כך – הרחיב ה-ECB, לקראת סוף השנה את היקף אמצעי המימון והנזילות שהעמיד לרשות המערכת הפיננסית באירופה כדי לתמוך ביציבותה. במסגרת זו הוא הגמיש את מיוון הביטחונות שהוא מוכן לקבל מהבנקים, והודיע כי יספק לבנקים האירופיים כספים ללא הגבלה (Full Allotment) בהלוואה לתקופות של עד 3 שנים (לעומת שנה בלבד עד אז) – כל זאת כדי להקל על מצוקת המימון של הבנקים באירופה. צעדים אלו התקבלו באופן חיובי בשווקים ותרמו להצטמצמות מסוימת במירוחי ה-CDS של מדינות הפריפריה ולירידת מירוחי התשואות באיגרות החוב של מדינות אלו מול גרמניה.

ג. תשואת ההחזקה של היתרות בשנת 2011

תשואת ההחזקה של היתרות במונחי נומרר⁹ הסתכמה בשנת 2011 ב-1.3%, הנמוכה ביותר בעשור האחרון, ונמוכה משמעותית מהתשואה הממוצעת בעשור זה, 3.3% (לוח 2). תשואת ההחזקה של התיק ב-2011 במונחי שקלים הייתה גבוהה הרבה יותר, 7.8%, וזאת עקב היחלשות השקל מול המטבעות שבהם מושקע חלק הארי של היתרות¹⁰.

על רקע השינויים שהתחוללו בסביבה המקרו-כלכלית העולמית בשנים האחרונות בעטיו של המשבר הפיננסי, הוספו לתיק היתרות בתחילת 2010 השקעות במטבעות ובנכסים של משקים מפותחים ומבוססים בעלי פוטנציאל צמיחה גבוה. מדינות אלו כמעט לא נפגעו מהמשבר האחרון, ובשל מאפייניהן הכלכליים החיוביים היו צפויות ליהנות מהתחלת ההתאוששות הכלכלית בעולם ומהתחזקות הביקוש לסחורות. מטרת ההחלטה להשקיע חלק מהיתרות במטבעות אלו הייתה לשפר את פרופיל תשואה-סיכון של תיק היתרות. במהלך שנת 2011 הוגדל מעט היקף ההשקעות במטבעות ובנכסים של מדינות אלו, והן היוו פוזיציה מטבעית ונכסית בהיקף ממוצע של כ-9% מול הנומרר ומול הסמן.

על אף האמור, כללי ההשקעה של בנק ישראל הם כאמור שמרניים למדי, ובמסגרתם ישנן מגבלות למידת החשיפה המותרת לסיכונים שונים. בהקשר זה, כבר בשלבים הראשונים של המשבר הפיננסי העולמי, בטרם עבר מרכז הכובד שלו לאירופה, הוחמרו כללי הציות השונים, כולל אלו המונעים חשיפת יתר לסיכון אשראי. עם פרוץ המשבר בספטמבר 2008 בעקבות קריסתו של בנק ההשקעות Lehman Brothers, כשמצבם הפיננסי של בנקים רבים ברחבי העולם הורע משמעותית, הוחלט להפסיק את ההשקעה בפיקדונות בנקאיים. לפיכך נותרה החשיפה הבנקאית במהלך 2011, קרובה לאפס, בדומה לחשיפה בשנתיים האחרונות. במהלך השנה גדלו סיכונים האשראי והנזילות בתיק היתרות, בעקבות ההתפתחויות השליליות בשווקים הפיננסיים, ובייחוד באירופה. על כן, ואף שכללי הציות היו כבר אז שמרניים, נקט בנק ישראל צעדים נוספים לצמצום סיכונים אלו, ביניהם: הקטנה ולעיתים סגירה של החשיפה למדינות שמצבן המקרו-כלכלי הלך והתדרדר, והגבלת אופק ההשקעה בחלק מהנכסים והמדינות. צעדים אלו מנעו הפסדים גדולים, ובסיכומה של השנה תיק היתרות של בנק ישראל כמעט לא נפגע מההתפתחויות השליליות האמורות.

⁹ הנומרר כאמור הוא ההרכב המטבעי הניטרלי של תיק היתרות, ולכן התשואות בתיק ובסמן שהם רב-מטבעיים, נמדדת במונחי הנומרר ולא במונחי מטבע שרירותי כזה או אחר.

¹⁰ להרחבה ראו: בנק ישראל, דין וחשבון כספי לשנת 2011.

לוח 2 – ביצועי התיק בפועל לעומת הסמן, 2002 עד 2011

(אחוזים, במונחי נומרר שנתיים. בסוגריים – סטיות התקן השבועיות במונחים שנתיים)

תוספת תשואה			התשואה		
מזה: הניהול הנכסי כולל אריכות ופיזור	מזה: הניהול המטבעי	סך כל תרומת הניהול	הסמן	התיק בפועל	
0.17	0.03	0.20 (0.17)	4.98 (1.41)	5.18 (1.32)	2002
0.16	0.04	0.21 (0.09)	1.94 (0.79)	2.15 (0.81)	2003
0.01	0.02	0.03 (0.08)	1.67 (0.68)	1.70 (0.66)	2004
0.20	0.00	0.21 (0.12)	2.44 (0.67)	2.64 (0.60)	2005
0.15	-0.02	0.12 (0.14)	3.70 (0.79)	3.83 (0.73)	2006
-0.05	0.05	0.00 (0.25)	6.91 (1.50)	6.91 (1.37)	2007
-0.22	0.02	-0.19 (0.53)	6.14 (1.46)	5.95 (1.42)	2008
1.12	-0.02	1.10 (0.22)	0.81 (0.65)	1.91 (0.60)	2009
0.10	0.43	0.54 (0.53)	1.19 (0.36)	1.73 (0.57)	*2010
0.16	0.04	0.21 (0.71)	1.07 (0.39)	1.28 (0.80)	2011
0.18	0.06	0.24	3.06	3.31	2002-2011

* התשואות חושבו מחדש, ראו התייחסות בדברי הניתוח.

נציין כי התשואות שדווחו בעבר לשנת 2010 היו במונחי נומרר שונה מזה ששימש אותנו לפני כן ובשנת 2011. זאת, משום שהנומרר בשנת 2010 כלל מטבעות נוספים מלבד הדולר האירו והסטרלינג, מטבעות שלאחר בחינה-מחדש הוחלט להוציאם ממנו. החישוב הנוכחי בלוח 2 הוא במונחי הנומרר שבתוקף כיום, הכולל רק את המטבעות דולר, אירו וסטרלינג, ואשר היה בשימוש למדידת התשואות בכל העשור האחרון, כאמור, למעט שנת 2010. לפי חישוב הנוכחי תרומת הניהול לשנת 2010 גבוהה יותר מאשר לפי החישוב הקודם, בעיקר בגלל הפרשי שער.

1. התשואה והסיכון של הסמן

הגורם העיקרי הקובע את תשואת ההחזקה של תיק היתרות הוא הרכבו ומבנהו של הסמן. זאת משום שאלו מכתבים למנהל התיק את מאפייניו העיקריים. תשואת ההחזקה של הסמן הייתה השנה 1.07%, דומה לזו של השנה הקודמת (1.19%) ונמוכה מהממוצע בעשור האחרון – 3.06%.

הרמה הנמוכה של תשואת הסמן בשלוש השנים האחרונות ביחס לרוב השנים שקדמו להן היא תוצאה של רמות השפל אליהן הגיעו הריביות והתשואות-לפדיון בשווקים שבהם היתרות מושקעות, בגלל המשבר הפיננסי העולמי. לרמתה הנמוכה של תשואת הסמן תרם בעיקר המשך השקעת היתרות בשנה זו בנכסים בעלי אריכות נמוכה יחסית, שרגישותם לשינויים בתשואות לפדיון נמוכה. קיצור האריכות של חלק מהתיקים החל עוד ב-2009, בתגובה לירידות תלולות של עקומי התשואה, כדי לשמר את הפרופיל של תשואה-לעומת-סיכון שהיה לתיק היתרות לאורך השנים האחרונות. המטרה הייתה צמצום האפשרות של ספיגת הפסדי הון מעבר להכנסות מריבית במקרה של עלייה מהירה ותלולה של התשואות לפדיון. זאת כחלק מהמדיניות ארוכת הטווח של הבנק להימנע מסיכון משמעותי של הפסד בתיק היתרות במונחי הנומרי. ואולם קיצור אריכות התיקים הקטין את ההכנסות השוטפות מריבית ובעיקר את היקף רווחי ההון שניתן היה להשיג במקרה של ירידת תשואות, שאכן התרחשה גם השנה במדינות הסמן. מכאן שאילולי קוצר התיק במידה כה משמעותית מחשש לעליית התשואות, תשואות ההחזקה על היתרות מאז תחילת המהלך היו יכולות להיות גבוהות הרבה יותר¹¹. ואולם, חשוב לזכור כי הפעולות האלה לא ננקטו כפוזיציה לשם השגת רווחים, אלא, כאמור, לשם הקטנת הסיכון של תשואה שלילית.

התנודתיות (סטיית התקן) של תשואת הסמן בשנת 2011 הסתכמה ב-0.39%, רמה נמוכה יחסית לעשור האחרון ודומה לזו של השנה הקודמת (לוח 2). רמת התנודתיות הנמוכה בסמן נובעת גם היא מרמת השפל שאליו ירדו התשואות לפדיון בשוקי איגרות החוב של מדינות הסמן, כארה"ב, בריטניה וגרמניה. גורם נוסף שהשפיע על התנודתיות הנמוכה היה אריכות התיקים, שהמשיכה גם השנה להיות נמוכה ביחס לרמות האריכות שהיו נהוגות בשנים עברו. התנודתיות הנמוכה יחסית של הסמן משקפת את השמרנות והזהירות שבנק ישראל נוקט במדיניות ניהולן של יתרות מטבע החוץ, אשר באה לידי ביטוי בנכסי הסמן הכוללים בעיקר איגרות חוב של מדינות מפותחות גדולות, מבוססות, ובדירוג גבוה, שאכן הוכיחו עמידות גבוהה יחסית לאורך תקופת המשבר.

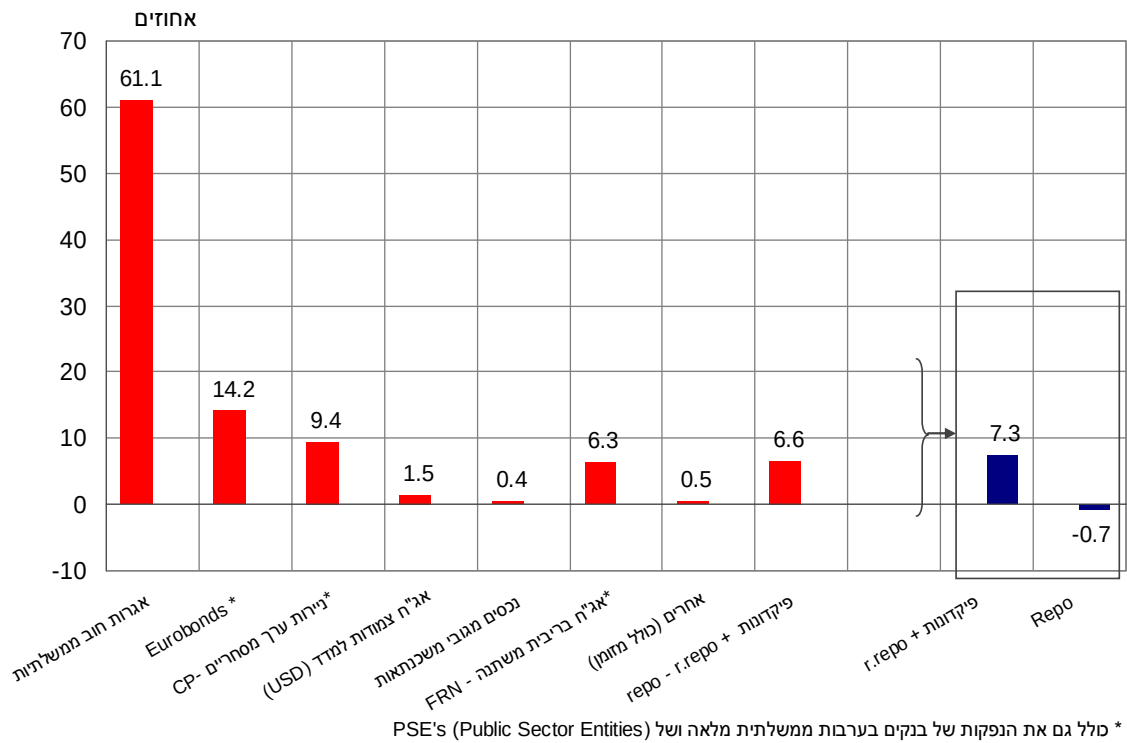
2. התרומה והסיכון של הניהול הפעיל

תרומת הניהול הפעיל משקפת את סך התרומות של ההחלטות להשקיע את תיק היתרות בהרכב שונה מזה של הסמן – למשל בהרכב המטבעי, ההרכב הנכסי, האריכות והפיזור של התקופות לפירעון – במטרה להשיג תשואה גבוהה יותר; כל זאת במסגרת דרגות החופש שניתנו למנהל התיק.

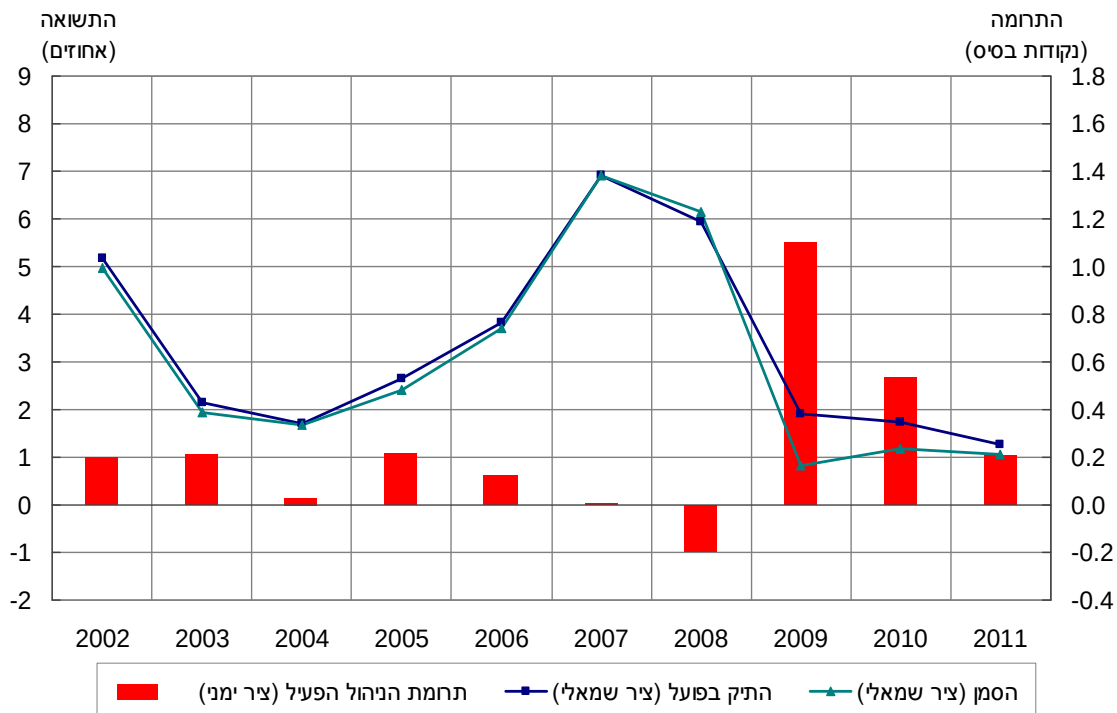
כך, לדוגמה, בעוד שהסמן מכיל בעיקר איגרות חוב ממשלתיות של ארה"ב, בריטניה, ומספר מצומצם של מדינות באירופה, תיק היתרות מכיל נכסים מסוגים שונים, משקל איגרות החוב הממשלתיות בו הוא סביב 60%, ובכללן גם איגרות חוב של מדינות שאינן בסמן (איור 6)

¹¹ ביטוי לכך ניתן לראות בהשוואה בין ביצועי תיק הדולר לביצועי קרנות פרטיות בשוק איגרות החוב האמריקאי בסעיף 3.

איור 6 – ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות, 2011
(ממוצע שנתי, כולל נכסים בניהול חיצוני)



איור 7 – שיעור התשואה ותרומת הניהול הפעיל, 2002 עד 2011
(במונחי נומרר)



מהסתכלות על העשור האחרון עולה כי להוציא את שנת 2008, תרומת הניהול הפעיל הייתה חיובית (איור 7), אך מאז המשבר ב-2008 ניכרת שונות גדולה יותר בתשואה העודפת, כתוצאה מהתנודות החריפות במחיריהם של נכסים בשווקים הפיננסיים בשנים אלו ומהחלטה להשקיע בשנתיים האחרונות חלק מהיתרות בתיקים מטבעיים חדשים.

ב-2011 הסתכמה תרומת הניהול הפעיל ב-21 נקודות בסיס, בדומה לממוצע של העשור האחרון (לוח 2). תרומה זו, כמו בשנה הקודמת, הושגה בעיקר הודות להחלטה אשתקד להסיט חלק מהיתרות להשקעה במטבעות ובנכסים שאינם כלולים בנומרי ובסמן. החלטה זו תרמה השנה לסך התשואה העודפת על פני הסמן כ-26 נ"ב (לוח 3).

לוח 3- פירוק תרומת הניהול הפעיל לרכיביה, 2010 ו-2011

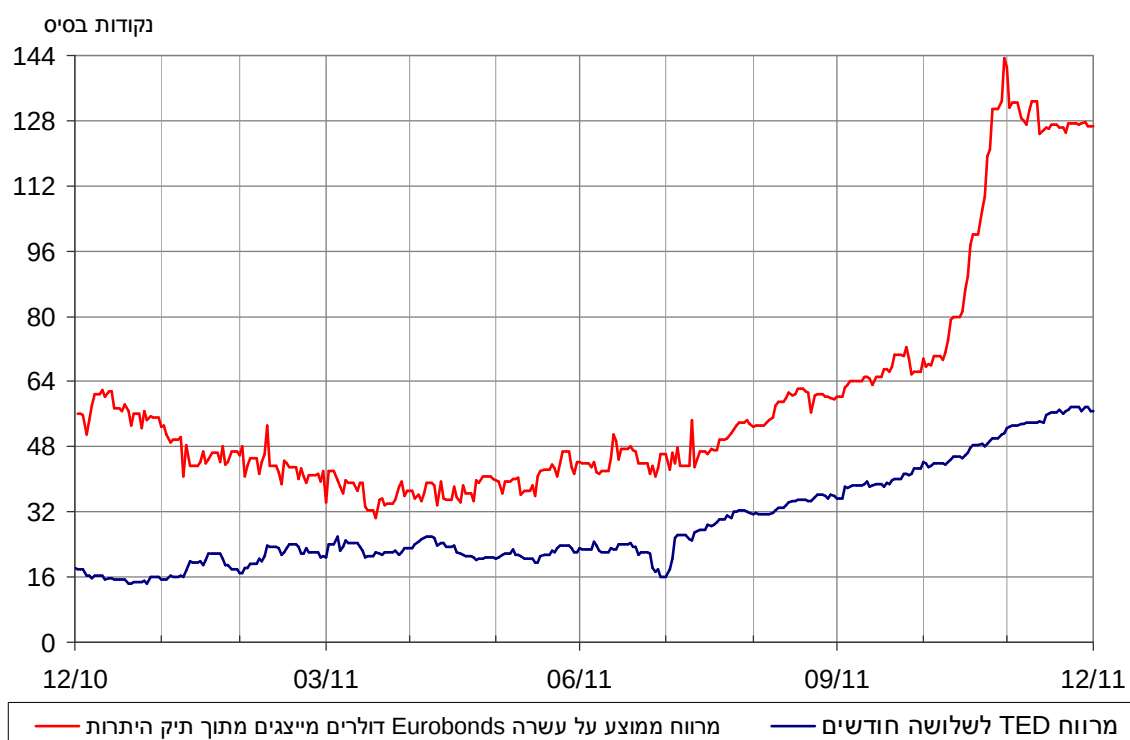
(נקודות בסיס, במונחי נומרי שנתיים)

2010	2011	
9.0	-5.3	תיקים במטבעות הנומרי
10.3	-2.9	מזה: הניהול הנכסי
-1.4	-2.5	מזה: פוזיציות אריכות ופיזור
46.6	25.9	תיקים מטבעיים חדשים
0.0	-0.5	פוזיציות מטבעיות אחרות
1.6	-0.5	נכסים בניהול חיצוני
-3.5	1.1	תרומות אחרות
53.8	20.7	סה"כ

התרומה של העברת חלק מהיתרות שהיו מושקעות בנכסים הנקובים במטבעות הנומרי להשקעה בנכסים הנקובים במטבעות שאינם בנומרי מגלמת בתוכה החלטות ניהול שונות, המשקפות שינויים הנובעים מהמעבר בין המטבעות ובין השווקים השונים – למשל, הבדלים בשערי החליפין, בתשואות ובמירווחי התשואות. כך, לדוגמה, עקומי התשואות בשוקי איגרות החוב של המדינות הנוספות שבהם הושקעו היתרות היו גבוהים מאלה שבשוקי איגרות החוב של ארה"ב וגרמניה, וגם הירידה של התשואות לפדיון בשוקי המדינות הנוספות הייתה בדרך כלל חזקה יותר והניבה רווחי הון גדולים יותר. גם המאפיינים שנבחרו לניהול התיקים במטבעות אלו נבדלים ממאפייני הניהול של התיקים במטבעות הסמן – למשל באריכות, בפיזור, ובסוגי הנכסים. כך לדוגמה, תיקי ההשקעות במטבעות אלו נוהלו מלכתחילה באריכות גבוהה מזו של התיקים בדולר ובאירו, ולכן ביצועי הנכסים בשווקים החדשים היו טובים משמעותית מאלו שבשוקי הדולר והאירו.

לעומת זאת, הניב הניהול הפעיל של התיקים במטבעות הנומרי – הדולר האירו והסטרלינג – תרומה שלילית של כ-5 נקודות בסיס, אשר נבעה הן מהפסדים בפוזיציות פיזור ואריכות שנפתחו במהלך השנה, והן מהניהול הנכסי. במסגרת הניהול הנכסי, נכסי המירווח שבתיק, הן הקצרים והן הארוכים, הניבו תשואות חסר לעומת נכסי הסמן. זאת בגלל הפסדי הון בעקבות התרחבות המירווחים במחצית השנייה של השנה, תוצאת ההתפתחויות השליליות באירופה (איור 8).

איור 8 – מירווחי ה-Eurobonds בתיק היתרות ומירווחי ה-TED, 2011



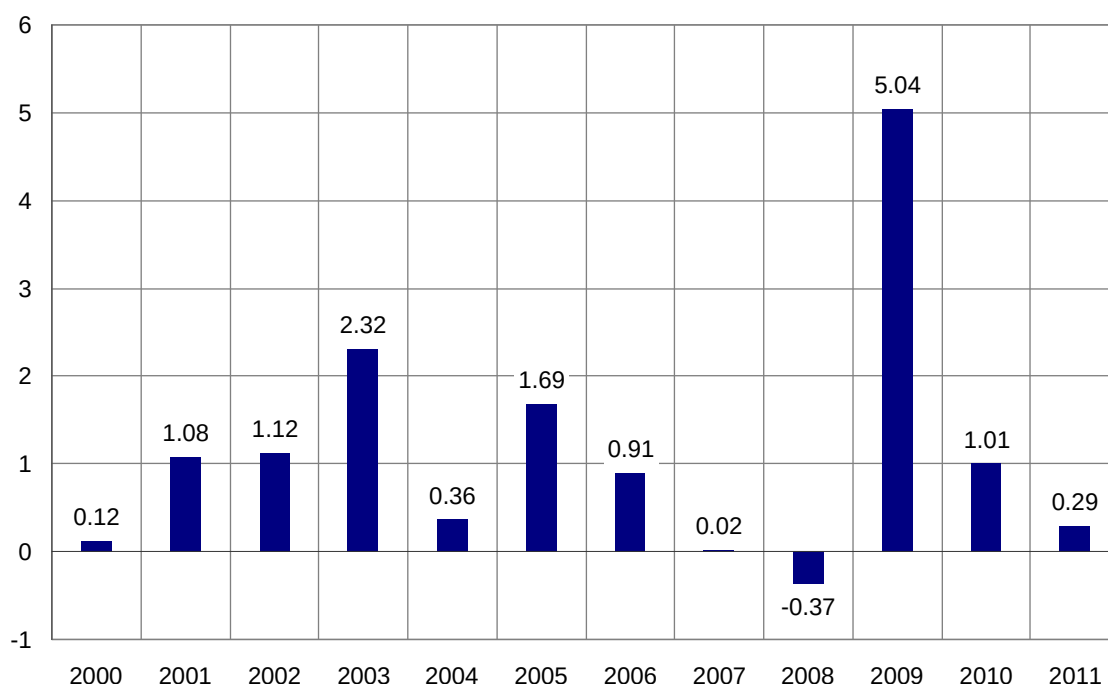
תנודתיות התיק האמירה השנה משמעותית (0.8%) והיא הייתה כפולה מזו של הסמן (לוח 2), ולא עוד אלא שהיחס של תרומת הניהול הפעיל לתנודתיות שלה, הקרוי Information Ratio, היה השנה נמוך מן הממוצע¹² מאז שנת 2000 – 0.29 לעומת 0.78, בהתאמה. יחס זה הוא מדד סיכון מקובל לבחינת תוספת התשואה לעומת הסמן ביחס לסיכון שנלקח לשם כך (איור 9).

התגברות התנודתיות בתיק השנה ורמתו הנמוכה יחסית של ה-Information Ratio, מיוחסות גם לשינויים החדים שהתחוללו השנה במירווחי התשואות, אך בעיקר לפוזיציה שנוצרה בתיק עקב השקעת חלק מהיתרות במטבעות שאינם בנומרי. פוזיציה זו הושפעה במידה רבה מהתנודתיות הגבוהה שאפיינה השנה את שערי החליפין של מטבעות אלו.

על אף האמור לעיל, ההחלטה להשקיע במטבעות אלו נתפסת בבנק כהחלטה נכונה, משום שהיא משקפת ראייה ארוכת טווח, ומבטאת אמון ביסודות הכלכליים החזקים של משקים אלו. בהקשר זה נאמר כי ההשקעה של חלק קטן מהיתרות במניות, שהוחל בה בראשית שנת 2012, יכולה לתרום למיתון תנודתיות התשואות בטווח הארוך, מפני המיתאם ההפוך הקיים בדרך כלל בין שוקי המניות לשוקי אגרות החוב.

¹² ממוצע זו אינו כולל את שנת 2009, שהייתה חריגה מאוד.

איור 9 – יחס תרומת הניהול הפעיל לסטיית התקן שלה (Information Ratio), 2000 עד 2011



3. השוואת התשואה בתיק הדולר לביצועי תיקים של מנהלים אחרים

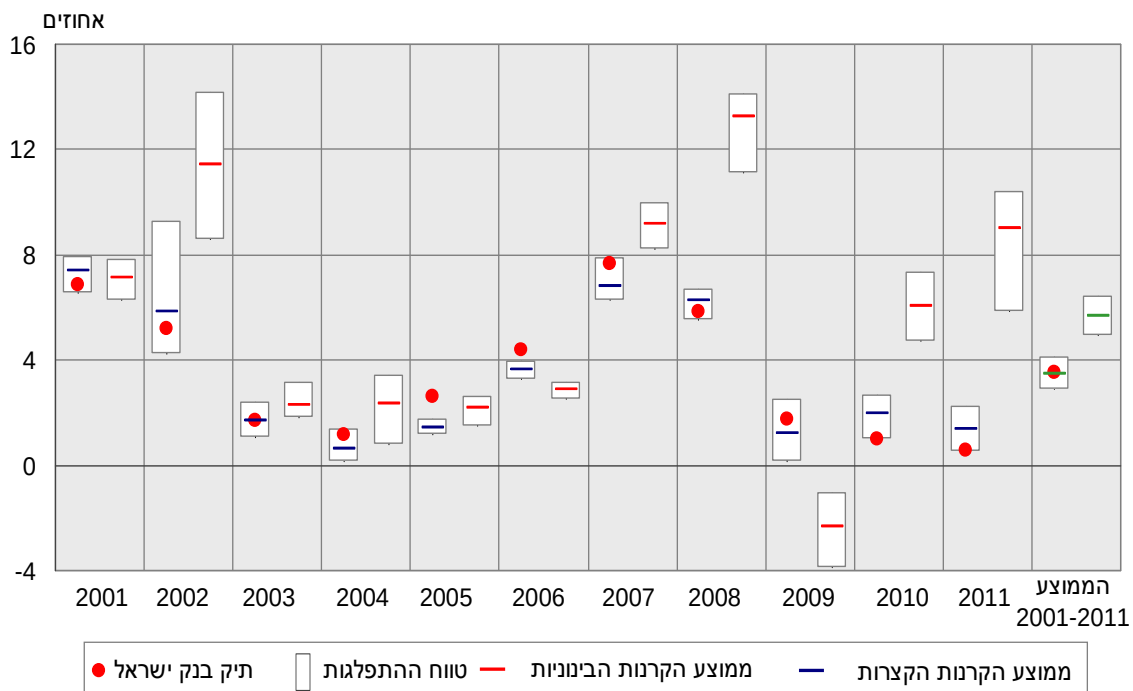
כבכל שנה, חטיבת השווקים בודקת את ביצועי תיק הדולר של היתרות לעומת ביצועיהן של כמה קרנות שפעלו בשוק האמריקאי בעשור האחרון. קבוצה זו מורכבת מ-11 קרנות, שהשקיעו בעיקר באיגרות חוב של ממשלת ארה"ב בשנים 2001 עד 2011. חלק מהן מסווגות כ"משקיעות באיגרות חוב ממשלתיות קצרות", והחלק האחר – כ"משקיעות כלליות באיגרות חוב ממשלתיות", משקיעות לטווחים בינוניים. ההשקעות של הקרנות באיגרות חוב ממשלתיות צמודות (TIPS) ובנכסים בעלי דירוג נמוך (מתחת ל-AA)¹³ הן חלק קטן מהתיק שלהן. תכונות אלו מאפשרות השוואה מסוימת בין ביצועי תיק הדולר של יתרות מטבע החוץ לביצועי הקרנות, אף שיש הבדלים ביניהם, לרבות בסמניהם ובכללי הציות החלים עליהם¹⁴. יש להדגיש כי הבדלים אלו נובעים משוני משמעותי במטרות ההשקעה ובפרופיל התשואה-סיכון בין בנק מרכזי המנהל יתרות למנהלים של קרנות השקעה פרטיות. הבדלים אלו מכתיבים, כמובן, הבדלים במדיניות ההשקעה, ואלו בלטו במיוחד בשנים האחרונות, מפני השלכותיו של המשבר הפיננסי הנמשך. כך, למשל, האריכות בתיק הדולר של בנק ישראל הייתה קצרה מאוד לעומת אריכותן של הקרנות ה"קצרות", ובוודאי ה"בינוניות", – מטעמים של שמרנות, שהבנק נקט כדי להימנע מפגיעה אפשרית בערכן של היתרות.

¹³ ייתכן שבתוך אלה כלול גם רכיב של איגרות חוב קונצרניות – אפיק שבנק ישראל לא השקיע בו מעולם.

¹⁴ 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.

לאורך השנים ביצועי תיק הדולר היו בתוך תחום ההתפלגות של תשואת הקרנות ה"קצרות", ולעיתים אף מעליה (איור 11) – אולם בשנת 2011, כמו בשנה הקודמת, תשואת תיק הדולר של בנק ישראל הייתה בקצה התחתון של התפלגות התשואות של הקרנות הקצרות, ונמוכה מממוצע התשואות שלהן בכ-1%. ההסבר לכך נעוץ, כאמור, בהמשך קביעת האריכות של הסמן לתיק הדולר ברמה נמוכה יחסית ובהמשך השתטחות עקום התשואה של איגרות החוב של ממשלת ארה"ב במהלך השנה. כיוון ששנת 2011 אופיינה בירידה של התשואות לפדיון, וזאת בטווחים הבינוניים והארוכים יותר מאשר בקצרים, היה צפוי שהקרנות הבינוניות יניבו תשואות גבוהות יותר מאשר הקצרות, כפי שאכן קרה.

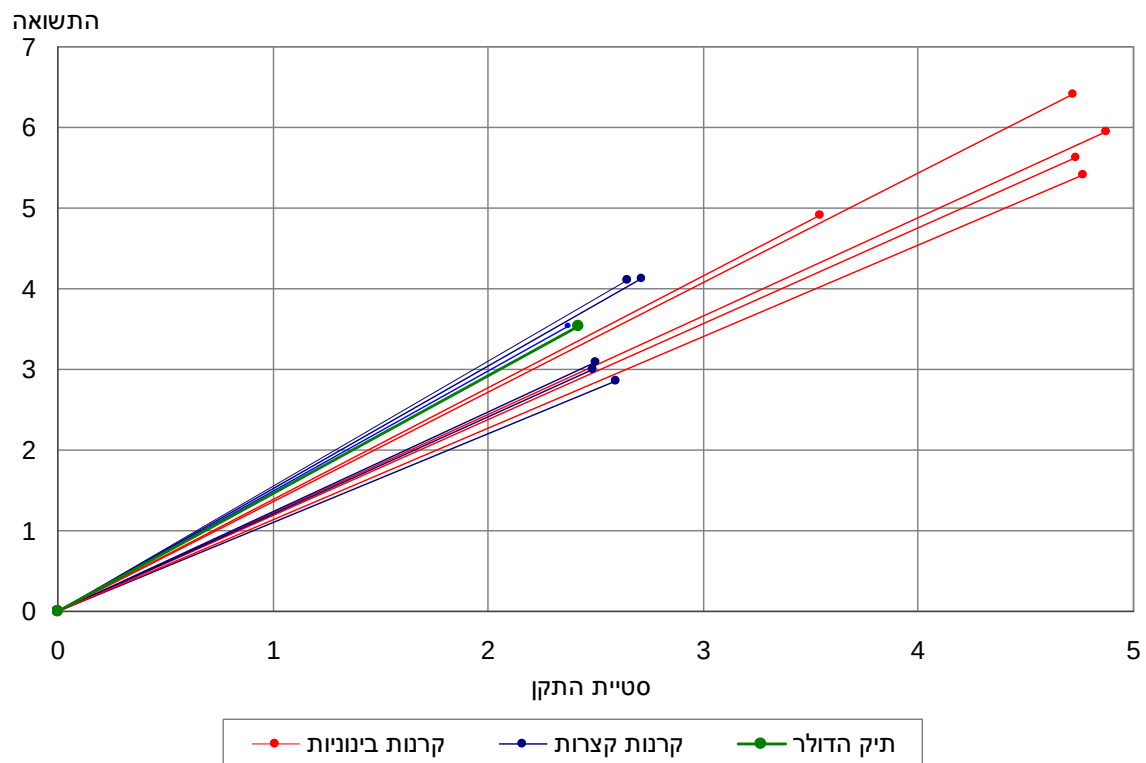
איור 10 – התפלגות התשואות השנתיות של מנהלי קרנות בשוק האמריקאי, 2001 עד 2011



בממוצע על פני השנים ביצוע תיק הדולר של בנק ישראל שווה לממוצע ביצועיהן של הקרנות הקצרות. זאת, כנראה, מפני הדמיון באריכות הממוצעת על פני השנים בין תיק הדולר של בנק ישראל לתיק הקרנות הקצרות. הקרנות הבינוניות הניבו בממוצע על פני העשור תשואה גבוהה מזו של הקרנות הקצרות, אך תשואתן השנתית הייתה תנודתית יותר, ולעיתים – למשל ב-2009 – אף שלילית. הדבר מחדד את הבחירה של בנק ישראל, להשקיע את היתרות באופן שמרני ובטוח, גם במחיר של הפסד תשואה אפשרית גבוהה יותר – בהיותו מופקד על שמירת ערכן.

מבדיקת התשואה הממוצעת שהניבה כל קרן לעומת התנודתיות שלה מאז 2001 (איור 12) עולה כי בתיק הדולר יחס התשואה לסיכון, המתבטא באיור בשיפועים של קווי התצפיות, הוא מן הגבוהים בין הקרנות השונות. בהשוואה לקרנות הבינוניות יחס התשואה לסיכון של תיק הדולר בבנק ישראל עדיף על כולם – ומשמע שתוספת התשואה שהשיגו קרנות אלו לוותה בסיכון גבוה יותר.

איור 11 – תיק הדולר לעומת קרנות בשוק האמריקאי – התשואה והסיכון, 2001 עד 2011
 (אחוזים, במונחים שנתיים)



נספח 1: מונחים

Eurobonds	איגרות חוב הנמכרות בשווקים הפיננסיים שמחוץ לארץ של המטבע שבו הן נקובות.
GNMA	איגרות חוב המגובות במשכנתאות, המונפקות על ידי ה-Government National Mortgage Association, בערבות מלאה של ממשלת ארה"ב.
Repo, reverse repo	קיצור של Repurchase agreement, קנייה של נייר ערך בד בבד עם התחייבות למכור אותו בחזרה, בתאריך עתידי, במחיר ידוע. מבחינה כלכלית העסקה זהה להלוואה/פיקדון המגובה בעירבון (נייר הערך). כאשר בנק ישראל מוכר את נייר הערך לקנייה עתידית, העסקה נקראת repo; במצב ההפוך היא נקראת reverse repo.
TIPS	קיצור של Treasury Inflation-Protected Security, איגרת חוב של ממשלת ארה"ב הצמודה למדד המחירים לצרכן.
אריכות modified duration	היחס בין שינוי קטן בערך של מכשיר חוב, כאחוז מערכו הקודם, ובין השינוי בתשואה-לפדיון (בסימן ההפוך) של המכשיר, המלווה אותו. נמדדת ביחידות זמן. מונח נרדף: מח"ס.
אריכות של תיק, portfolio duration,	האריכות הממוצעת של תיק מכשירי חוב (שהאריכות של כל נכס בתוכו משוקללת לפי משקלו בתיק) היא המדד המקובל לאמידת סיכון הריבית של התיק. אולם לפי הגדרתה, האריכות מודדת רגישות לשינויים מקבילים וקטנים בעקום התשואות. בפועל, תזוזות העקום מלוות לעתים קרובות בשינויים בשיפועו.
יתרות מטבע חוץ foreign currency reserves	נכסים פיננסיים, המונפקים על ידי גורמים זרים, הנקובים במטבע חוץ (לרבות זהב), והם בבעלות ובשליטה הבלעדית של הבנק המרכזי ואינם משועבדים בכל דרך שהיא.
מונחי מטבע (למשל מונחי דולרים) currency terms (e.g. US dollar terms)	שיעור התשואה המתקבל כשהערכים השוטפים של כל הנכסים מוכפלים בשיערי ההמרה השוטפים של מטבע או סל מסוים.

חווה עתידי	הסכם לקנות או למכור נכס מסוג מסוים, כגון מטבע חוץ, במחיר ובתאריך בעתיד ידועים מראש.	forward
מירווח החלף	ההפרש בין התשואות-לפדיון של איגרת חוב ממשלתית ובין הריבית הקבועה שצד אחד משלם לשני בעסקת החלף ריבית לתקופה דומה.	swap spread
מירווח תשואה	ההפרש בין התשואות-לפדיון של שני מכשירי חוב.	yield spread
מירווח TED	קיצור של מירווח Treasury-Eurodeposit. ההפרש בין התשואה לפדיון של איגרת חוב ממשלתית העומדת לפירעון בתוך זמן קצר לבין הריבית על פיקדון הנפרע במועד דומה.	TED spread
נייר ערך מסחרי	איגרת חוב ללא קופון, הנמכרת בניכיון, שהטווח-לפירעון המקורי שלה קצר מ-270 יום (כתשעה חודשים).	commercial paper (CP)
נומרי	ההרכב המטבעי שנקבע כסמן לתיק היתרות. ראו פרק א'-1 לעיל.	numeraire
נזילות	היכולת לממש נכסים ללא דיחוי וללא פגיעה בערכם.	liquidity
ניטרלי	הערך של תכונה מסוימת של תיק כשהוא במצב של העדר סיכון.	neutral
נכס מירווח	נכס שתשואתו לפדיון מורכבת מהתשואה של נכס אחר (כגון איגרת חוב ממשלתית) ועוד מירווח תשואה, המשתנה, בדרך כלל ברציפות ובמתינות, בהתאם לשינויים בהיצע ובביקוש של נכסים מהסוג הנדון.	spread asset
נקודת בסיס	שיעור של 0.01 אחוז; חלק אחד מתוך עשרת אלפים.	basis point
סטיית תקן	מדד סטטיסטי למידת הפיזור של התפלגות סביב התוחלת שלה, המשמשת לעתים קרובות קנה מידה להיקף החשיפה לאי-ודאות. ע"ע תנודתיות .	standard deviation

סיכון אשראי	החשיפה לאפשרות של הפסד בגלל מחדל בתשלום חובות במועד – של מנפיק, של מוסד פיננסי או של מדינה – או כתוצאה משינויים בהערכת גורמים בשוק את ההסתברות של אירוע כזה.	credit risk
סיכון מטבעי	החשיפה לאפשרות של הפסד כתוצאה משינויים בשערי החליפין.	currency risk
סיכון משפטי	החשיפה לאפשרות של הפסד הנובע מניסוח החוזה, בטעות, שלא לטובת המשקיע.	legal risk
סיכון ריבית	החשיפה לאפשרות של הפסד כתוצאה משינויים בשיעורי הריבית או בתשואות-לפדיון.	interest-rate risk
סיכון תפעולי	החשיפה לאפשרות של הפסד בגלל כשל מערכות, טעויות אנוש וכדומה.	operational risk
סמן	תיק היפותטי, הבנוי על פי כללים מוסכמים מראש, ומשמש קנה מידה להערכת ביצועיו של מנהל התיק השקעות ועוגן לניהול הסיכונים של התיק.	benchmark portfolio
עסקה	הסכם להעביר או לשעבד את הבעלות על נכסים פיננסיים, כגון מטבע חוץ או נייר ערך.	trade
עקום תשואות	סדרת תשואות לפדיון של איגרות חוב עם מועדי פירעון שונים, בעלות מאפיינים משותפים (כגון איגרות החוב של ממשלת מדינה מסוימת במטבע מקומי).	yield curve
שטר אוצר	איגרת חוב של ממשלת ארה"ב.	treasury bill, note or bond
תיק חסר סיכון	תיק שבו לא נשקפים למשקיע לא הפסדים ולא רווחים.	risk-free portfolio

תנודתיות	הגודל של סטיית התקן (ע"ע) של התפלגות תשואות ההחזקה של נכס פיננסי, כגון נייר ערך או תיק, על פני פרק זמן מוגדר (יום, שבוע וכו'). היא מחושבת, בדרך כלל, על פי תשואת ההחזקה הלוגריתמית. $\log(1+y)$, כאשר y הוא תשואת ההחזקה הפשוטה.	volatility
תשואה לפדיון	תשואת ההחזקה, במונחים שנתיים, שהייתה מתקבלת מהחזקת מכשיר חוב עד למועד פירעונו הסופי, אילו היה ניתן להשקיע את כל תזרים המזומנים שלו באותו שיעור תשואה עד לתאריך הפירעון הסופי. מונח נרדף: תשואה פנימית.	yield to maturity
תשואת החזקה	שיעור השינוי בערכו של נכס או תיק על פני תקופה מוגדרת.	holding-period rate of return
תעודת פיקדון סחירה	פיקדון בנק שהבעלות עליו ניתנת להעברה, ולכן הוא נסחר בשוק הכספים.	certificate of deposit (CD)