

אבט כלכלתי



בנק ישראל

ג'תי"ו 12'02

מבט כלכלי יוצא לאור על ידי בנק ישראל, במטרה להציג בפני מקבלי החלטות במשק ובפני הציבור מאמרים ותמציות של מחקרים בתחומים הרבים שבנק ישראל עוסק בהם ובהיבטיה השונים של כלכלת ישראל. בכך אנו מקווים להרחיב את התעניינות הציבור בנושאים חשובים אלה, ולהפרות את הדיון הציבורי בהם.

הדעות והמסקנות העולות מהמאמרים והמחקרים הכלולים בחוברת הן של הכותבים בלבד, ואינן משקפות בהכרח את עמדת בנק ישראל.

בגיליון זה

ביטוח פיקדונות

- 3 ריקי אליאס - הפיקוח על הבנקים
האם הפחתת המס של ועדת רבינוביץ' תאיץ את הצמיחה?
- 6 מישל סטרבצ'ינסקי - מחלקת המחקר
השפעת קרנות גידור על היציבות הפיננסית
- 8 דוד הופמן - מחלקת מטבע חוץ
איזה מידע מסתתר מאחורי אופציות שקל-דולר הנסחרות בבורסה?
- 10 רועי שטיין - המחלקה המוניטרית
הקטנת סיכון הסליקה בעסקות המרה - בנק CLS
- 12 ציון שרון - מחלקת מטבע חוץ
- 15 עיקרי ההודעות והפרסומים של בנק ישראל בחודשים האחרונים
- 19 נתונים שוטפים



ביטוח פיקדונות

ריקי אליאס – הפיקוח על הבנקים

מתווכים פיננסיים. לכן גם במדינות שבהן אין ביטוח פיקדונות פורמלי בשום צורה שהיא, שוררת בציבור, בדרך כלל, הנחה כי במקרה פשיטת רגל של בנק, הממשלה תפצה את המפקידים הקטנים. הנחה זו מושתתת על תקדימים ממדינות שעברו משברים בנקאיים. התגייסות הממשלה כשבנק גדול פושט רגל נועדה למנוע תגובת שרשרת שתוביל לקריסת המערכת הבנקאית כולה ("גדול

מכדי שיונח לו ליפול" - too big to

fail). עם זאת הניסיון בעולם מלמד,

כי הממשלה מסייעת גם לבנקים קטנים הפושטים רגל; זאת משום שעלות הסיוע ופיצוי המפקידים בבנק קטן נמוכה מהמחיר שהמשק ישלם אם ציבור המפקידים בכללו יאבד את אמונו במערכת הבנקאית וימשוך פיקדונות מכל הבנקים.

כששוקלים הפעלת מערכת של ביטוח פיקדונות, יש להתמקד במספר עקרונות ליבה. להלן ננתח אותם ונציג השוואה בין-לאומית לגביהם.

1. הסכום המבוטח: ביטוח הפיקדונות מוגבל ב"סכום הכיסוי" - הפיצוי שניתן ללקוח במקרה של נפילת הבנק שכספו מופקד בו. סכום זה מחושב בדרך כלל עבור כל לקוח, בכל בנק. ברוב מדינות מערב אירופה סכום הכיסוי המרבי עומד על 20 אלף אירו, ובארה"ב - על 100 אלף דולרים. מהשוואה בין-לאומית עולה כי סכום זה מכסה בממוצע כ-90 אחוזים מכל הלקוחות וכ-40 אחוזים מערכם של הפיקדונות. מפני ההבדלים הניכרים בין מדינות יש שבחרו לקבוע את סכום הכיסוי כפעמיים-שלוש פעמים התל"ג לנפש במדינה. סכום הכיסוי צריך לבטא את האיזון הדרוש בין מניעת הסתערות של המפקידים הקטנים על הבנקים (run on the banks), מחד גיסא, לבין יצירת

בימים אלה בוחן בנק ישראל את האפשרות של הפעלת מערכת לביטוח פיקדונות בישראל. ביטוח פיקדונות הוא הסדר שלפיו מבוטחים פיקדונות הציבור - כולם או חלקם - תמורת פרמיה המשולמת לגוף מבטח על ידי הבנקים שבהם מתנהלים הפיקדונות.

למערכת ביטוח פיקדונות שלושה תפקידים מרכזיים:

(1) לספק הגנה למפקיד הקטן והלא מתוחכם, שאינו

מסוגל להעריך את יציבותו של

הבנק שבו הוא מפקיד את

חסכוניותו. (2) לתרום להגברת

היציבות הפיננסית של מערכת

הבנקאות על ידי הקטנת

ההסתברות להתנהגות מבוהלת של

המפקידים ולהשפעת ה"דומינו"

הנגזרת ממנה: נפילת בנק בהעדר

ביטוח פיקדונות עלולה להניע

מפקידים בבנקים אחרים ("אפקט

ההדבקה") לנהוג בחוסר

רציונאליות - למשוך את

פיקדונותיהם ללא הבחנה, ולגרום

לתגובת שרשרת, שבמקרים

קיצוניים עלולה להסתיים בקריסת המערכת הבנקאית

כולה. (3) לאפשר לבנקים קטנים להתחרות בהצלחה

בבנקים גדולים.

ארה"ב הייתה הראשונה שהפעילה ביטוח של פיקדונות

הציבור - עוד בשנת 1933 - ומאז הלכו בעקבותיה מדינות

רבות. ריבויים של משברים פיננסיים ונפילות בנקים הביא

להקמתן של 72 מערכות פורמליות לביטוח פיקדונות, מהן

30 בעשור האחרון (במידה רבה בעידוד ועדת באזל).

ישראל נמצאת בקבוצה קטנה של מדינות שטרם הפעילה

מערכת פורמלית כזאת.

הדאגה לרווחתם ולביטחונם של המפקידים הקטנים

היא אבן הפינה במדיניות המסדירה את פעילותם של

"משמעת שוק" על ידי המפקדים הגדולים שפיקדונותיהם אינם מבוטחים, מאידך. ("משמעת שוק" מתבטאת בדרישתם של המפקדים הגדולים לריבית גבוהה על פיקדונותיהם בבנקים הנתפסים כמסוכנים).
2. הבסיס לגביית הפרמיה: בעולם נהוגות שתי גישות; על פי הגישה האחת, הנוהגת ברוב מדינות מערב אירופה, הפרמיה נגבית מסך הפיקדונות המבוטחים בלבד, על בסיס העיקרון כי יש לגבותה רק ממי שנהנים מהביטוח. לפי הגישה השנייה הפרמיה נגבית מכלל הפיקדונות, וההצדקה לכך היא שביטוח הפיקדונות תורם ליציבות של כלל המערכת הבנקאית, ולכן נהנים ממנו כל המפקדים בין אם הם מבוטחים ובין אם לאו.

3. אופן התמחור של פרמיית הביטוח: בעולם מקובלות שתי שיטות תמחור שונות - פרמיה אחידה לכל הבנקים ופרמיה דיפרנציאלית, המותאמת לרמת הסיכון של הבנק. חסרונה הבולט של הפרמיה האחידה

הוא שהיא מעודדת את הבנקים להגדיל את חשיפתם לסיכון, משום שהיא אינה משקפת את הסיכון האמיתי שלהם - תופעה הידועה כבעיית הסיכון המוסרי (moral hazard). פרמיה אחידה יוצרת מצב שבו הבנקים הפחות מסוכנים מסבסדים את הבנקים המסוכנים. יתרונה של הפרמיה האחידה הוא בפשטות הפעלתה ושיווקה ללקוחות ולבנקים, ובקלות היחסית של יישומה. על פי שיטת הפרמיה המותאמת לסיכון, הפרמיה הנדרשת מבנקים מסוכנים גבוהה מזו של בנקים פחות מסוכנים. פרמיה זו צודקת אפוא יותר מבחינה כלכלית ומוסרית, אולם קשה לחשב אותה, ובכך חסרונה הבולט. בעולם קיימות דרכים רבות לקביעתה, הנבדלות זו מזו באינדיקטורים השונים (כמותיים ואיכותיים), שלפיהם קובעים את רמת הסיכון של הבנק. בשל המורכבות בקביעת הפרמיה הדיפרנציאלית והצורך לעדכן אותה באופן שוטף, היא מיושמת רק בשליש מהמדינות המפעילות ביטוח פיקדונות, מרביתן מדינות מפותחות, במערב אירופה.

4. מימון הביטוח מראש או בדיעבד: ברוב המדינות המפעילות ביטוח פיקדונות מקובל לגבות פרמיות מראש, כך שבעת פשיטת רגל של בנק תוכל הקרן לפצות את המפקדים מייד מהפרמיות שנגבו. כנגד זאת, ישנן מדינות המתנגדות לצבירת כספים רבים בקרן, ובהן נגבה החלק העיקרי של הפרמיות בדיעבד. באלה מסתפקים בגביית סכומים קטנים מראש, ורק בעת נפילת בנק נדרשים כל הבנקים האחרים המבוטחים במסגרת ביטוח הפיקדונות להשלים את הסכומים הנחוצים לפיצוי המפקדים.

לקראת הפעלת ביטוח פיקדונות יש לבחון נקודות רבות נוספות: האם הביטוח יהיה חובה על כל המוסדות

הפיננסיים (כגון בנקים למשכנתאות, להשקעות וכו')? האם הוא יחול גם על סניפים וחברות בנות של בנקים זרים? האם תחולת הביטוח תהיה על כל פיקדונות הציבור במטבע מקומי ובמטבע חוץ? האם הוא יחול על פיקדונותיהם של המתווכים המוסדיים? האם חובת הביטוח תוטל

עם החלת ביטוח פיקדונות, ייתכן שינוי בהתנהגות הציבור - נטייה לפזר את הפיקדונות בין בנקים רבים כדי להגדיל את סכום הכיסוי, או להפקיד בבנקים הנתפסים כבטוחים יותר מהאחרים.

על המדינה האם או על המדינה המארחת? האם לקרן לביטוח פיקדונות יהיו סמכויות כלשהן של פיקוח ובקרה על המוסדות המבוטחים? האם לקרן זכות התערבות בתפיסת בנקים, במינוי מנהלים, במיזוג בנק כושל עם בנק אחר וכיו"ב? איך ינוהלו כספי הקרן לביטוח פיקדונות ועל ידי מי? האם הקרן תהיה גוף ציבורי או פרטי? האם היא תפעל בתוך הבנק המרכזי או מחוץ לו? ועוד.

לבסוף יש לציין כי להפעלת מערכת של ביטוח פיקדונות עשויות להיות השפעות מרחיקות לכת על מבנה מערכת הבנקאות, על ריכוזיותה ועל רמת התחרות בה, בפרט כשהביטוח הפורמלי מחליף הסדרים דה-פקטו אשר נהגו בעבר בבנקים שכשלו, ויצרו ציפיות מסוימות. עם החלת ביטוח פיקדונות, ייתכן שינוי בהתנהגות הציבור - נטייה לפזר את הפיקדונות בין בנקים רבים כדי להגדיל את סכום הכיסוי, או להפקיד בבנקים הנתפסים כבטוחים יותר מהאחרים. חשוב ביותר לבחור את העיתוי המתאים שבו יופעל הביטוח לראשונה, כדי שהציבור לא יפרש עיתוי זה כמעיד על אירוע שלילי כלל-מערכתי - שעלול לעורר חששות שווא באשר לחוסנה של המערכת הבנקאית כולה.

ביטוח פיקדונות - השוואה בין-לאומית

המדינה	סכום הכיסוי (באירו)	סוג הפרמיה והבסיס לגבייה אחידה דיפרנציאלית	מימון הביטוח מראש/בדיעבד	מיקום הגוף המבטח
בלגיה	20,000	0.02% מהפיקדונות המבוטחים	מראש	הפיקוח על הבנקים
דנמרק	20,000	0.2% מהפיקדונות המבוטחים	מראש	הפיקוח על הבנקים
פינלנד	27,000	0.05-0.3% מהפיקדונות המבוטחים	מראש	משותף - הפיקוח על הבנקים ומשרד האוצר
צרפת	60,000	דיפרנציאלית	הרוב בדיעבד	הפיקוח על הבנקים
גרמניה	90% מגובה הפיקדון ועד 20,000	0.03%-0.06% מהפיקדונות המבוטחים	מראש	פרטי
יוון	20,000	0.025%-1.25% מהפיקדונות בהתאם לגודל הפיקדון	מראש	פרטי
איטליה	114,000	0.4%-0.8%	בדיעבד	הבנק המרכזי
לוקסמבורג	20,000	פונקציה של הפיקדונות המבוטחים - עד 5% מהון הבנק	בדיעבד	פרטי
הולנד	20,000	עד 10% מהון הבנק	בדיעבד	פרטי
פורטוגל	20,000	0.08%-0.12% מהפיקדונות המבוטחים	מראש	פרטי
ספרד	20,000	עד 0.2% מהפיקדונות המבוטחים	מראש	פרטי
שבדיה	28,663	0.1%-0.5%	מראש	משרד האוצר
שוויץ	19,700	לפי הצורך	בדיעבד	פרטי
אנגליה	22,222	לפי הצורך עד 0.3% מהפיקדונות המבוטחים	הרוב בדיעבד	יישות עצמאית נפרדת
ארה"ב	\$100,000	0-0.27% מכל הפיקדונות	מראש	יישות עצמאית נפרדת

האם הפחתת המס של ועדת רבינוביץ' תאיץ את הצמיחה?

מישל סטרבצ'ינסקי — מחלקת המחקר

ניכר מן ההשפעה השלילית של מיסוי ההון על הצמיחה מקווצת על ידי ההשפעה החיובית של הפחתת המיסוי על העבודה.

אשר לחלק הלא-מאוזן של הפחתת המס - הממצאים בספרות הכלכלית מראים שהפחתת המס משפיעה לחיוב על התנהגות הצרכנים (צד הביקוש)

והיצרנים (צד ההיצע) **רק אם הם**

משוכנעים כי מדובר בצעד מתמשך, שלא

יבוטל בעתיד הקרוב על ידי צעדי

מדיניות חדשים בכיוון ההפוך.² במשק

הישראלי החשש להכבדת נטל המס

בעתיד גבוה במיוחד, מפאת אי-העמידה

ביעדי חוק הפחתת הגירעון בשנתיים

האחרונות; הדבר אכן תוקן חלקית

במהלך 2002, בעיקר על ידי העלאת שיעור המע"מ ושיעור

הבלו על מוצרי נפט וביטול התקרה של הביטוח הלאומי.

למעשה ישנן שתי אפשרויות ברורות להפחתת המס

המתוכננת: (א) הפחתת המס תוך קיצוץ מקביל בהוצאה

הציבורית ועמידה ביעדי הגירעון שקבעה הממשלה לשנים

הבאות; (ב) הפחתת מס תוך המשך קצב הגידול של

ההוצאה הציבורית, אך בלי לעמוד ביעדי הגירעון.

האיתותים שיקבלו הפרטים לגבי השאלה באיזו חלופה

בחרה הממשלה חיוניים לאמידת השפעתה של הפחתת

המס על התוצר.

בלוח ובדיאגרמה מוצגים המצרפים הפיסקליים

שמימושם יאפשר להעריך כי מתבצעת החלופה הראשונה.

הלוח מציג את שיעורי השינוי בהוצאה הציבורית

המתיישבים עם הפחתת המס ועם יעדי הגירעון - בהנחה

שהמשק יחזור לשיעור צמיחה רב-שנתי הקרוב ל-4

אחוזים. בתרחיש זה הונח כי קיצוץ ההוצאה יתרכז

בהוצאה הציבורית השוטפת, בלי לפגוע בהשקעות

בתשתית. (פגיעה כזאת תקטין את הצמיחה יחסית

לממצאים המוצגים בלוח.) מדובר בהפחתת קצב הגידול

ועדת רבינוביץ', שהמלצותיה התקבלו בכנסת, אימצה תכנית להפחתת המס על העבודה עד שנת 2008. ההפחתה מורכבת משני חלקים: (א) הפחתה מאוזנת תקציבית, הממומנת על ידי מיסוי הכנסות מהון. (ב) הפחתה לא-

מאוזנת, שלא צוין מקור מימונה; זו תלך ותגדל - ממיליארד ש"ח ב-2003 עד כ-6

מיליארדים ב-2008. מאמר זה

מנסה לכמת את ההשפעה

הצפויה של הפחתת מיסוי

העבודה על הצמיחה, השפעה

המותנית במדיניות ההוצאה

הציבורית שתינקט במקביל

להפחתת שיעורי המס.

החלק המאוזן של הפחתת

המס אינו אמור להשפיע באופן משמעותי על הצמיחה

הצפויה: הספרות הכלכלית של השנים האחרונות שברה

מוסכמה ששררה במשך יותר מעשור, בדבר השפעות

הרסניות של מיסוי ההון על הצמיחה. מספר עבודות הראו,

כי הגמישות של ההכנסות מהון ביחס לשיעור המס אצל

מנהלי פירמות ובעלי מניות בטווח הארוך נמוכה הרבה

יותר מהאומדנים שהיו מקובלים בעבר.¹ יתר על כן, חלק

¹ Goolsbee, A. (1999). "Evidence on the High-income

Laffer Curve from Six Decades of Tax Reform",

Brookings Papers on Economic Activity, 2; 1-64.

Goolsbee, A. (2000). "What Happens When You Tax the

Rich? Evidence from Executive Compensation",

Journal of Political Economy 108 (2), 352-378.

² Watanabe, K., T. Watanabe and T. Watanabe (2001).

"Tax policy and Consumer Spending: Evidence from

Japanese Fiscal Experiments", *Journal of International*

Economics, 53 (2), 261-281.

התפתחות המשתנים העיקריים בתרחיש התומך בצמיחה (אחוזים)

2008	2007	2006	2005	2004	2003	
4	2.7	2.3	2	1.5	0	הגידול הריאלי של סך ההוצאה הציבורית
4.4	4.1	3.8	3.5	3	-1-1.5	שיעור הצמיחה
1	1	1.5	2	2.5	3	הגירעון התקציבי
1.9	1.6	1.3	1	0.6		התוספת לתוצר (מצטבר)

הצפויה בגידול האוכלוסייה - המשליכה באופן ישיר על ההוצאה הציבורית. אולם לצורך עמידה ביעדי הגירעון

ההאטה הנדרשת בהוצאה הציבורית עולה על זו הנובעת מההאטת באוכלוסייה, והיא צפויה להשפיע גם על אי-השוויון בהתחלקות ההכנסות של הפרטים. לפיכך ראוי לתכנן את הפחתת המס והאטת קצב הגידול של ההוצאה הציבורית בהתאם לאופק ארוך טווח, המאפשר להחליק את

ההשפעה על קבוצות התלויות יותר מאחרות בהיקף ההוצאה הציבורית. הפעלת תכנית ארוכת טווח תחייב שינויי מדיניות הדרגתיים שיפעלו לצמצום אי-השוויון בהתחלקות ההכנסות - מעבר להחלטות שהתקבלו עד כה בממשלה כגון הגבלת מספר העובדים הזרים; אך זה, כמובן, נושא למאמר אחר.

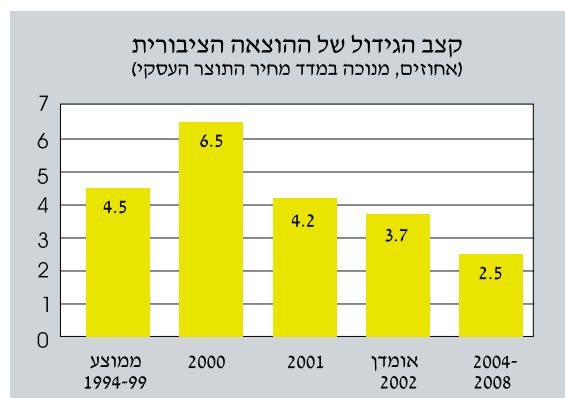
אם יאומץ מסלול ללא שינוי בקצב הגידול של ההוצאה הציבורית, המשמעות היא אי-עמידה ביעדי הגירעון של הממשלה - המאותתת לפרטים שיהיה צורך בהעלאת מסים בעתיד.

של ההוצאה הציבורית בכ-2 אחוזים לשנה בתקופה 2004 עד 2008, יחסית לממוצע הרב-שנתי בעשור האחרון.

ההשפעה החיובית על התוצר³ מתפרסת על התקופה כולה, ובסך הכול מוסיפה כ-2 אחוזים. השפעה זו תימשך מעבר לשנת 2008, משום שחלק ממנה יתבטא בפיגור. אם, לחלופין, יאומץ מסלול ללא שינוי בקצב הגידול של ההוצאה הציבורית, המשמעות היא אי-עמידה ביעדי הגירעון של הממשלה -

המאותתת לפרטים שיהיה צורך בהעלאת מסים בעתיד. במסלול זה לא תהיה להפחתת המס השפעה חיובית על התוצר, השפעת הגירעון על התוצר תהיה שלילית בטווח הארוך, והשלכותיה הכוללות על צמיחת המגזר העסקי קשות יותר לחיזוי, בגלל אי-ודאות גדולה יותר לגבי הפרמטרים של המדיניות המקרו-כלכלית.

חשוב להדגיש כי עד שנת 2010 צפויה האטה בגידול ההוצאה הציבורית לעומת העשור האחרון, עקב ההאטה



3 האומדנים הכמותיים מתבססים על העבודה של יי לביא ומי סטרבציינסקי (2001), "השפעתם של משתני מדיניות ושל העלייה על התוצר העסקי ורכיביו - גורמי הייצור והפרייון - בישראל, 1960 עד 1995", סקר בנק ישראל, 73, 109-142. הונח כי השפעת הפחתת המס מתפרסת על שלוש שנים, ומתרכזת ברובה בשנה הראשונה.

השפעת קרנות גידור על היציבות הפיננסית

דוד הופמן— מחלקת מטבע חוץ

רוב קרנות הגידור נוסדו על פי החוקים של מדינות קטנות שנחשבות למקלטי מס, כשליש מהקרנות נוסדו על פי חוקי ארה"ב, והשאר - על פי חוקיהן של מדינות אירופיות שונות. על פי חוקים אלה, מספר המשקיעים בקרן גידור אחת מוגבל, וההשקעה המינימלית למשקיע גבוהה.

בגלל צורת ארגון זו, קרנות הגידור חופשיות להשתמש בטכניקות כגון מכירה בחסר ומינוף, שאסורות על משקיעים מוסדיים אחרים, כגון קרנות נאמנות וקרנות פנסיה. טכניקות אלו אמנם טומנות

בחובן פוטנציאל לסיכון פיננסי, אך בידיו של מנהל קרן מתוחכם הן עשויות להגדיל את פוטנציאל הרווחים. עוד הבדל בין קרן גידור למשקיעים מוסדיים אחרים הוא, שדרישות הדיווח החלות עליה מצומצמות מאוד, דבר המאפשר לה לשמור בסוד את אסטרטגיות ההשקעה שהיא מפתחת, אך גם מקשה על רשויות הפיקוח במדינות השונות לעקוב אחרי הפעילות במגזר זה.

לפי אומדנים שמרניים של

הפורום ליציבות פיננסית (FSF), גוף

מתאם של רשויות הפיקוח במדינות המפותחות, פועלות כיום למעלה מארבעת אלפים קרנות גידור, והן משקיעות הון עצמי המסתכם ב-400 עד 500 מיליארדי דולרים. למרות הגודל המרשים של אומדן זה, הוא קטן ביחס לסך כל ההון של משקיעים מוסדיים במדינות המפותחות, העולה על 20,000 מיליארדי דולרים.

סוגים של קרנות גידור ומאפייניהם ככלי השקעה

מקובל לסווג את קרנות הגידור לפי סגנון פעילותן לשבע

קבוצות¹:

1 סיווג של חברת

Managed Account Reports, Inc. (Mar/Hedge)

קרנות גידור נמנות עם המוסדות הכספיים הזרים הפעילים בשווקים הפיננסיים בישראל, לרבות שוק מטבע החוץ, שוק עסקות ההחלף ושוק האופציות. פעילותן אינה רציפה, אך הן פועלות בשוק מפעם לפעם, והיקף פעילותן בישראל הסתכם לעתים במאות מיליוני דולרים. קרנות גידור פועלות בדרך כלל במעטה של סודיות, וידוע שהן היו מעורבות, באופן זה או אחר, בחלק מהמשברים הפיננסיים של שנות התשעים - כולל יציאת בריטניה ואיטליה ממנגנון שערי החליפין האירופי (ה-ERM) ב-

1992, הפיחות של המטבע התאילנדי (באהט) ב-1997 והזעזועים שחוללה קריסתה של קרן הגידור LTCM ב-1998. על רקע זה עולה שאלה: האם קרנות גידור עלולות לסכן את היציבות הפיננסית בעולם בכלל או בישראל בפרט?

מהי קרן גידור?

קרן גידור היא סוג של משקיע מוסדי, השואף להרוויח מפעילות בשווקים הפיננסיים, לטובת משקיע בקרן. גידור (hedging) הוא, כידוע, שם כללי לפעילות המקזזת סיכון פיננסי, אולם בניגוד למשתמע מהשם, לא כל

קרן גידור משתמשת בשיטות של גידור, כפי שנתאר להלן. קרנות גידור קיימות כבר למעלה מחמישים שנה, והן חלק מוכר מתעשיית השירותים הפיננסיים בעולם המפותח. מספר מאפיינים מבדילים אותן מהמשקיעים המוסדיים האחרים הפועלים בשווקים הפיננסיים. בדרך כלל, קרן גידור מאורגנת כ"שותפות מוגבלת", כך שהמשקיעים הם שותפים מוגבלים ומנהל הקרן הוא השותף הכללי. מנהל הקרן מקבל אחוז קבוע של הרווחים, ונהוג שהוא משקיע את מרבית הונו האישי בקרן שהוא מנהל, כדי להבטיח כי יפעל תמיד לטובת המשקיעים.

כ-25%-35% היום. היתרונות של קרנות גידור למשקיעים מוסדיים אלה הם התשואה הממוצעת הגבוהה שלהן והמיתאם הנמוך בין ביצועיהן לביצועי שוקי המניות ואגרות החוב. החסרונות הם רמת נזילות נמוכה יחסית - כי בדרך כלל נדרשת הודעה של מספר חודשים מראש למשיכה מקרן גידור - ורמת שקיפות נמוכה מאוד, כאמור, ביחס לכלי השקעה אחרים.

השפעת פעילותן של קרנות הגידור על שווקים פיננסיים בזמנים רגועים ובעתות משבר

מספר מחקרים שנערכו בשנים האחרונות בחסות קרן המטבע וה-FSF דנים בסוגיית ההשפעה של קרנות גידור, במיוחד אלו הנחשבות כקרנות מאקרו, על תפקוד השווקים הפיננסיים ובמעורבותם באירועים חריגים. בעקבות המשברים הפיננסיים שפקדו את השווקים המתעוררים בשנים 1997 ו-1998, ביצעה קבוצת עבודה של ה-FSF ניתוח מעמיק של שישה מקרים ספציפיים כדי לבחון

בתנאי שוק רגילים, פעילות קרנות גידור אינה גורם המערער את יציבות השווקים; נהפוך הוא: פעילותן עשויה לתרום ליעילותם ולנזילותם של השווקים, וכך, במשך הזמן, להשפיע לחיוב על התפתחותם.

את השפעת קרנות הגידור. מתוך מסקנות הקבוצה עלה כי:

- בתנאי שוק רגילים, פעילות קרנות גידור אינה גורם המערער את יציבות השווקים; נהפוך הוא: פעילותן עשויה לתרום ליעילותם ולנזילותם של השווקים, וכך, במשך הזמן, להשפיע לחיוב על התפתחותם.
- לעתים קרנות גידור פותחות פוזיציות גדולות, יחסית לגודל השוק שבו נפתחו. במקרים אלה, אפשרית השפעה משמעותית על אופי הפעילות בשוק (על המגמות, התנודתיות, התנהגות המשתתפים הפעילים האחרים וכו'). ייתכן שהשפעה זו תתגבר על ידי גורמי התנהגות קבוצתית, כגון "תופעת העדר", אך פתיחת פוזיציות גדולות כשלעצמה אינה מערערת בהכרח את יציבות השוק.
- בחלק מהמקרים שבדקה הקבוצה הועלו חששות באשר לשימוש של קרנות גידור ב"טקטיקות התקפיות",

• קרנות מאקרו, שפותחות פוזיציות כשהן מזהות אי-התאמות בין המחירים בשווקים פיננסיים מסוימים לבין התנאים הכלכליים הבסיסיים של המשק העולמי. קרנות אלו פועלות בעיקר בשוקי מטבע החוץ ובנגזרי הריביות ומדדי המניות של המדינות המפותחות, אבל לעתים גם בשווקים המתעוררים. קרן "קוואנטום" הידועה של ג'ורג' סורוס נמנית עם קבוצה זו.

• קרנות גלובליות, שהן דומות לקרנות מאקרו, אך מתמקדות במניות ספציפיות.

• קרנות הפועלות ביתר בלבד או בחסר בלבד, המשתמשות רק באחת משתי הטכניקות המיוחדות

לקרנות גידור (מינוף או מכירה בחסר, בהתאמה), והן דומות יותר לקרנות נאמנות המתמחות במניות.

• קרנות בלתי תלויות במגמות (market-neutral), שבונות תיק אשר מורכב מפוזיציות ביתר ובחסר הנועלות ארביטראזים, וכך מנסות להרוויח גם בשוק עולה וגם בשוק יורד. תהליך זה לא תמיד מצליח לנטרל את כל הסיכונים, כפי שניתן ללמוד ממשבר קרן LTCM.

• קרנות מגזריות, המתמחות במגזר תעשייתי מסוים (מזון, אנרגיה, תקשורת וכו').

• קרנות המתמחות במצבים מיוחדים מנסות להרוויח מפתיחת פוזיציות על בסיס צפי שאירוע מסוים - מיזוג, פשיטת רגל וכו' - יתרחש.

• קרנות של קרנות, שהן, כשמן, קרנות גידור המשקיעות בתיק מבוזר של קרנות גידור אחרות, לפעמים בתוספת מינוף.

באופן מסורתי, מרבית המשקיעים בקרנות גידור היו יחידים עתירי נכסים, אולם בעשור האחרון מסתמן שינוי במצב זה. לפי הערכות של גורמים בשוק, החלק של משקיעים מוסדיים שמרניים - כגון קרנות פנסיה ומלכ"רים - בסך כל ההשקעות בקרנות גידור בארה"ב עלה מרמה נמוכה של כ-5% לפני עשר שנים עד לרמה של

פעילותן של קרנות גידור עלולה לתרום לחוסר היציבות, צריך להיות מדיניות מאקרו-כלכלית אמינה ואחראית, שתגביר את כושר העמידה של המשק. בהקשר זה ראוי לציין את התפקיד החיוני של שער חליפין נייד, דהיינו את הצורך בסיום תהליך הביטול של רצועת הניוד של השקל.

מקורות

Corsetti, G., Pesenti, P., & Roubini, N. (2001). The Role of Large Players in Currency Crises. NBER Working Paper 8303. Forthcoming in *Preventing Currency Crises in Emerging Markets* (S. Edwards & J. Frankel, eds.). University of Chicago Press.

Eichengreen, B., Mathieson, D., et al. (1998). *Hedge Funds and Financial Market Dynamics: IMF Occasional Paper 166*. International Monetary Fund.

Eichengreen, B. & Mathieson, D. (1999). Hedge Funds: What Do We Really Know? *Economic Issues*, 19. International Monetary Fund.

Financial Stability Forum (FSF) (2000). Report of the Market Dynamics Study Group of the FSF Working Group on Highly Leveraged Institutions. On www.fsforum.org.

Financial Stability Forum (FSF) (2002). The FSF Recommendations and Concerns Raised by Highly Leveraged Institutions (HLIs): An Assessment. On www.fsforum.org.

Jost, K.D., ed. (2002). *Hedge Fund Management: AIMR Conference Proceedings*. Association for Investment Management and Research.

העלויות לפגוע בתפקוד התקין של מנגנון השוק - כגון קשירת עסקאות בנפחים גדולים בשעות שזיילות השוק נמוכה, הפצת שמועות, הדלפת מידע על הפוזיציות שלהן בעיתויים של רגישות מיוחדת, שיתוף פעולה לכאורה בין קרנות גידור שונות בפתיחת פוזיציות בשוק אחד או בשווקים המושפעים זה מזה. עם זאת, חברי הקבוצה נחלקו בשאלה אם תופעות אלה היו שוליות, או מהותיות ולכן מחייבות טיפול מיוחד.

■ הסיכון שפתיחת פוזיציות גדולות ושימוש בטקטיקות התקפיות יערערו את היציבות הפיננסית תלוי במידה רבה באיתנות התנאים הכלכליים הבסיסיים של המשק. כך, כשהמדיניות המאקרו-כלכלית היא אחראית ואמינה ומתנהלת בשקיפות תוך שיקולים של טווח ארוך, נראה שפוטנציאל הנזק של פעילות קרנות הגידור מהסוגים המתוארים קטן לאין ערוך מאשר במצב שבו היציבות המשקית תלויה על בלימה וה"סנטימנט" של יתר הפעילים בשוק הוא פגיע.

עוד ראוי לציין שלמרות מגמת הגידול בתעשיית קרנות הגידור בשנים האחרונות, מספר קרנות מאקרו גדולות סיימו או צמצמו את פעילותן בשלוש השנים האחרונות. עבודת מחקר של כלכלנים מארה"ב, בחסות הלשכה הלאומית האמריקנית למחקר כלכלי (NBER), קשרה עובדה זו למעבר ממשטרי שערי חליפין קבועים למשטרי שערי חליפין ניידים בכמה מדינות (מקסיקו, רוסיה, ברזיל ומספר מדינות באסיה). כידוע, סיכויי ההצלחה של פוזיציה נגד מטבע ששערו קבוע גבוהים מאלה של פוזיציה נגד מטבע ששערו נייד, כלומר נקבע על ידי המסחר בשוק החופשי.

מסקנות

בתנאי שוק רגילים, פעילותן של קרנות גידור מבורכת, משום שהיא עשויה לתרום ליעילותם ולנזילותם של השווקים הפיננסיים, ובמשך הזמן אף להשפיע לחיוב על התפתחותם. קו ההגנה העיקרי בפני תנאי משבר, שבהם

איזה מידע מסתתר מאחורי אופציות שקל-דולר הנסחרות בבורסה?

רועי שטיין – המחלקה המוניטרית

החליפין שקל-דולר, המשקפת את התנודתיות הצפויה בו, לתקופת חיי האופציה, כלומר לשישה חודשים. לצורך חישוב ההסתברות יש להניח הנחות סטטיסטיות מסוימות - למשל, שהשינויים בשער החליפין מתפלגים התפלגות נורמלית, שבה התוחלת שווה לשער הפורוורד וסטיית התקן היא זו הנגזרת מהאופציות האמורות.

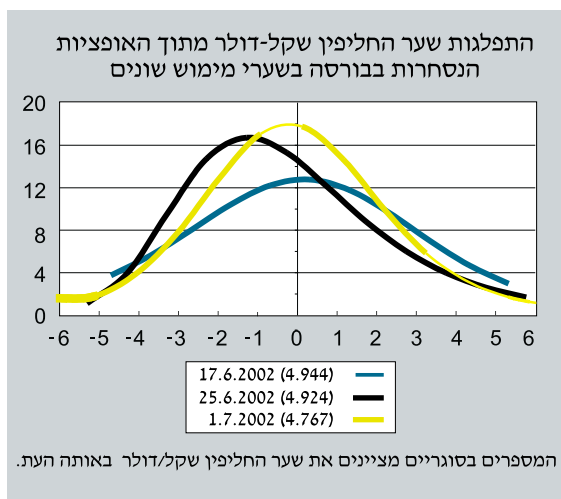
בבחינת ההתפלגות של שינויי שער החליפין בפועל, נמצא כי ההנחה של התפלגות נורמלית אינה מציאותית. יתר על כן, מהנחת ההתפלגות הנורמלית נגזרת הנחה נוספת, שלפיה התנודתיות בשער החליפין קבועה לכל מחיר מימוש. אולם התנודתיות הנגזרת מאופציות שקל-דולר הנסחרות בבורסה לניירות ערך אינה קבועה בשערי המימוש השונים, וההסתברות לשינויים חדים שתנודתיות זו משקפת גדולה על פי רוב מההסתברות המתקבלת מהתפלגות נורמלית. לכן חשוב לנסות לאמוד התפלגות מדויקת יותר, המשקפת ביתר נאמנות את הערכת הציבור לגבי השינויים העתידיים בשער החליפין.

אחת השיטות לאמידת ההתפלגות ללא הנחה לגבי צורתה, שיטה המיושמת בבנק ישראל, ניתנת להסבר אינטואיטיבי, המבוסס על המשמעות הכלכלית של מחיר נכס ייחודי, הידוע בשם "נכס פרימיטיבי". נכס זה מניב

המידע הגלום במחירי הנכסים הפיננסיים המתוחכמים, ובמיוחד במחירי האופציות¹, נמצא בשנים האחרונות במרכז ההתעניינות של כלכלנים באקדמיה, בבנקים מרכזיים ובמגזר הפרטי. המידע הנגזר ממחירי האופציות משקף את הציפיות בשוק לגבי המחיר הממוצע של נכס הבסיס² ולגבי התנודתיות בו. באמצעות שיטות ניתוח מתוחכמות יחסית ניתן לגזור גם את ההתפלגות של השינויים במחיר נכס הבסיס. כך, למשל, מהאופציות על שער החליפין של הדולר ניתן ללמוד לא רק על השער הממוצע הצפוי ועל התנודתיות הצפויה בו, אלא גם על הסתברויות לשינויים בשיעורים שונים של שער החליפין. תוצאות ניתוח זה של מחירי האופציות, המתבסס על תורת המימוון, משמשות את קובעי מדיניות הריבית בבנק ישראל, כחלק מן האינדיקטורים המתקבלים משוק ההון והכספים - ביניהם הציפיות לאינפלציה, הציפיות לשינויים בריבית בנק ישראל והציפיות לשינויים בשער החליפין. ניתוח מחירי האופציות שופך אור על אותן הציפיות, ובכך תורם רבות לגיבוש ההחלטות החודשיות על הריבית.

בשנים האחרונות עוקב בנק ישראל אחר ההסתברות לפיחות בשיעור חד יחסית - של מעל 10 אחוזים - במהלך שישה חודשים, המחושב בין היתר על פי נתוני האופציות שקל-דולר שהוא מוכר לציבור. אופציות אלו נמכרות, כאמור, על ידי בנק ישראל במכרזים שבועיים, בשער מימוש השווה לשער הפורוורד³ הנכון ליום המכרז. בעזרת נוסחה לתמחור אופציות המקובלת מאוד בשווקים (נוסחה שפיתחו בלק ושולס), ובהינתן המחיר הממוצע הנקבע במכרזים - ניתן לגזור את סטיית התקן הצפויה של שער

- 1 אופציה - חוזה המקנה לבעליו את הזכות לקנות (למכור) נכס במחיר מימוש ובתאריך נתונים מראש תמורת תשלום פרמיה.
- 2 נכס בסיס - הנכס שאותו יש לבעל האופציה הזכות לקנות (למכור) על פי ההתקשרות החוזית.
- 3 שער הפורוורד - שער החליפין הצפוי הנובע מפער הריביות בין ישראל לארה"ב.



תשואה של שקל אחד רק אם שער החליפין יהיה שווה לערך מסוים ובתאריך שנקבעו מראש; אחרת הנכס לא יניב מאומה. מחירו תלוי בציפיותיהם של המשקיעים ששער החליפין אכן יהיה שווה לאותו ערך בתאריך האמור, כלומר בהסתברות לכך. הנכסים הקרובים ביותר במאפייניהם לנכס פרימיטיבי הן האופציות, שהרי הן מניבות תזרים חיובי בשערי מימוש מסוימים ואפס באחרים. אולם, בעזרת שילוב של מספר אופציות שקל-דולר, שתארכי פדיון זהים

ובשערי מימוש שונים ניתן ליצור תיק השקעות שתשואתו דומה במאפייניה לנכס פרימיטיבי. תיק כזה ניתן ליצור משילוב של 4 אופציות בשערי מימוש שונים⁴, המוכר כעסקת "פרפר", ומחירו תלוי

בהסתברות שהתיק אכן יניב תשואה חיובית.

על פי הנוסחה המתוארת בסוף המאמר ניתן לחשב את ההסתברות השכיחה ביותר ולראות לאיזה שער חליפין היא מתייחסת. שער זה יכול להיות שונה מהשער הידוע - דבר המלמד על אי-סימטרייה בהתפלגות. כמו כן נוכל לחשב את ההסתברות לפיחות מסוים ואת ההסתברות לייסוף באותו שיעור, פרמטרים המשקפים את רמת אי-הוודאות ורמת אי-הסימטרייה בציפיות השוק לגבי שער החליפין שקל-דולר שישרור בעתיד. להלן נראה דוגמה לגזירת מידע על פי שיטת חישוב זו, מנתוני האופציות בשלושה תאריכים סביב העלאת הריבית של בנק ישראל לחודש יולי 2002 ב-2 נקודות אחוז.

ב-17 ביוני השנה, לאחר פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש מאי, שעלה בשיעור של אחוז אחד, ושבע

4 קניית אופציה אחת בשער מימוש X , מכירת (כתיבת) שתי אופציות בשער מימוש Y וקניית אופציה נוספת בשער מימוש Z , כאשר $X < Y < Z$.

לאחר שבנק ישראל העלה את הריבית השקלית ב-1.5 נקודות אחוז, הגיע שער החליפין שקל-דולר לרמה של למעלה מ-4.9 ש"ח לדולר. כפי שניתן להתרשם מהדיאגרמה (הקו הירוק) ההתפלגות הייתה סימטרית סביב שער הדולר הידוע ובעלת זנבות (קצוות התפלגות) עבים - דבר המעיד כי רמת אי-הוודאות לגבי ההתפתחות העתידית בשוק מטבע החוץ הייתה גבוהה מאוד וכי ההסתברות לשינויים חדים בשער החליפין, לשני הכיוונים, הייתה גבוהה. כך, ההסתברות ששער החליפין יישאר ברמתו הייתה אז 13 אחוזים בלבד, וההסתברות לפיחות (ייסוף) של 4 אחוזים ויותר הייתה

ניתן אפוא לראות כי באופציות שקל-דולר בשערי מימוש שונים מסתתר מידע רב וחשוב על התפתחות הצפויה של שער החליפין שקל-דולר, מידע שלא ניתן להפיק ממקורות אחרים.

גבוהה יחסית - 16.7 (8.3) אחוזים. ב-25 ביוני, עם העלאת הריבית של בנק ישראל ב-2 נקודות אחוז (הקו השחור), נטה עיקר ההתפלגות לייסוף שער החליפין: ההסתברות השכיחה ביותר, ברמה של 16.5 אחוזים, הייתה שהשקל ייוסף באחוז עד שני אחוזים. התפלגות זו לא הייתה סימטרית, וניתן לראות שההסתברות לתנודות קלות בשער

החליפין, עד 3 אחוזים, גבוהה יותר בכיוון של ייסוף, ואילו ההסתברות לתנודות גדולות - יותר מ-3 אחוזים - גבוהה יותר בכיוון של פיחות. במילים אחרות: ההסתברויות כי השקל ייוסף בשיעור מתון או יפוחת בשיעור חד יחסית היו גבוהות יותר מאלו של שאר האפשרויות. ב-1 ביולי, לאחר ייסוף בפועל לרמה של 4.75 ש"ח לדולר (הקו הצהוב), אופיינה ההתפלגות בסימטריות סביב שער הדולר הנוכחי ובזנבות דקים יותר - דבר המעיד כי רמת אי-הוודאות ירדה וכי ההסתברות לשינויים חדים, לכיוון של פיחות או ייסוף, הייתה נמוכה יחסית. כך, ההסתברות ששער החליפין יישאר ברמתו הייתה אז 18 אחוזים, וההסתברות ששער החליפין יפוחת (ייסוף) ב-4 אחוזים ויותר הייתה נמוכה יחסית - 6.4 (5.2) אחוזים בלבד.

ניתן אפוא לראות כי באופציות שקל-דולר בשערי מימוש שונים מסתתר מידע רב וחשוב על התפתחותו הצפויה של שער החליפין שקל-דולר, מידע שלא ניתן להפיק ממקורות אחרים.

$$P(x_i^*) = A \times \frac{C(x_{i+1}) + C(x_{i-1}) - 2C(x_i)}{K}$$

להלן תיאור נוסחת החישוב:

$P(x_i^*)$ – ההסתברות לסביבת שער חליפין X .

$C()$ – מחיר האופציה לדולר אחד (ממוצע מחירי הביקוש וההיצע לכל אופציה מחולק ב-10,000).

A – גורם היוון, המתחשב בריבית השקלית, בריבית הדולרית ובזמן הפירעון.

X_i – שער המימוש.

$i = 2, 3, n$, כאשר: $X_{i-1} < X_i$

$K = X_{i+1} - X_i$ (הפרשים קבועים בין שערי המימוש)

X_i^* – סביבת השער, הנמצא בטווח: $x_i - \frac{K}{2} \leq x_i^* \leq x_i + \frac{K}{2}$

5 ההנחה בנוסחה זו היא לינאריות בין כל שתי תצפיות (i), הנחה המתבקשת לחישוב ההתפלגות על סמך תצפיות.

הקטנת סיכון הסליקה בעסקות המרה - בנק CLS

ציון שרון - מחלקת מטבע חוץ

רב של מוצרים נסחרים; אולם מפני היקפו העצום של שוק מטבע החוץ העולמי, עסקות ההמרה הן, לבנקים רבים, המקור העיקרי לסיכון הסליקה. נפח המסחר היומי בשוק מטבע החוץ העולמי נאמד, על פי נתונים שריכז ה-BIS, בכ-1,200 מיליארדי דולרים. מאחר שכל עסקה כוללת שני תשלומים, היקף הסכומים הנסלקים בכל יום כפול מזה. במקרים מסוימים החשיפה לצד נגדי מסוים עלולה להיות גדולה מהונו של הבנק.

כל בנק הסוחר במטבע חוץ חשוף, בדרך כלל, לסיכון כי שהוא ישלם את המטבע שמכר אבל לא יקבל את המטבע שרכש.

סיכון הסליקה בעסקות המרה יכול לנבוע מפשיטת רגל של הצד שעמו נקשרה העסקה, מבעיות תפעוליות, מבעיות של העדר נזילות בשווקים ומגורמים אחרים. מכאן שלסיכון זה מספר ממדים: ממד אחד הוא סיכון אשראי - דהיינו הסיכון להפסיד את מלוא סכום העסקה; זאת במקרה פשיטת רגל של הצד השני לעסקה. ממד אחר הוא סיכון נזילות: עיכוב, אפילו זמני, בסליקה, יכול לחשוף את הבנק ללחצי נזילות - אם התקבול שציפה לו דרוש כדי לעמוד

בתחילת ספטמבר 2002 החל לפעול בנק CLS (Continuous Linked Settlement). המשמש מסלקה בין-לאומית לעסקות המרה בין מטבעות חוץ (ואינו עוסק בפעילות אחרת). ב-CLS, בשונה מאופן הסליקה המקובל בעסקות המרה, שני זרמי הכספים המרכיבים את עסקת ההמרה - התשלום במטבע האחד והתקבול במטבע האחר - מועברים בו-זמנית, והסליקה היא סופית.

עד להקמת CLS התקיימה הסליקה בכל מטבע במדינת המטבע בלבד (להוציא חריגים מעטים). מערכות התשלומים הפועלות כיום, במדינות השונות, נבדלות זו מזו הן באופן הפעילות והן בשעות הפעילות. כתוצאה מכך אין זה אפשרי, במערכות אלו, גם מהבחינה הטכנית, לבצע סליקה בו-זמנית סופית של שני זרמי הכספים המרכיבים את עסקת ההמרה, וכתוצאה מכך כל בנק הסוחר במטבע חוץ חשוף, בדרך כלל, לסיכון כי הוא ישלם את המטבע שמכר אבל לא יקבל את המטבע שרכש.

סיכון זה, המכונה סיכון סליקה, קיים למעשה במספר

עקרונות הפעולה של בנק CLS הם כדלהלן:

הבנק פועל במשך 5 שעות ביממה - מ-7:00 עד 12:00 על פי שעות אירופה, שהן שעות פעילות חופפות במטבעות שבהם הוא פועל. הסליקה היא סימולטנית בשני המטבעות, כך שאם צד אחד אינו מקיים את תנאי העסקה - לא תבוצע העברת הכספים של הצד

השני. בתהליך העבודה מתבצעת סריקה והפגשת נתוני העסקאות בהפרשים של דקות אחדות, תהליך היוצר רציפות (ומכאן השם Continuous Linked Settlement). הסליקה, לאחר סיומה, היא סופית, ולא ניתן לבטל את העסקאות.

בנק CLS מחזיק חשבונות בבנקים מרכזיים ומפעיל מערכת RTGS - מערכת תשלומים הפועלת בזמן אמת. עובדה זו מקנה ביטחון וסופיות לתשלומים המתבצעים על ידי ה-CLS. בעלי החשבונות ב-CLS הם בנקים בעלי מניות בבנק CLS בשווי של 5 מיליוני דולרים כל אחד. בנקים אלו, המכונים Settlement Members, מחזיקים

ב-CLS חשבונות רב-מטבעיים, ומבצעים עסקות המרה באמצעותו. (יותר מ-60 בנקים ביקשו להיות במעמד זה.) רוב הבנקים האחרים יהיו במעמד של Third Party Customer - כלומר יקבלו שירותי סליקה מ-CLS באמצעות הבנקים החברים, ולצורך זה יחזיקו באותם בנקים חשבונות רב-מטבעיים. בכל יום, עם פתיחת שעות הפעילות,

יעבירו הבנקים החברים לחשבונותיהם ב-CLS את היתרות בכל מטבע, על בסיס נטו. העברה נטו מקטינה את נפח תנועות הכספים ואת מספר התנועות, אולם עלולה לגרום בעיות נזילות בבנק ובמטבע ספציפיים. כדי

בהתחייבויותיו לגורמים אחרים. חשיפה כזאת יכולה להיות חמורה, אם מדובר בסכומים גדולים, ואם עלות הגיוס של מקורות חלופים היא גבוהה. ממד נוסף של סיכון הסליקה הוא סיכון מערכת; זה נוצר כשבעיית סליקה נקודתית גוררת, בתגובת שרשרת, בעיות נזילות נוספות במערכת.

הדוגמה הידועה ביותר להתממשות סיכון הסליקה היא אירוע סגירתו של הבנק הגרמני הקטן "הרשטאט" ב-1974: ב-26.6.1974 בוטל רשיונו של הבנק, במהלך היום, לאחר סגירת מערכת התשלומים הבין-בנקאית הגרמנית; כמה בנקים, שקשרו עסקאות עם

"הרשטאט" ושילמו לו באופן סופי, במהלך היום שקדם לסגירתו, מרקים גרמניים, לא קיבלו תמורתם את הדולרים שהיו אמורים לקבל מאוחר יותר באותו יום בשעות הפעילות של ניו-יורק - משום שהבנקים בניו-יורק, אשר בהם החזיק "הרשטאט" חשבונות, השעו כל תשלום בדולרים מחשבונותיו.

הדרך למזער את סיכון הסליקה היא העברת שני זרמי הכספים המרכיבים את עסקת ההמרה בו-זמנית. משמע, שהעברה הסופית של התשלום במטבע האחד מתבצעת רק אם וכאשר מתבצעת העברה סופית של המטבע השני. על רקע זה, ובהשפעת הלחץ מצד בנקים מרכזיים אחדים, הוקמה בשנת

1997 חברת האחזקות CLSS, המאגדת שתי חברות שיעודן הפחתת סיכונים בפעילות בנקאית - ECHO, המספקת שירותי קיזוז (netting), ובנק CLS, שמטרתו מזעור סיכון הסליקה בעסקות המרה.

עיכוב, אפילו זמני, בסליקה, יכול לחשוף את הבנק ללחצי נזילות - אם התקבול שציפה לו דרוש כדי לעמוד בהתחייבויותיו לגורמים אחרים.

הדרך למזער את סיכון הסליקה היא העברת שני זרמי הכספים המרכיבים את עסקת ההמרה בו-זמנית. משמע, שהעברה הסופית של התשלום במטבע האחד מתבצעת רק אם וכאשר מתבצעת העברה סופית של המטבע השני.

האם תאגידי בנקאיים מקומיים אמורים להצטרף?

בנק ישראל החליט על הצטרפות במעמד של Third Party Customer, כמו רבים מהבנקים המרכזיים האחרים. מומלץ לתאגידי בנקאיים המקומיים להצטרף אף הם, מהטעמים הבאים:

(1) ההצטרפות תפחית את החשיפה שלהם לסיכון הסליקה הכרוך בעסקות המרה בין מטבעות חוץ, ובכך תתרום ליציבותם.

(2) סביר כי הפרמיה שתשולם בעת קשירתה של עסקת המרה באמצעות CLS תהיה נמוכה מזו שתשולם על עסקה שלא באמצעותו.

להתגבר על בעיות אלו הוקם מנגנון לעסקות החלף בין-מטבעיות בין הבנקים החברים. יתרה שלילית במטבע מסוים ב-CLS במהלך היום תותר רק אם לבנק החבר יתרה שוות ערך במטבע אחר. יתרות סוף היום תוחזרנה למחזיקי החשבונות בסוף כל יום פעילות.

CLS יפעל בשלב הראשון בשבעה מטבעות - דולר ארה"ב, דולר קנדי, לירה שטרלינג, אירו, פרנק שווייצי, דולר אוסטרלי ויין יפני. בשלב השני תתאפשר פעילות גם במטבעות קרונה שוודית, קרונה נורבגית, קרונה דנית, דולר סינגפור ואולי גם בדולר הונג-קונג.

עיקרי ההודעות והפרסומים של בנק ישראל בחודשים האחרונים

ההודעות לעיתונות והסקירות התקופתיות במלואן מופיעות באתר

הבנק באינטרנט: www.bankisrael.gov.il

ירידת הביקוש העולמי למוצרי אלקטרוניקה והשלכותיה על היצוא הישראלי

התפתחות היצוא בישראל מושפעת לא רק מרמת הפעילות העולמית אלא גם מהרכבה. למרות הצמיחה של המשק האמריקני ברביעי הראשון של שנת 2002 בשיעור של 5.6 אחוזים נמשכה הירידה ביבוא מוצרי האלקטרוניקה לארה"ב, והדבר התבטא בהמשך הירידה של היצוא הישראלי עתיר הטכנולוגיה העילית - המהווה יותר מ-50 אחוזים מהיצוא התעשייתי. הרכב ההתאוששות בארה"ב הפחית אפוא את סיכויי ההתאוששות של יצוא הישראלי.

הרכב שוק איגרות החוב בישראל בהשוואה בין-לאומית

במהלך העשור האחרון נשאר חלקה של הממשלה במלאי איגרות החוב הסחירות בישראל כ-93 אחוזים בממוצע, שיעור גבוה מאוד יחסית למקובל בעולם. חלקן של איגרות החוב הממשלתיות במלאי איגרות החוב הסחירות בעולם הולך ופוחת בהתמדה, והוא התייצב בשנת 2001 על כ-30 אחוזים, לעומת כ-41 אחוזים בשנת 1995. נוסף על איגרות חוב סחירות מגייסת הממשלה בארץ גם איגרות חוב לא-סחירות (הנמכרות לחברות הביטוח ולקרנות הפנסיה), תופעה שכמעט אין כדוגמתה בחו"ל. עוד ראוי לציין, כי הממשלה בישראל מממנת את חובותיהן של הרשויות המקומיות, בעוד שלא כבמדינות רבות, שבהן הרשויות עצמן מגייסות הון על ידי הנפקת איגרות חוב.

האצה במספר המועסקים בשירותי החינוך מאז שנת 2001

בענף שירותי החינוך הועסקו בתחילת שנת 2002 על פי סקר כוח האדם של הלמ"ס, כ-300 אלף עובדים - כ-14 אחוזים מכלל המועסקים הישראלים במשק וכ-42 אחוזים מכלל המועסקים במגזר הציבורי. בשנת 2001 גדל מספר המועסקים בשירותי החינוך ב-4.1 אחוזים ביחס ל-2000, ובמחצית הראשונה של 2002

השקעות תושבי ישראל באיגרות חוב ישראליות שהונפקו בחוץ לארץ

כ-30 אחוזים מיתרת איגרות החוב שהנפיקו הממשלה וחברות ישראליות בחו"ל הוחזקו בינואר 2002 בידי תושבי ישראל; עד סוף 1999 הוחזקו האיגרות מסוג זה בידי תושבי חוץ בלבד.

בין הגורמים לגידול הביקוש של תושבי ישראל לאיגרות חוב ישראליות בחו"ל נציין את הירידה של היצע איגרות החוב מסוג "גלבוני", וכן את נטייתם של תושבי ישראל להעריך את "סיכון המדינה" של ישראל כנמוך יותר ממה שמעריכים תושבי חוץ.

ירידת המירווח על איגרות חוב של ממשלת ישראל בחו"ל בשנתיים האחרונות משקפת את הכניסה של תושבי ישראל לשוק זה, ואין בה כדי להעיד על ירידה של פרמיית הסיכון שדורשים תושבי חוץ על השקעותיהם באיגרות החוב הישראליות.

התפתחות תשואות ההנפקה של איגרות החוב השקליות הלא-צמודות

למרות הפחתת הריבית של בנק ישראל בדצמבר 2001 בשיעור של 2 נקודות אחוז, שיעורי התשואות הנומינליות לטווח ארוך לא ירדו, ואף עלו מתחילת השנה. תשואות איגרות החוב מסוג "שחר" ל-10 שנים עלו מתחילת השנה בכ-2.5 נקודות אחוז ותשואותיהן ל-5 שנים עלו בכ-2 נקודות אחוז. תשואות ההנפקה של המק"ם עלו מתחילת השנה - של האיגרות לשנה בכ-2.4 נקודות אחוז ושל אלה ל-3 חודשים בנקודת אחוז.

עליית התשואות הנומינליות הארוכות מתחילת השנה משקפת בעיקר את התרופפות המשמעת התקציבית בשנים 2001 ו-2002, המתבטאת בחריגה משמעותית מיעד הגירעון, וכתוצאה מכך - בעליית צורכי גיוס ההון הממשלתי.

של מטבע חוץ בחו"ל, משקלו היחסי של הפת"ח במכלול המקורות של המשק במטבע חוץ הולך ופוחת.

הודעות בנושאים בנקאיים

תיקון לצו הבנקאות - עמלת פירעון מוקדם

ועדת הכספים של הכנסת אישרה תיקון לצו הבנקאות (עמלות פירעון מוקדם) שהגיש בנק ישראל; זאת לאחר שנגיד הבנק קיים הליך של התייעצות עם הוועדה המייעצת לענייני בנקאות ועם שר האוצר, כנדרש בפקודת הבנקאות.

התיקון המוצע מתאים את הצו לרמות אינפלציה נמוכות, וכן מסייע להתפתחות בתחום הלוואות משכנתה שקליות לא צמודות והלוואות צמודות למטבע חוץ. כן מקל הצו במידה משמעותית על לקוחות המבקשים לבצע פירעון מוקדם.

הצו הפחית במידה ניכרת את העמלה בגין אי הודעה מראש של הלקוח, מאחז אחד מהסכום הנפרע לפי הצו הישן לעשירית אחוז בלבד לפי הצו הנוכחי. כן קוצרה תקופת ההודעה המוקדמת של הלקוח לבנק מארבעים וחמישה ימים לעשרה ימים בלבד. תחולתו של הצו תהיה מ-1.11.02.

הלימות ההון במערכת הבנקאות הישראלית

יחס ההון המזערי של חמש הקבוצות הבנקאיות ירד מ-10.0 אחוזים בשנת 1997 ל-9.4 אחוזים בשנת 2001. שינוי זה חל תוך ירידה של יחס ההון הראשוני, היציב יותר, מ-8.9 אחוזים ל-6.2 אחוזים ועלייה של יחס ההון המשני, שאופיו ארעי יותר, מ-1.1 ל-3.2 אחוזים.

שינוי זה נבע מגידול פעילותם של הבנקים שלא לווה בגידול מקביל של הונם הראשוני - עקב הימנעותם מהנפקה בבורסה במקביל לחלוקת דיבידנד לבעלי המניות, במהלך שנים אלה.

ברביע הראשון של שנת 2002 שב ועלה יחס ההון המזערי ל-9.7 אחוזים. יחס ההון הראשוני עמד על 6.3 אחוזים, והמשני - על 3.4 אחוזים. העלייה ביחס ההון נובעת מצבירת רווחים והנפקת כתבי התחייבות, מחד גיסא, ומגידול איטי יותר של נכסי הסיכון, מאידך גיסא,

עמד שיעור גידולו על 7 אחוזים ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. גידול זה תרם כ-60 אחוזים מהגידול של סך המועסקים בשירותים הציבוריים.

קצבי ההתרחבות של מספר המועסקים בחינוך הקדם-יסודי ובאוניברסיטאות היו גבוהים במיוחד בשנת 2001, ובמחצית הראשונה של 2002 הם האמירו ביחס למחצית הראשונה של שנת 2001 (12 ו-29 אחוזים, בהתאמה).

השפעת הדמוגרפיה על ההוצאה הציבורית בטווח

הארץ

שינויים בהרכב הגילים של האוכלוסייה עשויים להשפיע על היקף ההוצאה הציבורית ועל משקלה בתוצר. הממצאים העיקריים הם, שבשנים הקרובות תיהנה ישראל משיפור זמני בהרכב הדמוגרפי - ירידה של משקל הילדים באוכלוסייה, יציבות של משקל הזקנים ולפיכך ירידה ביחס התלות - היחס בין האוכלוסייה שאינה בגיל העבודה לאוכלוסייה בגיל העבודה. לחץ על ההוצאה מצד הפן הדמוגרפי יתחיל בעיקר לאחר שנת 2010.

התפתחות המקורות של מערכת הבנקאות בחוץ לארץ -

1998 עד יוני 2002

מאז יוני 2001 קטנו המקורות הזמינים במטבע חוץ מחו"ל העומדים לרשותה של מערכת הבנקאות. הגורם העיקרי לכך הוא משיכות מפקדונות במטבע חוץ של תושבי חוץ (פת"ח). ההיקף המצטבר של המשיכות מיוני 2001 ועד יוני 2002 נאמד בכ-700 מיליוני דולרים - 3-4 אחוזים מיתרת הפיקדונות.

הסיבות למפנה בהפקדות בפת"ח הן: המצב הגיאו פוליטי, ירידת הריביות הבין-לאומיות בעולם ומעבר לנכסים נושאי תשואה, חששות בגלל החוק לאיסור הלבנת הון ושינוי בנטיות ההשקעה של יורשי המפקידים.

למרות המשיכות מהפת"ח, סיפקו הבנקים בששת החודשים הראשונים של שנת 2002 את הביקוש המוגבר של המגזר הפרטי למטבע חוץ. פעילות זו התאפשרה בעיקר הודות למימוש נכסים בחו"ל - פיקדונות בבנקים זרים ואיגרות חוב זרות מתיק הנוסטרו.

מפני האפשרות הנתונה בשנים האחרונות לגיוס ישיר

- מחקר של עדי ברנדר ממחלקת המחקר על גידול הפער בין ישראל למדינות OECD במיסוי הכנסות מעבודה.
- עבודה של דניאל גוטליב, אסנת פלד וניצה קסיר על המדיניות לעידוד התעסוקה.
- עבודה של ניצן שנער ממחלקת הפיקוח על מטבע חוץ על היבטים של יציבות פיננסית חיצונית.
- מחקר של חדווה בר, אהוד נחמני ורנט לוקומט על כניסת בנקים זרים להשקעות לישראל והשפעתה על התחרות בשוק החיתום.
- מחקר של דוד אלקיים, מימי רגב ויעקב אלאשווילי מהמחלקה המוניטרית על אמידת פער התוצר ובחינת השפעתו על האינפלציה בישראל בשנים האחרונות.
- מחקר של רועי שטיין מהמחלקה המוניטרית על אמידת שער החליפין הצפוי באמצעות אופציות מכר על שער החליפין הצפוי.

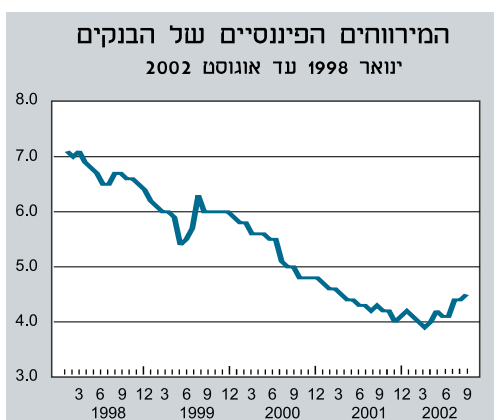
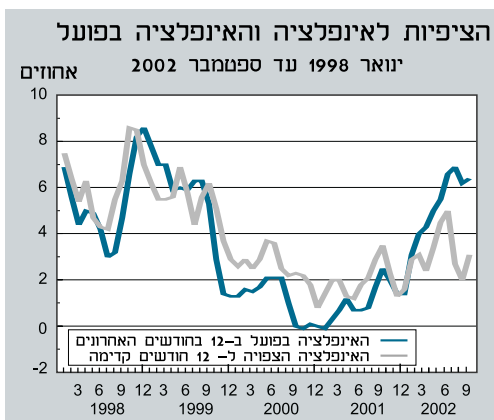
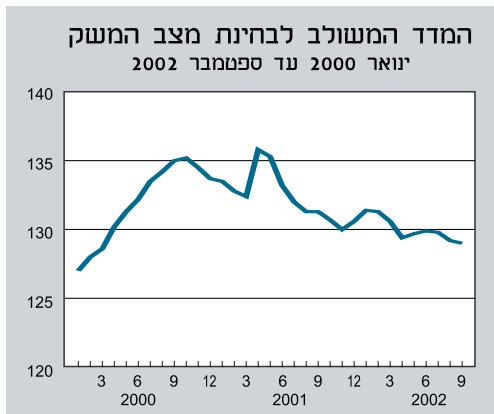
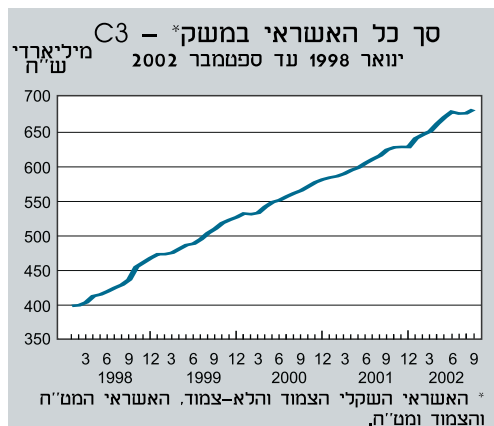
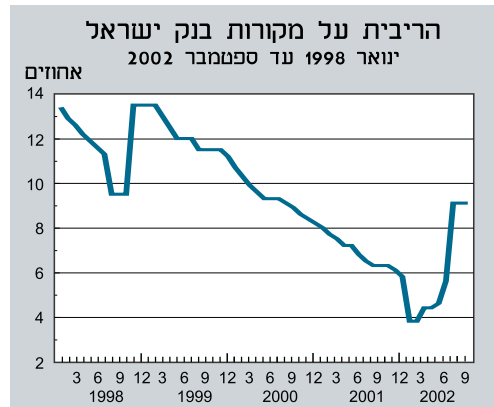
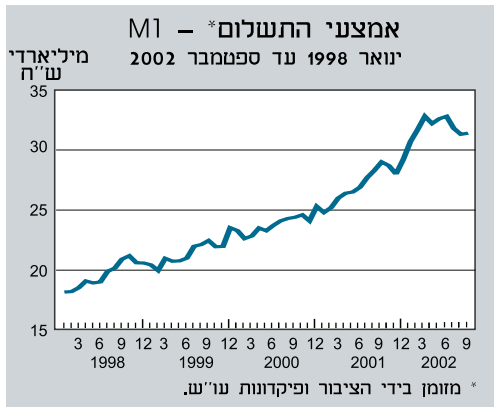
כתוצאה מהאטה במתן אשראי, ואולי גם מרצונם של הבנקים לשפר את יחס ההון. בפיקוח על הבנקים מציינים, כי על אף ירידת יחס ההון בבנקים, גורם זה עדיין אינו בבחינת מגבלה חמורה על פוטנציאל מתן האשראי של המערכת הבנקאית.

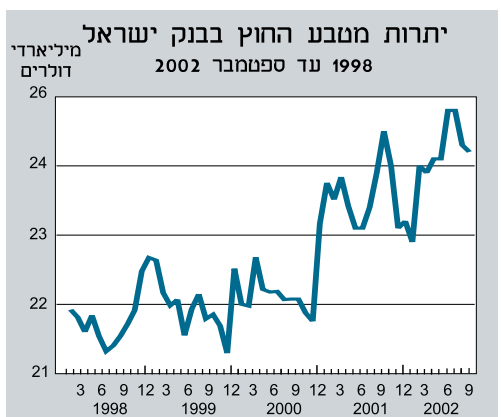
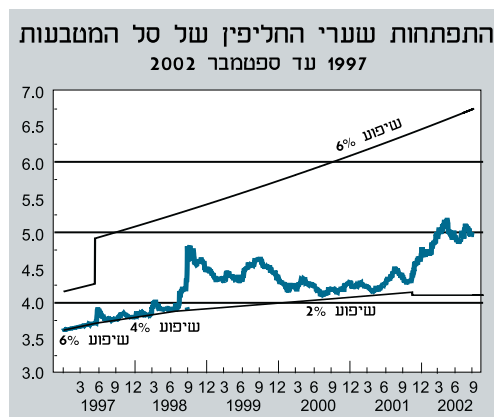
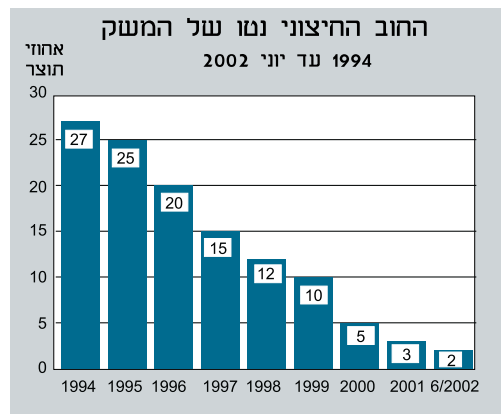
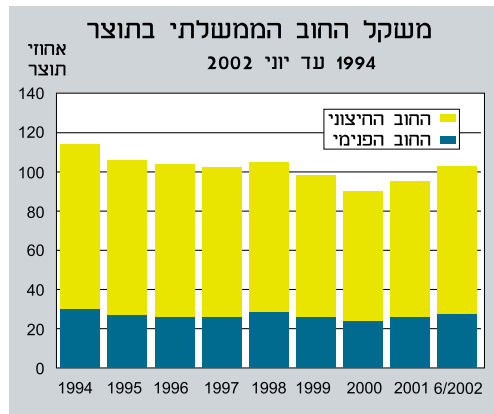
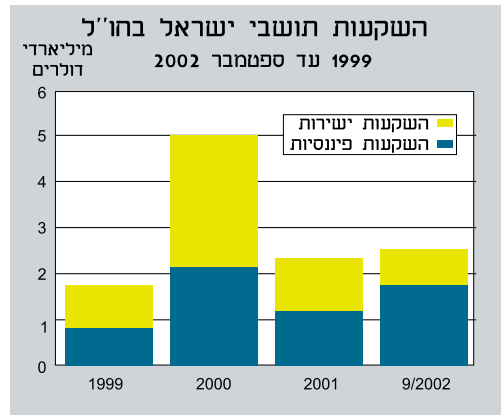
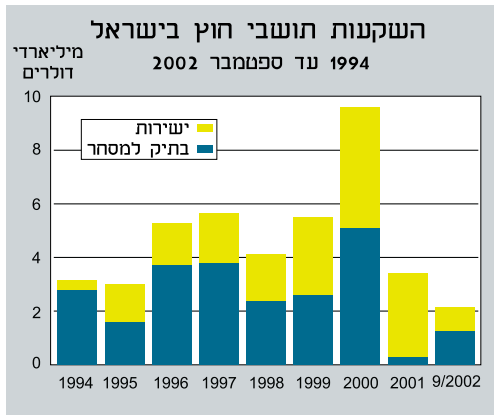
פרסומים

- בחודשים האחרונים פורסמו:
- דוחות על התפתחויות הכלכליות האחרונות לחודשים אוקטובר 2001 עד ספטמבר 2002.
 - עבודה של בנצי שרייבר וגולן בניטה מהפיקוח על מטבע חוץ, על משקל מטבע חוץ בתיק הנכסים של הציבור.
 - מחקר של אשר בלס, ישי יפה ואסנת פלד ממחלקת המחקר על השפעת אירועים מקומיים ואחרים על מחיר ההון של ישראל.

נתונים שוטפים

(נתוני בנק ישראל)







זכויות היוצרים בפרסום זה שמורות לבנק ישראל.
הרוצה לצטט רשאי לעשות כן בתנאי שיציין את המקור.

מס' קטלוגי 3000102011/1

<http://www.bankisrael.gov.il>

סדר: יחידת ההוצאה לאור, בנק ישראל

הדפסה: מפעלי דפוס כתר, ירושלים