



בנק ישראל

מחלקת מטבע חוץ

השקעת יתרות מטבע החוץ

דין וחשבון 2006

התוכן

2	התוכן
4	השקעת יתרות מטבע החוץ בשנת 2006 – עיקרי הדברים
5	1. רמת היתרות ומסגרת ניהולן
5	א. רמת היתרות
7	ב. מדיניות ההשקעה של היתרות
13	2. תשואת ההחזקה והסיכון של תיק היתרות בהשוואה לסמן שלו
13	א. תשואת ההחזקה של תיק היתרות
16	ב. השוואת התשואה והסיכון של התיק לאלה של הסמן
20	ג. תרומת הניהול השוטף של היתרות לרכיביה
21	(1) תרומת הניהול המטבעי
21	(2) התרומה של ניהול האריכות והפיזור על פני העקום
22	(3) פוזיציות בין שווקים
23	(4) התרומה של בחירת הנכסים
24	ד. השליטה על סיכון האשראי הכרוך בניהול השוטף
26	3. התשואה של תיק היתרות לעומת תיקים של מנהלים אחרים
29	4. רמת הנזילות של היתרות

הלוחות

- לוח 1 : היתרות ורמתן יחסית למצרפים שונים, 1997 עד 2006
- לוח 2 : ביצועי התיק בפועל לעומת הסמן, 1997 עד 2006
- לוח 3 : התרומות של החלטות הניהול לפער התשואה לעומת הסמן, 2006
- לוח 4 : התרומה של בחירת הנכסים, 2006

האיורים

- איור 1 : יתרות מטבע החוץ ברוטו, 1997 עד 2006
- איור 2 : שיעור התשואה ותרומת הניהול הכולל, 1997 עד 2006
- איור 3 : פיזור התשואות של התיק והסמן, 1997 עד 2006
- איור 4 : הפרשי התשואה לעומת הסמן, 1997 עד 2006
- איור 5 : תנודתיות התרומה של הניהול הפעיל, 2005 עד 2006
- איור 6 : ה-VaR של הפוזיציות, יוני 2002 עד דצמבר 2006
- איור 7 : פוזיציות האריכות בסך תיק היתרות, 2005 ו- 2006
- איור 8 : ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות, 2006
- איור 9 : החשיפה לבנקים ולממשלות, 1997 עד 2006
- איור 10 : התפלגות הביצועים של מנהלי קרנות לטווח קצר ולטווח בינוני בשוק האמריקאי, 1997 עד 2006
- איור 11 : תיק הדולר לעומת קרנות בשוק האמריקאי - תשואה וסיכון, 1997 עד 2006
- איור 12 : המצרף הנזיל של תיק היתרות, 2001 עד 2006

התיבות

- תיבה 1 : החלטות ההשקעה העיקריות במהלך 2006

השקעת יתרות מטבע החוץ בשנת 2006 – עיקרי הדברים¹

- הרמה הממוצעת של יתרות מטבע החוץ של בנק ישראל בשנת 2006 הייתה כ-28 מיליארדי דולרים², רמה השווה ל-4.8 חודשי יבוא ומהווה 75% מהחוב החיצוני לטווח קצר של המשק (ירידה של 0.2 חודש ושל 4 נקודות אחוז לעומת 2005).
- לא היה השנה שינוי במסגרת ניהולן של היתרות, המבוססת על השימושים האפשריים בהן ועל תועלתן למשק. מסגרת הניהול נבחנה במהלך 2006, בחינה שנמשכת ב-2007.
- תשואת ההחזקה של היתרות במונחי נומרר הסתכמה בשנת 2006 ב-3.8%, לעומת 2.6% אשתקד³. תשואה זו משקפת את עליית התשואות-לפדיון בשוקי ההון שהיתרות מושקעות בהם במהלך השנה הנסקרת, אשר הניבה הכנסות עולות מריבית לצד הפסדי הון.
- השנה תשואת ההחזקה של היתרות הייתה גבוהה ב-12 נקודות בסיס מתשואת הסמך, פער המבטא את תרומת הניהול הפעיל של התיק. בדומה לשנים האחרונות, החלק העיקרי של התוספת נבע מהניהול הנכסי.
- החשיפה של היתרות למערכת הבנקאות הבין-לאומית השנה הייתה בממוצע בהיקף של 32% מהיתרות. חשיפה זו מנוהלת על פי מערכת של מכסות וכללים, שהיא חלק מרכזי במערך הניהול של סיכון האשראי בתיק.
- רמת הנזילות של היתרות גבוהה מאוד: כ-92% מתיק היתרות מושקעים בנכסים בעלי נזילות גבוהה, והשאר – בנכסים שנזילותם נמוכה יותר.

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

² רמת היתרות מחושבת על בסיס שיערוך יומי של היתרות בערך שוק.

³ כל תשואות ההחזקה בדוח הן במונחי נומרר, אלא אם כן צוין אחרת.

1. רמת היתרות ומסגרת ניהולן

יתרות מטבע החוץ של ישראל מנוהלות בכפיפות לחוק בנק ישראל התשי"ד-1954 ולפרשנות המשפטית שהתווספה עליו. אלו מגדירים את דרכי פעילותו של בנק ישראל במטבע חוץ וקובעים מגבלות על סוגי הנכסים שבהם הוא רשאי להשקיע. בתחומים שבהם הבנק אינו מוגבל על ידי לשון החוק הוא פועל על פי מסגרת המבטאת את רוח החוק ואת העדפותיו של הבנק ומגבילה את הסיכונים השונים שתיק היתרות חשוף להם. הסיכונים הפיננסיים העיקריים הם סיכון האשראי, הנשלט על ידי מערכת של כללים ומכסות; סיכון הריבית, הנשלט בעיקר על ידי קביעת עוגן לאריכות הממוצעת של כל תיק מטבעי; והסיכון המטבעי, הנשלט על ידי הגדרת הרכב מטבעי ניטרלי – הנומרי – המשמש גם יחידת מידה למדידת ביצועי התיק. המסגרת גם מתייחסת לסיכונים אחרים, כגון הסיכון התפעולי והסיכון המשפטי.

א. רמת היתרות

יתרות מטבע החוץ הסתכמו בסוף שנת 2006 ב-29,028 מיליוני דולרים, עלייה של 1,170 מיליונים לעומת סוף השנה הקודמת. עלייה של כ-1.8 מיליארדים נבעה מההכנסה השוטפת של השקעת היתרות (ריבית ורווחי הון) ומהתחזקות המטבעות הלא-דולריים שבנומרי, שחלק מהיתרות מושקע בהם. כנגד זאת הורידה פעילות הממשלה (גיוס הון נטו ומשיכות תפעוליות) את רמת היתרות בכ-0.7 מיליארד דולרים. כרבע מהעלייה נטו ביתרות – כ-0.3 מיליארד דולרים – הוא תוצאה של הפקדת מטבע חוץ בבנק ישראל לפרק זמן קצר לקראת סוף 2006 על ידי מערכת הבנקאות המסחרית המקומית, לצרכים תפעוליים.

רמתן הממוצעת של היתרות הייתה בשנת 2006 כ-28 מיליארדי דולרים, גבוהה בכמיליארד דולרים מרמתן הממוצעת אשתקד (איור 1). היתרות אמנם גדלו, אבל קטנו מעט היחסים בין לבין מצרפים אחרים במשק, שבהשוואה אליהם מקובל לבחון את רמתן – היבוא, החוב החיצוני לטווח קצר של המשק, הנכסים השקליים הלא-צמודים שבידי הציבור (M2) והתמ"ג (לוח 1). העלייה ביתרות של ישראל במהלך 2006 הייתה בשיעור של 4.2% במונחי דולרים, בעוד שסך היתרות של המדינות החברות בקרן המטבע (לא כולל זהב) עלה בשנה זו ב-18.5% במונחי דולרים.

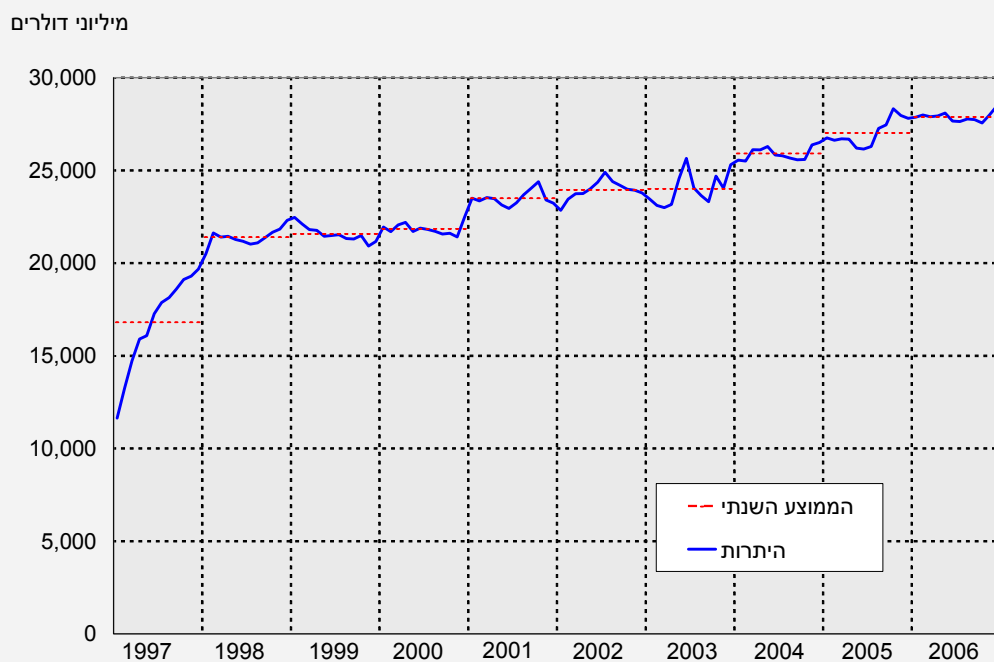
לוח 1

היתרות ורמתן יחסית למצרפים שונים, 1997 עד 2006

השנה	היתרה הממוצעת ¹ (מיליוני דולרים)	היבוא (חודשים)	החוב החיצוני ברוטו של המשק	החוב החיצוני לטווח קצר של המשק	הנכסים השקליים הלא- צמודים (M2)	תוצר מקומי גולמי
					(אחוזים)	
1997	16,797	4.66	29	73	52	16
1998	21,392	6.03	35	86	61	20
1999	21,718	5.42	33	82	55	20
2000	21,854	4.58	32	77	46	18
2001	23,523	5.53	34	77	43	20
2002	23,943	5.84	34	75	48	22
2003	24,002	5.61	32	78	46	21
2004	25,908	5.27	33	79	47	21
2005	27,020	5.00	34	79	46	21
2006	27,976	4.81	32	75	45	20

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

איור 1 – יתרות מטבע החוץ ברוטו, 1997 עד 2006
(ממוצעים חודשיים)



המקור: בנק ישראל.

יתרות מטבע החוץ משמשות מקור נזילות לשימוש בעת הצורך, ומטרתן גם להשיג תועלות למשק, הנובעות מעצם העובדה שיש למדינה יתרות מטבע חוץ בהיקף מסוים. לקראת סוף 2003 אימץ הבנק הגדרה של תפקידי היתרות, שלפיה השימושים בהן מתחלקים לשימושים של הממשלה, אשר לשמם הבנק עשוי למכור לה מטבע חוץ, ושימושים של הבנק. התועלות למשק מהחזקת יתרות מטבע החוץ הן הקטנת ההסתברות של משבר בשוק מטבע החוץ הישראלי ושיפור מעמדה של ישראל בסביבה הפיננסית הבין-לאומית. בשנת 2006 נבדקה מחדש המסגרת לאמידת הרמה הרצויה של היתרות לפי דרישות התועלות; מתוצאות הבדיקה ניתן להסיק שהרמה הנוכחית של היתרות מספקת לצורך זה. המסגרת לאמידת הרמה הרצויה של היתרות לפי דרישות השימושים, לרבות השלכותיו על מדיניות ההשקעה של היתרות, נבחנת כעת מחדש.

לפי השיטה הנהוגה כעת, שתוארה בדוחות המחלקה לשנים 2003-2005, רמת היתרות הרצויה הנגזרת מדרישות השימושים מוערכת בסוף 2006 בכ-36 מיליארדי דולרים, מתוכם כ-22 מיליארדים לכיסוי שימושים אפשריים של הממשלה וכ-14 מיליארדים לכיסוי שימושים אפשריים של הבנק. זאת לעומת כ-34 מיליארדים בסוף 2004 וכ-35 מיליארדים בסוף 2005. הרמה הרצויה של היתרות לצורך השגת התועלות למשק מעצם החזקתן אינה מתווספת על הרמה הנגזרת מהשימושים, אלא חופפת לה. אין דרך כלכלית ישירה לקביעת הסכום הדרוש לצורך זה, אולם ניתן לקבל אינדיקציות עקיפות לגביו בשיטות שונות. לפי שיטות אלו, היקף היתרות הנגזר מהתועלות קטן מזה הנגזר מהשימושים, ולכן רמת היתרות הנגזרת מהשימושים אמורה להתאים גם לרמת התועלות.

ב. מדיניות ההשקעה של היתרות

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

מדיניות ההשקעה מושתתת על שלושה עקרונות:

- **שמירה על ערכן של היתרות במונחי השימושים המיועדים שלהן**, אשר תוארו לעיל. עיקרון זה מקבל ביטוי בקביעת ההרכב המטבעי של היתרות, במגבלות על חשיפתן לסיכון אשראי, ובמידה מסוימת גם בניהול סיכון הריבית שלהן.
- **ניהול היתרות ברמה גבוהה של נזילות**. עיקרון זה מקבל ביטוי בעיקר במגבלות על סוגי הנכסים שבהם מותר להשקיע את היתרות. (חלק ממגבלות אלה נקבעו בחוק בנק ישראל ובפרשנות שהתווספה עליו, וחלקן – בהחלטות פנימיות של הבנק).
- **השגת תשואה נאותה על תיק היתרות**, בכפיפות לשני העקרונות הראשונים. עיקרון זה מקבל ביטוי בהחלטות על אריכות תיק היתרות, על רמת החשיפה המותרת לסיכון אשראי ועל הניהול הפעיל של התיק.

השליטה על מרבית מאפייני הסיכון הפיננסי של תיק היתרות מעוגנת בניהול תיק היתרות לעומת סמן (benchmark), תיק היפותטי הבנוי על פי כללים שנקבעו מראש, כחלק ממדיניות ההשקעה. כללים אלה קובעים את ההרכב המטבעי של הסמן, את האריכות שלו בכל מטבע, את סוגי הנכסים הכלולים בו ואת פיזור הנכסים האלה על פני עקום התשואה. בניהול היתרות בנק ישראל נוקט שיטת ניהול פעיל, ולפיכך תיק היתרות נבדל מהסמן, בדרך כלל, במידת חשיפתו לגורמי הסיכון השונים, כגון הסיכון המטבעי וסיכון הריבית. מדיניות ההשקעה של היתרות מגבילה את היקף הסטיות בין התיק לסמן במספר מגבלות, המתבטאות בעיקר בחמישה ממדים: (1) מגבלה על ה-VaR (Value-at-Risk – הערך הנתון לסיכון) של הפער בין התיק בפועל לבין הסמן; (2) מגבלות על ההפרשים בין התיק בפועל לסמן בהרכב המטבעי; (3) מגבלה על סך ההפרש בין אריכות התיק בפועל לאריכות הסמן במטבעות השונים; (4) מגבלות כמותיות על גודל ההשקעה בסוגים שונים של נכסים שאינם נכללים בסמן; (5) מגבלות על חשיפה לסיכון אשראי.

ה-VaR של הפער בין התיק בפועל לבין הסמן מוגדר כהפסד הגדול ביותר שהתיק צפוי לספוג מניהול כל הפוזיציות בתוך שבוע, בהסתברות של 95%. ה-VaR של הפוזיציות המנוהלות בתיק היתרות מוגבל לחמישית של אחוז (20 נקודות בסיס) מערך היתרות. יש לציין כי בכך אין ביטחון מוחלט שלא ייגרם הפסד גדול מסכום זה בשבוע מסוים, שכן, כאמור, מגבלת ה-VaR יכולה

לאמוד נכונה את היקף ההפסד הגדול ביותר הצפוי רק ב-95% מהימים. יתר על כן, חישוב ה-VaR מבוסס על ההנחה כי האפיון המתמטי של התנהגות השווקים בתקופת החישוב דומה לאפיונה בתקופה היסטורית מסוימת. אם, בניגוד להנחה, האפיון משתנה, ההסתברות להפסד עלולה להיות שונה מהאומדן שחישוב ה-VaR מספק. כנגד זאת ראוי להעיר, כי בדרך כלל הניצול בפועל של מגבלת ה-VaR הוא חלקי בלבד, כפי שמתואר להלן בפרק 2-ב'.

ההרכב המטבעי של הסמן – הנומרר – נקבע לפי ההרכב המטבעי של השימושים המיועדים ביתרות, ששני רכיביו העיקריים הם הדולר של ארה"ב והאירו. לעומת זאת, מבנה החשיפה של הסמן לסיכון הריבית בכל מטבע – אריכותו ופיזורו על העקום – אינו נגזר ממבנה החשיפה של שימושי היתרות באותו מטבע לסיכון ריבית. אריכות הסמן ופיזורו נגזרים מהמטרה להשיג תשואה מרבית תוך סיכון נמוך, כאשר פרופיל התשואה/סיכון נגזר מהעדפות בעל התיק. אריכות הסמן לתיק הדולר עודכנה ב-2006. (ראו להלן - תיבה 1.) מדיניות ההשקעה מטילה מגבלות כמותיות על חשיפת היתרות לסיכון מטבעי ולסיכון ריבית הנמדד על פי הבדלי האריכות. לגבי סיכון הריבית הנובע מהבדלים בפיזור על פני העקום אין מגבלה מפורשת, והוא נשלט על ידי מגבלת ה-VaR. מדיניות ההשקעה גם מטילה מגבלות כמותיות על החשיפה לסיכון האשראי ועל השקעת היתרות בנכסים שאינם בסמן (נכסי מירווח). היא קובעת סף מינימלי לאיכות האשראי של המוסד הבודד וגם מבטיחה פיזור נאות בין מוסדות ומדינות, בהתאם לגודלם ולאיכות האשראי שלהם. כן קיימת מגבלה כמותית על החשיפה הכוללת של תיק היתרות למערכת הבנקאות העולמית.

הערך המוסף של הניהול הפעיל מתבטא בפער התשואה והסיכון בין תיק היתרות לבין הסמן שלו, פער המנותח לפי רכיביו בפרק 2-ג' להלן. החלטת בנק ישראל בדבר ניהול פעיל מבוקר של היתרות נתמכת בראש ובראשונה בתרומתו של ניהול זה לתשואת התיק בעשור האחרון – כ-9 נקודות בסיס⁴ לשנה (לוח 2). לניהול הפעיל יתרונות נוספים, ביניהם הידוק הקשרים העסקיים של הבנק עם מוסדות פיננסיים בחו"ל, תוספת ליכולת הבנק לקבל מידע כלכלי ועסקי וטיפול המקצוענות של כוח האדם העוסק בכך בבנק.

⁴ נקודת בסיס היא מאית אחוז או חלק אחד מעשרת אלפים. ברמה הנוכחית של היתרות, תוספת של נקודת בסיס אחת שווה בערך ל-2.9 מיליוני דולרים.

תיבה 1 – החלטות ההשקעה העיקריות במהלך 2006

שינוי אריכות הסמן לתיק היתרות

אריכות המטרה בכל המטבעות של הסמן נקבעה לפי גישת ה-shortfall. על פי שיטה זו, אריכות המטרה של הטווח הארוך נקבעת באופן שבו תשואת ההחזקה **השנתית** של התיק לא תרד מתחת **לסף המינימום** שנקבע, וזאת **ברמת ביטחון** שנקבעת. סף המינימום ורמת הביטחון מגדירים את רמת הסיכון הרצויה על פי העדפות הסיכון המתאימות לתיק היתרות. הפרמטרים של גישת ה-shortfall, שמהם נגזרה אריכות הסמן בכל מטבע, כפי שנקבעו בשנת 1999, הם רמת ביטחון של 95% וסף מינימום של מחצית התשואה על שטר אוצר ל-3 חודשים. אריכות המטרה שנגזרה מפרמטרים אלו הייתה 16 חודשים⁵. לנוכח התמורות שהתחוללו בשנים האחרונות בסביבה הכלכלית של ישראל, במדיניות המוניטרית ובמדיניות שער החליפין, השתנתה, כנראה, גם רמת הסיכון הנאותה לתיק היתרות, ולפיכך החליטה הנהלת הבנק על הגדלת תוחלת תשואת ההחזקה הצפויה של התיק, במחיר של העלאת רמת הסיכון במידה מבוקרת. ברביע השלישי של 2006 שונו הפרמטרים של גישת ה-shortfall לרמת ביטחון של 99% וסף מינימום של אפס תשואה. זאת כדי לשקף נכון יותר את שקלול התמורה (tradeoff) של הנהלת הבנק בין תשואה לסיכון. יישום הפרמטרים החדשים – עד כה בתיק הדולר בלבד – הוביל לשינוי אריכות הסמן של תיק הדולר לרמה קבועה של 24 חודשים. בתיקים המטבעיים האחרים האריכות נותרה, לעת עתה, כפי שנגזרה מהפרמטרים הקודמים, כלומר ברמה קבועה של 16 חודשים. יצוין שאריכות המטרה נקבעת לפי שיקולים ארוכי טווח, עם אופק רב-שנתי, ולכן אין לשפוט החלטות לגביו לפי תוצאותיהן על פני פרקי זמן קצרים יותר.

פיזור על פני עקום התשואה של הסמן לתיק הדולר

שינוי אריכות הסמן מחייב החלטה גם לגבי הרכבו הרצוי של הסמן על פני עקום התשואה. החל מ-1999 הסמן הכיל אג"ח לטווח של עד 5 שנים⁶. על בסיס בדיקת כדאיות של תיקים בהרכבים שונים הוחלט שהסמן ימשיך להכיל אג"ח לטווח זה במקום לזמני פירעון ארוכים יותר. לפיכך

⁵ מינואר 2003 עד יולי 2005 אריכות הסמן לתיק הדולר (בלבד) קוצרה זמנית ל-11 חודשים, שלא על בסיס גישת ה-shortfall. דיון על כך יימצא בדוחות לשנים שנוכרו.

⁶ פרט לתקופה ינואר 2003 עד יולי 2005, תקופת קיצור האריכות של הסמן לתיק הדולר, שבה הכיל הסמן אג"ח בטווח של עד 3 שנים לפירעון.

מביא גידולה של אריכות הסמן, ובעקבותיו גם של אריכות התיק, לצמצום רב בחלק הקצר של התיק. עם הצטמצמות החלק הקצר של התיק פחתה האפשרות להשקיע בנכסי מירווח קצרים. נכסים אלה נסחרים במירווח חיובי ביחס לנכסי הסמן הקצרים ומניבים תוספת תשואה ודאית ביחס לסמן, שכן מפני טווח הפירעון הקצר שלהם נוטים להחזיקם בתיק היתרות עד הפירעון, וכך נמנע סיכון להפסדי הון מהם. אלמנט זה של אובדן הכנסה בטוחה הובא בחשבון בבדיקות היסטוריות ובניתוח תרחישים שונים, וגם לפיהם התיק הנבחר לעיל נמצא עדיף על תיקים חלופיים שנבדקו.

הוספת מנהלים חיצוניים לניהול תיקי משכנתאות

בתחילת שנות התשעים הוחלט להשקיע בשוק המשכנתאות באמצעות ניהול חיצוני⁷. אחוז היתרות המושקע בניירות ערך המגובים במשכנתאות מסוג GNMA בניהול חיצוני גדל בהדרגה, עד שהגיע, באמצע שנות התשעים, ל-4% מתיק היתרות. בשנים האחרונות ירד חלקם של ניירות אלו ביתרות עד ל-2.5% בסוף 2005, בעיקר כתוצאה מגידול של היתרות. לנוכח ביצועי המשכנתאות בעבר, שהיו טובים מאלה של אג"ח ממשלתיות אמריקניות, הוחלט, בתחילת 2005, לשוב ולהעלות את אחוז היתרות שיושקע בניירות אלו לכ-4%, על ידי הגדלת ההקצאה לניהול חיצוני. זאת, בן היתר מפני המומחיות של מנהלים חיצוניים בניהול תיק משכנתאות מגוון. כן הוחלט להגדיל את מספר המנהלים החיצוניים כדי למנוע עלייה בלתי מבוקרת בחשיפת ביצועי היתרות להחלטות של מנהל מסוים. במהלך 2005 נוהל תהליך בחירת מועמדים מתאימים לניהול תיק נוסף במשכנתאות. במהלך הבחירה התייעצה מחלקת מטבע חוץ גם עם בנקים מרכזיים אחרים ועם מוסדות בין-לאומיים. כל המועמדים שנבחנו הם מוסדות מהשורה הראשונה בתחום ההשקעות שעמדו בקריטריונים לניהול תיק משכנתאות עבור בנק ישראל. לבסוף נבחרו שני מנהלים הנהנים, להערכתנו, מיתרון בביצועים. ביולי 2006 החלו מנהלים אלו לנהל עבור בנק ישראל תיקי משכנתאות.

⁷ על המניעים לשימוש במנהלים חיצוניים ראו בדוח השנתי של מחלקת מטבע חוץ 2001, תיבה א'-6. מתחילת שנות

התשעים נוהלו נכסים בניירות ערך המגובים במשכנתאות מסוג GNMA גם בניהול פנימי.

הרחבת רשימת המדינות שניתן להשקיע בהן

עד לשנה זו הושקעו היתרות רק במדינות מפותחות, מהשורה הראשונה, בעלות משטר של שער חליפין נייד, המדורגות בדירוג אשראי גבוה על ידי שלוש חברות הדירוג הגדולות : Moody's, S&P ו-Fitch. השנה, לאחר בדיקה מקיפה של ההסתברויות לחדלות פירעון של מדינות בדירוגים השונים מול תוספת התשואה שעשויה לצמוח מהשקעה במכשירי חוב של מדינות בדירוגים נמוכים מאלו שבמכשירי החוב שלהן נהגנו להשקיע, הגענו למסקנה כי ניתן להגמיש את כללי הסף להכללת מדינות ברשימת המדינות להשקעה. כתוצאה משינוי זה נוספה לרשימה קבוצה של כתריסר מדינות. כל המדינות שנוספו לרשימה הן בעלות דירוג אשראי השקעתי, ונמנות עמן מדינות מאסיה, מאירופה ומאמריקה הלטינית, גם מדינות המוגדרות כמשקים מתעוררים. השקעה במדינה עשויה להיות השקעה במטבע של המדינה או השקעה במכשירי חוב המונפקים על ידי ממשלת המדינה או בערבותה המלאה, במטבע מקומי או במטבע חוץ. הוספת מדינה חדשה לרשימת המדינות שניתן להשקיע בהן אינה תהליך אוטומטי הנגזר מדירוג האשראי של אותה המדינה, אלא באה לאחר בדיקה פרטנית מקיפה של המאפיינים הכלכליים והרגולטוריים שלה.

לוח 2
ביצועי התיק בפועל לעומת הסמן, 1997 עד 2006
 (אחוזים, מונחים שנתיים)

תוספת התשואה							ביצועי התיק		
פוזיציות פיזור ותרומות אחרות	בחירת נכסים		החלטה אסטרטגית להשקיע ב-GNMA ²	פוזיציות בין שווקים	ניהול מטבעי	סך הכול	הסמן	התיק בפועל	
	השפעת מרווח ³	השפעת פיזור							
-0.01	0.18	-0.17	0.03		-0.26	-0.24	5.24	4.99	1997
0.02	0.07	0.09	0.02		0.08	0.16	0.49	0.44	התשואה
-0.07	0.10	0.01	-0.03		0.00	0.01	5.99	6.00	סטיית התקן
0.02	0.05	0.02	0.06		0.03	0.08	0.69	0.63	1998
0.05	0.05	-0.06	0.03		0.02	0.08	3.17	3.26	התשואה
		0.08	0.05		0.02	0.13	0.60	0.66	סטיית התקן
0.01	0.19	0.00	-0.04		-0.15	0.01	6.78	6.79	2000
		0.02	0.03		0.06	0.11	0.86	0.89	התשואה
-0.01	0.23	-0.01	-0.05		0.00	0.22 ¹	6.13	6.35	סטיית התקן
0.00	0.09	0.04	0.04		0.03	0.20	1.36	1.44	2001
-0.01	0.20	-0.02	0.00		0.03	0.20	4.98	5.18	התשואה
		0.05			0.04	0.17	1.41	1.32	סטיית התקן
0.00	0.02	0.19	-0.02	-0.01	0.04	0.21	1.94	2.15	2003
						0.09	0.79	0.81	התשואה
-0.02	-0.02	0.11	-0.05	-	-0.01	0.03	1.67	1.70	סטיית התקן
						0.06	0.73	0.73	2002
0.02	0.05	0.14	-0.03	-	0.02	0.21	2.44	2.64	התשואה
						0.09	0.71	0.67	סטיית התקן
-0.01	0.01	0.21	-0.05	-	0.00	0.12	3.70	3.83	2006
						0.11	0.77	0.77	התשואה
-0.01	0.16	-0.04	-0.01		-0.03	0.09	4.19	4.28	2006-1997
									התשואה

המקור: בנק ישראל.

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

(2) בשנים 2003-1996 נהלו סכומים שונים (בניהול חיצוני ופנימי) כנגד סמן שהוא מדד שוק ה-GNMA.

במסגרת מובאת תוספת התשואה המבטת מהחלפה חלקית של הסמן לחלק הארוך של תיק הדולר בסמן GNMA.

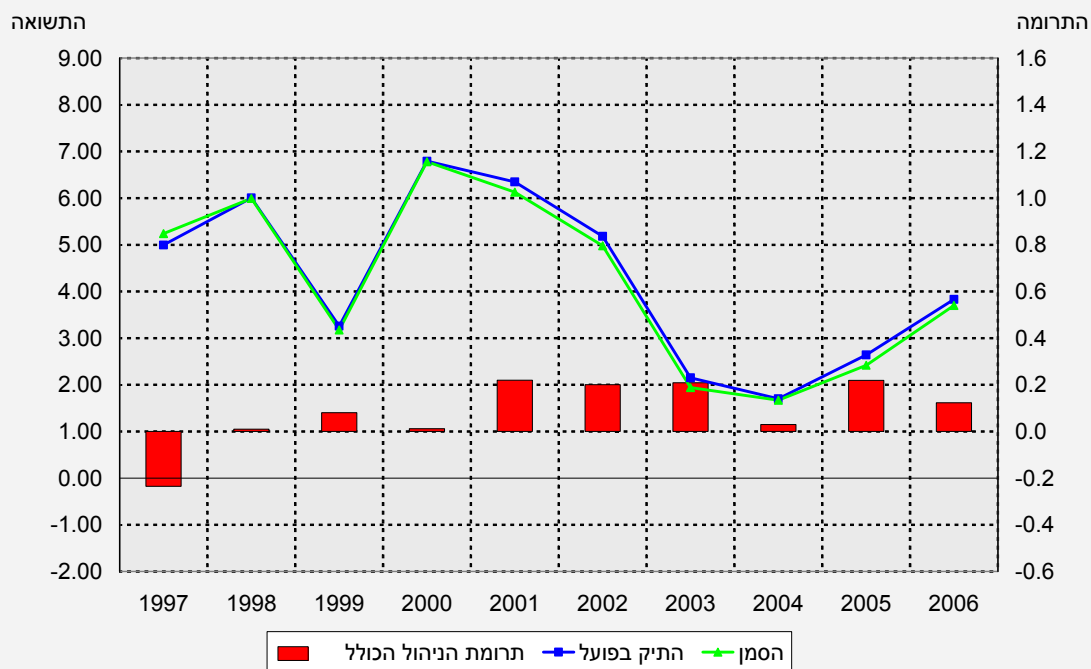
(3) עד שנת 2002 (כולל) השפעת המרווח כוללת גם את השפעת הפיזור.

2. תשואת ההחזקה והסיכון של תיק היתרות בהשוואה לסמן שלו

א. תשואת ההחזקה של תיק היתרות

סך כל תשואת ההחזקה של היתרות במונחי נומרר היה בשנה הנסקרת 3.8%, לעומת 2.6% ב-2005 ו-4.3%, בממוצע, בשנים 1997 עד 2006 (לוח 2 ואיור 2). התנודתיות (סטיית התקן) של תשואת התיק הסתכמה ב-0.77%, לעומת 0.67% ב-2005. תשואת ההחזקה של תיק היתרות ותנודתיותה מושפעות משלושה גורמים עיקריים: ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים; החלטות ההשקעה ארוכות הטווח, הבאות לידי ביטוי במבנה הסמן של התיק; הניהול השוטף של התיק, לרבות הניהול הפעיל (ההחלטות על סטיות מהסמן).

איור 2 – שיעור התשואה ותרומת הניהול הכולל, 1997 עד 2006
(אחוזים, במונחי נומרר שנתיים)



המקור: בנק ישראל.

תשואת ההחזקה של יתרות מטבע החוץ מוערכת בבנק ישראל, בדרך כלל, במונחי הרכב מטבעי ניטרלי – הנומנר – המחושב לפי השימושים המיועדים של היתרות. ניתן לחשב את תשואת ההחזקה של היתרות גם במונחי שקלים. זו הגיעה השנה לשיעור שלילי של 2.3%, לאחר תשואה חיובית של 6.5% בשנת 2005. התשואה השלילית במונחי שקלים בשנת 2006 היא תוצאת היחלשות הדולר של ארה"ב לעומת השקל בשיעור של 8.2% במהלך השנה. היחלשות הדולר קוזה חלקית על ידי התחזקות מטבעות ההשקעה האחרים של היתרות לעומת השקל ועל ידי הכנסות היתרות מריבית ומרווחי הון. בעשור האחרון הסתכמה תשואת ההחזקה במונחי שקלים ב-7.2% לשנה, ובניכוי עליית המחירים המקומיים שהייתה בתקופה זו – ב-4.6% לשנה.

במונחי דולרים הניבו היתרות רווחים של 1.8 מיליארדי דולרים. סכום זה מורכב מהכנסות מריבית, רווחי/הפסדי הון וניהול פעיל בגובה של 1.1 מיליארדי דולרים ומרווחים מהפרשי שערים

בהיקף של 0.7 מיליארד⁸. יש לזכור כי מדידה בדיעבד של תשואת תיק שנוהל מלכתחילה לפי יעד רב-מטבעי במונחים של מטבע אחד בלבד מושפעת במידה רבה מבחירת מטבע המדידה. כך, למשל, התשואה השנה במונחי דולר הסתכמה ב-6.5% השנה, לעומת תשואה שלילית של 4.3% במונחי אירו. לכן תשואת היתרות נמדדת בדרך כלל במונחי נומרר. תיקי הדולר והאירו של היתרות הניבו תשואות של 4.4% ו-2.2% (בהתאמה, כל אחד במונחי המטבע שלו); תשואות אלו הן הרכיבים העיקריים של תשואת תיק היתרות כולו במונחי נומרר. התשואה הכוללת מושפעת גם מתשואות של תיקים אחרים ומרכיבים של תרומת הניהול הפעיל שאינם מיוחסים לתיק מטבעי ספציפי.

תשואת היתרות השנה הושפעה במידה רבה מהמשך עלייתן של התשואות-לפדיון בשווקים של ארה"ב ושל אזור האירו, תוך היפוך השיפוע (inversion) של העקום האמריקני והשתטחות של העקום האירופי. הרקע לעליית התשואות היה המשך מגמת הריסון המוניטרי בארה"ב (שהתחילה ב-2004), במחצית הראשונה של 2006, שבה העלה הבנק המרכזי האמריקאי את הריבית שלו בהדרגה מ-4.25% ל-5.25%, ומדיניות מרסנת של הבנק המרכזי האירופי, שהתחיל להעלות את הריבית שלו לקראת סוף 2005, ועבר בהדרגה מרמה של 2.25% בתחילת 2006 לרמה של 3.5% בסופה. רמת התשואות על איגרות חוב בשווקים של ארה"ב ואירופה משתקפת בהכנסה השוטפת מריבית, הכלולה בתשואת ההחזקה של היתרות. אולם עליית התשואות-לפדיון של איגרות החוב האלה התבטאה בירידת מחיריהן, שנרשמה כהפסדי הון. כיוון שאריכות התיקים האלה ארוכה מתקופת המדידה, הורדת תשואת ההחזקה מהפסדי הון גדולה בהכרח מהתוספת לתשואת ההחזקה הנובעת מעליית ההכנסה שוטפת. לפיכך תשואת ההחזקה של תיק הדולר ותיק האירו נמוכות מהרמה הממוצעת (במשך השנה) של התשואות לפדיון בשוקי ארה"ב ואירופה, בהתאמה.

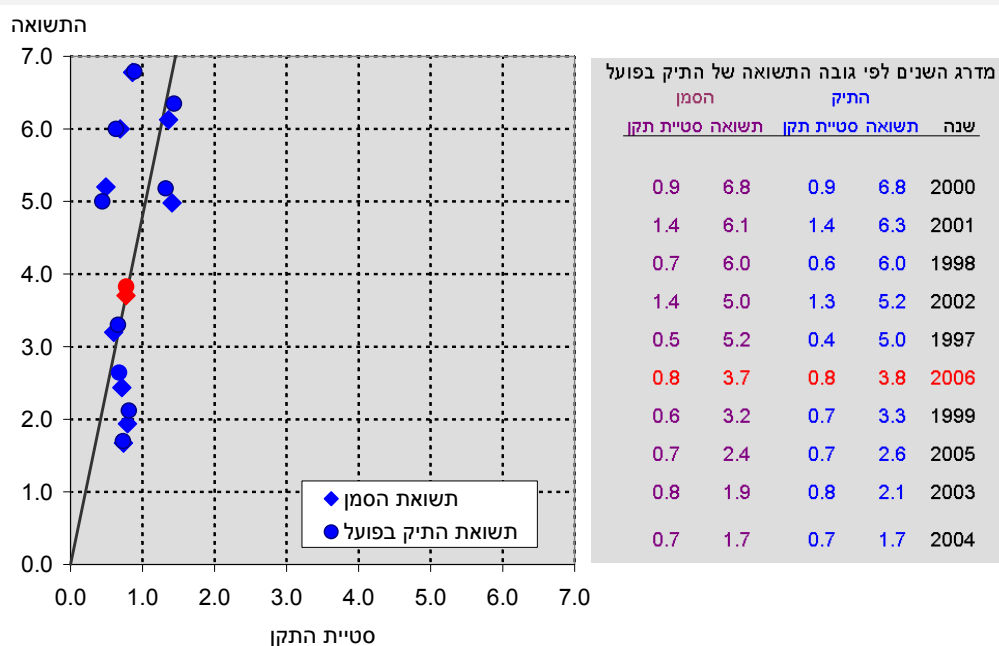
⁸ סכומים אלו מחושבים לפי הרמה הממוצעת של היתרות, והם כוללים רווחים-הפסדים לא-ממומשים; לכן ייתכנו הבדלים בינם לבין המדווח בדוחות הכספיים של הבנק.

ב. השוואת התשואה והסיכון של התיק לאלה של הסמן

תשואת ההחזקה של הסמן הייתה השנה 3.7%, ותנודתיותה – 0.77%. בהינתן ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים, הרכב הסמן הוא הגורם המכריע בקביעת תשואת ההחזקה של התיק, משום שהיקף הסטיות של הרכב התיק מהרכב הסמן הוא קטן יחסית.

איור 3 – פיזור התשואות של התיק והסמן, 1997 עד 2006

(אחוזים, במונחי נומרר שנתיים)

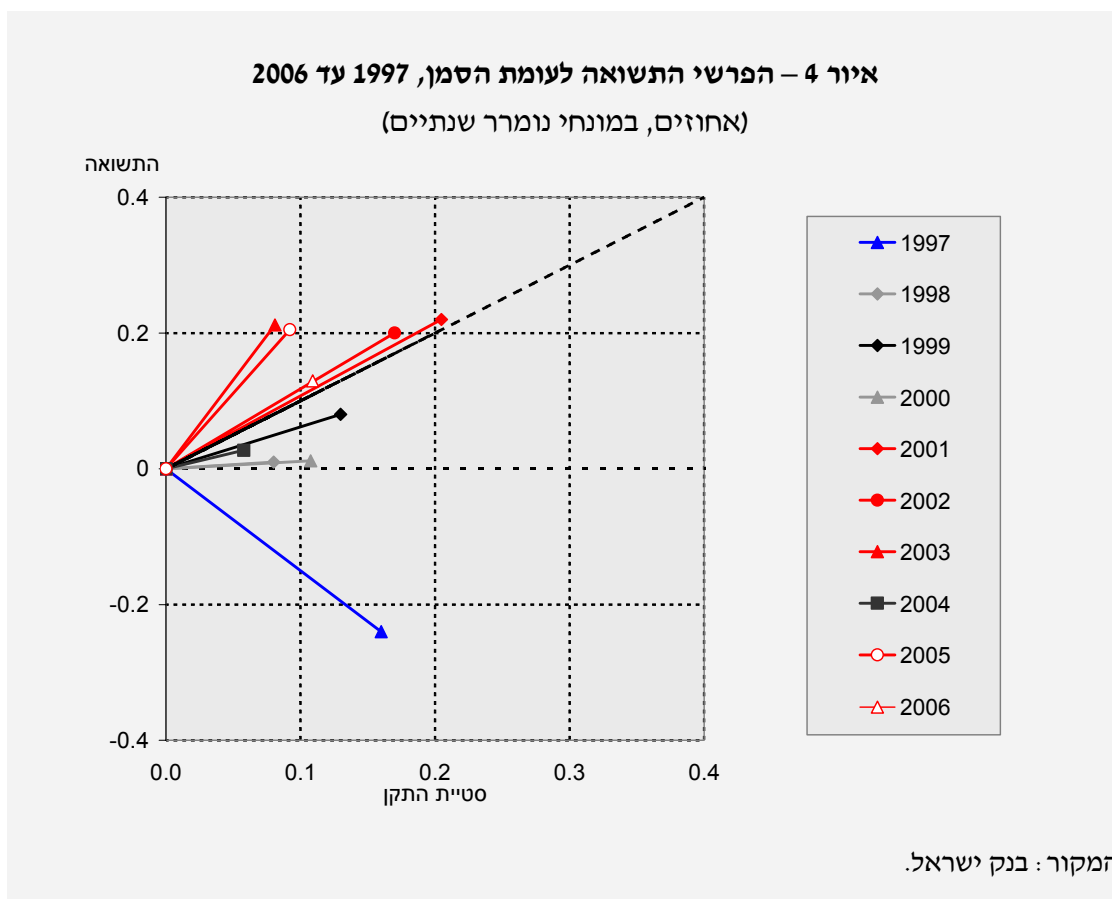


המקור: בנק ישראל.

באיור 3 מוצגות תשואות ההחזקה של הסמן ושל תיק היתרות והתנודתיות שלהן בכל אחת מהשנים מאז 1997, ומתברר שתשואת התיק והתנודתיות שלה בכל שנה קרובות מאוד לאלו של הסמן. באיור בולטים גם הפערים הגדולים בין שנה לשנה בתשואות ההחזקה השנתיות של הסמן ושל התיק, המושפעות בעיקר מההתפתחויות בשווקים בשנים השונות. כנגד זאת, ההבדלים משנה לשנה בתנודתיות של תשואת ההחזקה קטנים יחסית. היחס של תשואת הסמן לסיכון שלו בשנה נתונה מבטא את שקלול התמורה באותה שנה בין תשואה לסיכון, המגולמת בשווקים. יחס זה משתקף באיור 3 בשיפוע של הקו המחבר את התצפית של כל שנה ושנה עם ראשית הצירים.

מעיון באיור עולה כי בשנת 2006 היחס הזה היה עדיף על היחסים בשנים הקודמות של העשור או דומה להם, להוציא את השנים 1997, 1998 ו-2000, הנמצאות מעל הקו.

הפער בין תשואת ההחזקה של הסמן לזו של תיק היתרות בפועל הוא התרומה של הניהול השוטף לתשואת התיק. תרומת הניהול השוטף הייתה השנה 12 נקודות בסיס, והתנודתיות של תרומה זו, הידועה כ-tracking error, הסתכמה ב-11 נקודות בסיס (לוח 2 ואיור 2), כאשר התנודתיות נמדדת על בסיס תצפיות חודשיות. תרומת הניהול והתנודתיות שלה נובעות בעיקר מהחלטות שנתקבלו במסגרת דרגות החופש הקבועות במדיניות ההשקעה, לגבי מאפיינים של התיק שבהם ניתן לחקות את הרכב הסמן או לסטות ממנו – הרכבו המטבעי, אריכותו, הנכסים הכלולים בו ופיזורם על פני עקום התשואה. תרומת הניהול השוטף יכולה להיות מושפעת גם מהיבטים תפעוליים, המשליכים על ההחלטות שהניהול השוטף תלוי בהן ועל ביצוען.

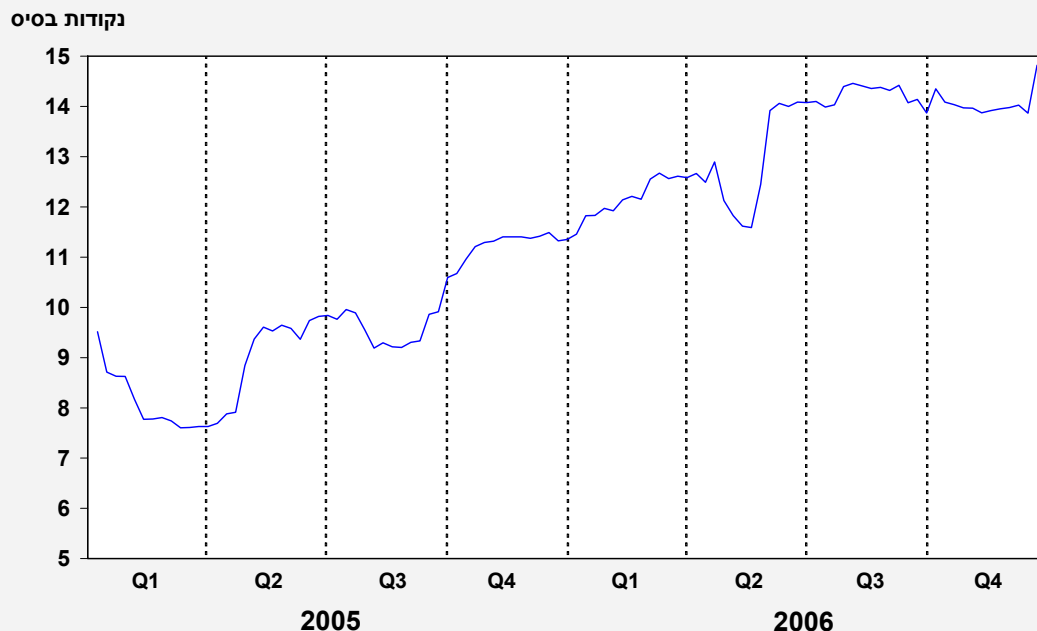


בחינה של הפרשי התשואה ותנודתיותם לעומת הסמן יכולה ללמד על מיומנות הניהול, והמצב הרצוי הוא השגת תוספת תשואה חיובית, בד בבד עם תנודתיות שהיא נמוכה, יחסית לאותה תשואה. באיור 4 (ובלוח 2) מוצגים הפרשי התשואה הממוצעים לעומת הסמן והתנודתיות של הפרשי התשואה בכל אחת מהשנים 1997 עד 2006. היחס בין תוספת התשואה לבין התנודתיות שלה ("יחס המידע" – information ratio) מתבטא באיור בשיפוע הקו לכל אחת מהשנים. רצוי שיחס זה יהיה גדול מ-1, שכן אז תוספת התשואה מפצה ויותר על תוספת הסיכון. עיון באיור מעלה כי יחס המידע היה גדול מ-1 ב-2006 ובארבע מתוך חמש השנים שקדמו לה (למעט 2004), שכן שיפוע הקווים של שנים אלו תלול משיפוע הקו המקווקו העולה – שהוא קו ששיפועו 1. היחס היה בין 0 ל-1 ב-1999 וב-2004, קרוב ל-0 ב-1998 וב-2000 ושליילי רק בשנה אחת במהלך העשור האחרון – 1997.

הרמה הגבוהה יותר של יחס המידע מ-2001 ואילך מיוחסת להחלטות, שנתקבלו אז, להגדיל את היקף הניהול הנכסי ולצמצם את היקף החשיפה המתבטאת בניהול האריכות (משנת 2000) ובניהול המטבעי (משנת 2001) – תחומי פעילות שהניבו תרומה ניכרת לתשואת התיק בתחילת שנות התשעים, אך הפכו פחות רווחיים לאחר מכן. עם זאת, הבנק שוקל מחדש, מעת לעת, את ההיקף הרצוי של הניהול הפעיל של היתרות בתחומים שונים.

לקראת סוף 2006 החליט הבנק לקבוע יעד לתנודתיות התרומה של הניהול הפעיל (ה-tracking error) ברמה של 30 נקודות בסיס. מטרת צעד זה היא להגדיל את תרומת הניהול הפעיל על ידי הוספת סיכון מדוד באותם תחומים שבהם יש סיכוי להשיג יחס מידע גבוה, ובד בבד לייצר תמריץ לשיפור של יחס המידע באותם תחומים שבהם הוא כיום נמוך מהרצוי. מן הראוי לציין כי, בניגוד למדידה בלוח 2 ובאיור 4, היעד שעוצב לתנודתיות התרומה נקבע על בסיס תצפיות שבועיות. באיור 5 מוצגת התפתחות תנודתיות התרומה על בסיס זה במשך השנים 2005 ו-2006. באיור ניתן לראות כי תנודתיות התרומה הולכת ועולה מתחילת הרביע השני של 2005, אבל קצב עלייתה הואט במקצת במחצית השנייה של 2006. יש לציין שתנודתיות התרומה נמדדת על פני תקופה של שנה נעה, ולכן צפוי כי שינוי בדפוס ההתנהגות של הבנק בתחום הניהול הפעיל ישפיע עליה במתינות וברציפות.

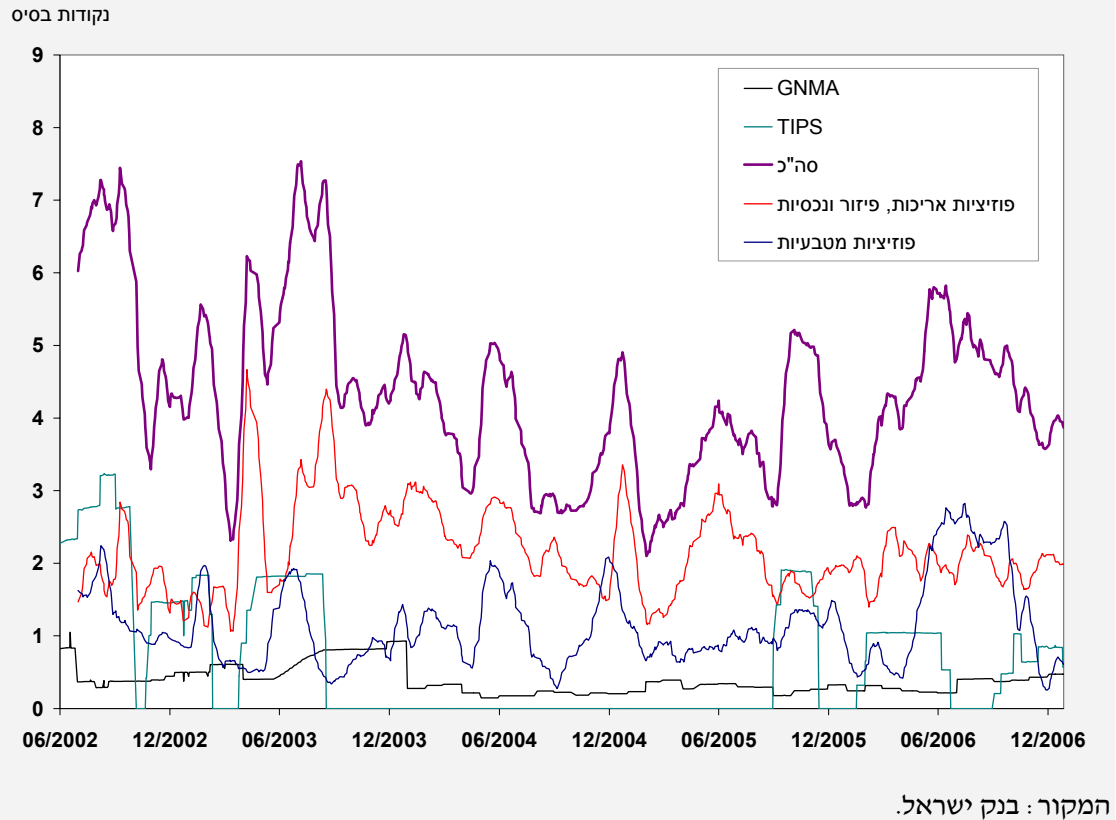
איור 5 – תנודתיות התרומה (tracking error) של הניהול הפעיל, 2005 עד 2006
(מחושב על בסיס תקופה נעה של 52 תצפיות שבועיות)



המקור: בנק ישראל.

תוספת הסיכון הכרוכה בניהול פוזיציות בתקופה מסוימת נאמדת בדיעבד לפי תנודתיותה של תוספת התשואה, גישה העומדת ברקע לדיון על יחס המידע. מדד נוסף להערכת הסיכון הכרוך בפוזיציות השונות לעומת הסמן, שניתן לאמידה מראש, הוא ה-VaR (Value-at-Risk) – הערך הנתון לסיכון של הפוזיציות, כלומר של הפער בין התיק בפועל לבין הסמן. ה-VaR הוא אומדן הפסד ההון המרבי שיכול להתממש בתוך פרק זמן מסוים ובהסתברות מסוימת. ה-VaR של כל הפוזיציות מוגדר כהפסד הגדול ביותר שצפוי להיספג בתוך שבוע, בהסתברות של 95%. ה-VaR של הפוזיציות ממלא תפקיד במדיניות ההשקעה של היתרות, והוא מוגבל לחמישית של אחוז (20 נקודות בסיס) מערך היתרות. איור 6 מציג את ה-VaR של סך הפוזיציות ואת חלקן של פוזיציות מסוגים שונים שנוהלו בתיק מיוני 2002 עד סוף 2006, וממנו ניתן לראות שניצול דרגת חופש זו היה חלקי למדי. כך, הממוצע של ה-VaR היומי במהלך שנת 2006 היה 4.4 נקודות בסיס.

איור 6 – ה-VaR של הפוזיציות, יוני 2002 עד דצמבר 2006
(ברמת ביטחון 95%, לטווח של שבוע, בשיטה הפרמטרית)



ג. תרומת הניהול השוטף של היתרות לרכיביה

בניהול השוטף של התיק מתקבלות החלטות על פוזיציות – סטיות מהרכב הסמן. תוספת התשואה מניהול סוגים שונים של פוזיציות מוצגת בלוחות 3 ו-4. פוזיציה משמעותה תוספת סיכון לעומת הסמן, שיכולה להיות מתוגמלת על ידי תוספת תשואה לעומתו. בניהול פוזיציה מקובל לקבוע מראש תקרה להפסד אפשרי: הפוזיציה נסגרת אם ההפסד המצטבר בגינה מגיע לתקרה. היקף הפוזיציות בפועל קטן בהרבה מהיקפן בכוח.

לוח 3
התרומות של החלטות הניהול לפער התשואה לעומת הסמן, 2006
 (נקודות בסיס, מונחים שנתיים)

תרומות אחרות והשארת	הניהול המטבעי	הפוזיציות בין שווקים	פוזיציות הפיזור	בחירת הנכסים		ניהול האריכות	סך כל התרומה	
				השפעת הפיזור	השפעת המירווח			
-0.8	-2.2	0.0	-0.6	0.8	20.5	-5.3	12.4	סך הכול
-0.4			-0.6	0.8	20.5	-5.3	15.0	סך כל התיקים המטבעיים
-0.2			-0.8	0.9	19.2	-0.3	18.9	תיק הדולר
-0.2			0.4	-0.2	0.7	1.1	1.9	תיק האירו
0.0			-0.2	0.1	0.6	-6.1	-5.8	התיקים האחרים
		0.0					0.0	הפוזיציות בין שווקים
	-2.2						-2.2	הפוזיציות המטבעיות
-0.4							-0.4	תרומות אחרות והשארת

המקור: בנק ישראל.

(1) תרומת הניהול המטבעי

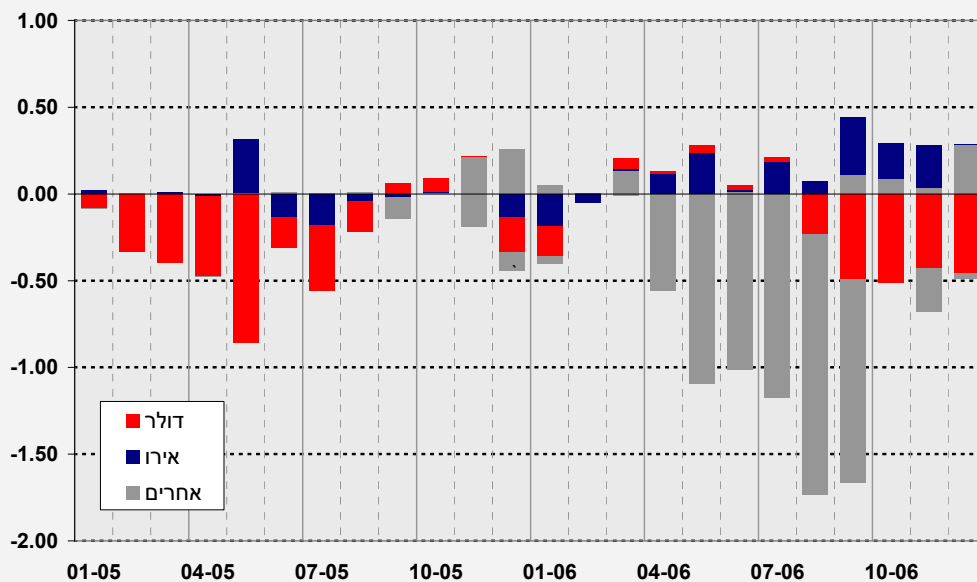
הפוזיציות המטבעיות מנוהלות על בסיס הערכות של משתנים כלכליים, על בסיס שיקולים טקטיים, או בעזרת מודלים (לניהול פוזיציות לטווח קצר בסכומים קטנים יחסית). תרומת הניהול המטבעי כוללת את הפרשי השערים והפרשי הריבית על הפוזיציות המטבעיות. בשנת 2006 הניהול הפוזיציות מטבעיות גרם הפסד של 2.2 נקודות בסיס לתיק היתרות (לוח 3).

(2) התרומה של ניהול האריכות והפיזור על פני העקום

בשנת 2006 נוהלו בתיקים המטבעיים השונים פוזיציות אריכות שתורמתן לפער התשואה מול הסמן הייתה שלילית בהיקף של 5.3 נקודות בסיס (לוח 3 ואיור 7). הפוזיציות בתחום האריכות מתבטאות בהפרש בין האריכות של תיק מטבעי לאריכות שנקבעת לסמן שלו – 16 או 24 חודשים. (ראו לעיל תיבה 1.) הרכיב העיקרי של התרומה השלילית ב-2006 מניהול פוזיציות אריכות הוא ההפסד שנספג מניהול פוזיציות אריכות קצרות בתיקים אחרים.

איור 7 – פוזיציות האריכות בסך תיק היתרות, 2005 ו-2006

חודשי אריכות



המקור: בנק ישראל.

סך כל תרומת הפיזור לעומת הסמן הייתה חיובית ובהיקף של 0.2 נקודת בסיס – מזה תרומה שלילית של 0.6 נקודת בסיס מפוזיציות פיזור ותרומה חיובית של 0.8 נקודת בסיס מהשפעת פיזור שהיא תוצאה של פוזיציות בחירת הנכסים (לוח 3). הפוזיציות בתחום פיזור הנכסים מורכבות מקניית נכסים באזור אחד של עקום התשואה ומכירת נכסים באזור אחר שלו, והן בנויות בדרך הממזערות את ההשפעה של עלייה או ירידה מקבילה בעקום – בלי שינוי בשיפועו – על רווחיותן. לעתים קרובות, פוזיציות אלו מנוהלות באמצעות חוזים עתידיים.

(3) פוזיציות בין שווקים

פוזיציות אלו בנויות כך שהיקף הרווחים מהן תלוי בהתפתחות מירווח התשואות בין שני מכשירי חוב. המכשירים נקובים במטבעות שונים, והחשיפה המטבעית הכרוכה בכך מנוטרלת באמצעות עסקת החלף מטבעית (currency swap) או חוזים עתידיים. בשנת 2006 הפוזיציות מסוג זה לא הניבו תוספת תשואה (לוח 3).

(4) התרומה של בחירת הנכסים

ההחלטות על בחירת הנכסים בשנת 2006 תרמו לתשואה של תיק היתרות 20.5 נקודות בסיס (לוח 4 ואיור 8). תוספת תשואה כזאת מושגת על ידי השקעה בנכסי מירווח, כלומר בנכסים מסוגים שאינם בסמן. התשואה-לפדיון של נכס כזה ניתנת לפירוק לשני גורמים: (א) התשואה-לפדיון הצפויה של איגרת חוב ממשלתית באותו מטבע, העומדת לפדיון באותו מועד; (ב) מירווח-התשואה, שמבטא את המאפיינים של מנפיק הנכס, ומשתנה, בדרך כלל, ברציפות ובמתינות. התרומה של בחירת נכסי המירווח נמדדת על פי הפער בין תשואת ההחזקה שלהם לזו של נכסים בעלי אריכות זהה מקבוצת הנכסים הכלולים בסמן, בהתחשב במשקלם בתיק. בחישוב התרומה הכוללת של הניהול השוטף מובאות בחשבון גם השפעות של הבדלים בפיזור הנכסים על פני העקום, הנובעים מהחלטות על בחירת נכסי מירווח – גורם הכלול בחישוב תרומת הפיזור, הנדון בסעיף (2) לעיל.

לוח 4

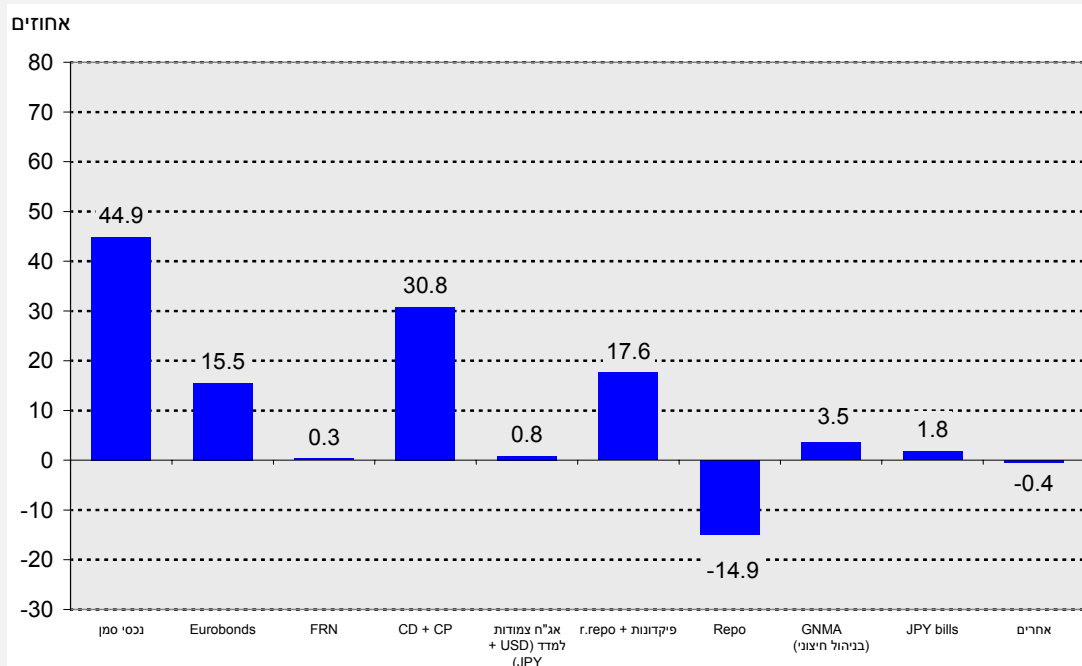
התרומה של בחירת הנכסים, 2006 (נקודות בסיס, מונחים שנתיים)

סך כל תיק היתרות	
2.8	השאלת ניירות ערך על ידי המחלקה ⁹
6.7	Eurobonds
0.5	השקעה סינתטית באג"ח יפניות ¹⁰
4.4	CP+CD
0.3	ני"ע צמודי מדד
1.8	GNMA (ניהול חיצוני) ¹¹
4.1	נכסים אחרים ושארית
20.5	סך התרומה הנכסית
0.8	פיזור הנובע מבחירת הנכסים
21.3	סך הכול

המקור: בנק ישראל.

⁹ בהשאלת נייר ערך נקשר זוג עסקאות – עסקת repo ועסקת reverse repo או פיקדון בנקאי. בעסקת ה-repo מושאל נייר ערך, ותמורת המזומן המתקבלת "מופקדת" בעסקת reverse repo, כנגד נייר ערך אחר, או מופקדת בעסקת פיקדון. שתי העסקאות נעשות לאותו טווח זמן, ואין להן השפעה על אריכות התיק. הרווח של בנק ישראל

איור 8 – ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות, 2006
(ממוצע שנתי, באחוזים)



המקור: בנק ישראל.

ד. השליטה על סיכון האשראי הכרוך בניהול השוטף

בדומה לבנקים מרכזיים רבים אחרים, רגישותו של בנק ישראל לסיכון אשראי גבוהה מרגישותו לסיכונים אחרים, כגון סיכון הריבית. סיכון האשראי הכרוך בניהול השוטף של תיק היתרות מנוהל באמצעות מגבלות פנימיות של הבנק – קביעת תקרות כמותיות לחשיפות השונות ומערכת כללים להשקעה. סיכון האשראי נמדד גם על ידי תמחור הסיכון של נכסי המירווח הסחירים

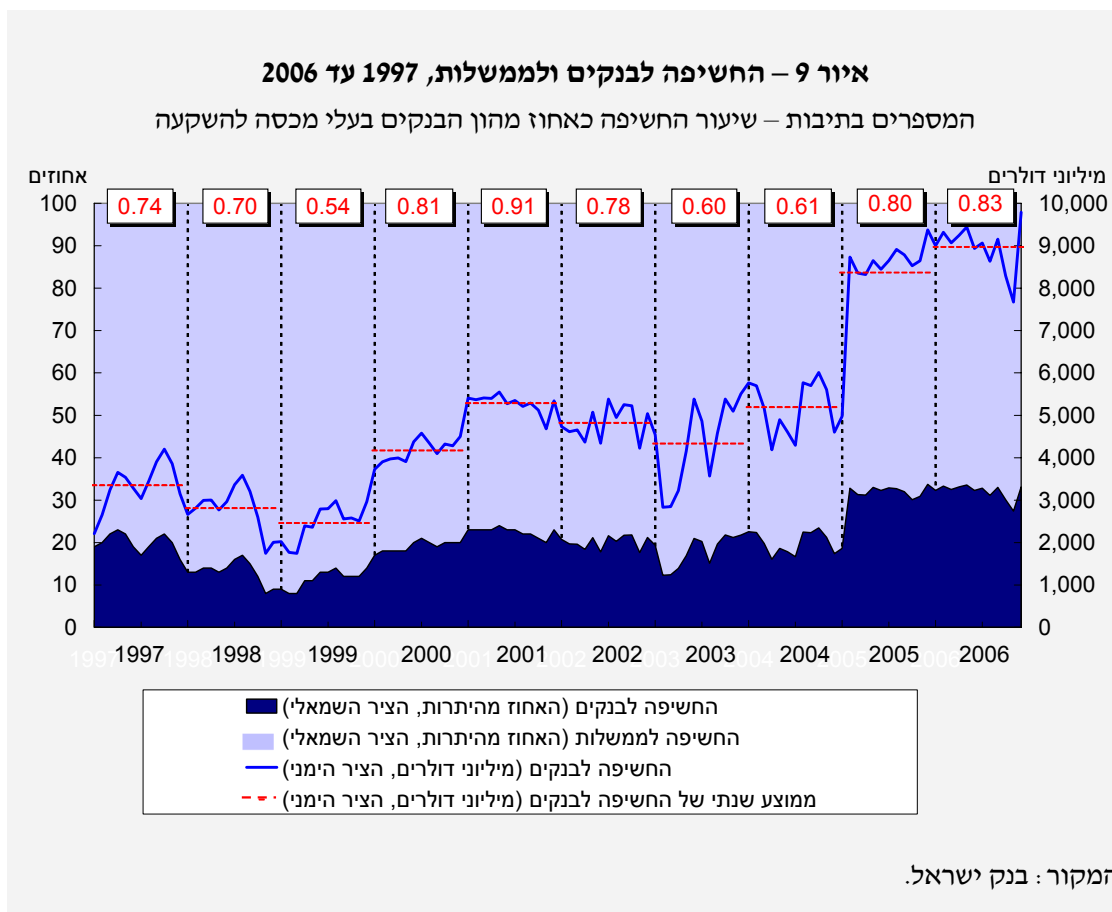
מזוג עסקאות כזה נובע מהביקוש של גורמים שונים בשוק לניירות המושאלים בעסקת ה-repo, כלומר מנכונותם של גורמים אלו להלוות את תמורתם בריבית נמוכה מזו המשולמת על הפקדת התקבול.

¹⁰ עסקה סינתטית מורכבת משלוש עסקאות שמבוצעות בו-זמנית: באחת מהן נקנה נייר ערך נקוב במטבע מסוים, בשנייה מבוצעת המרה ממטבע ההשקעה למטבע שבו נקוב הנייר, ובשלישית מבוצעת מועדית מטבעית (currency forward), לתאריך הפירעון של נייר הערך, ממטבע הנייר בחזרה אל מטבע ההשקעה. ההמרות הן בסכומים שווים לעלות הקנייה של הנייר ולסכום שיתקבל בעת פירעונו, בהתאמה.

¹¹ ראו לעיל – תיבה 1.

בשיעורך היומי של התיק. השנה הוחלט להוריד את סף דירוג המדינות המותרות להשקעה. (ראו לעיל תיבה 1.)

החשיפה של היתרות למערכת הבנקאות הבין-לאומית, הכוללת את החשיפה לבנקים בגין פיקדונות המופקדים אצלם (לרבות תעודות פיקדון סחירות – CDs) ובגין עסקאות אחרות הנקשרות עמם, היא חלק חשוב של חשיפת תיק היתרות לסיכון אשראי. חשיפה זו מוגבלת בתקרה של 35% מגודל התיק. החשיפה בפועל של היתרות לבנקים, בממוצע שנתי, עמדה ב-2006 על 32% מהיתרות, בדומה לשיעור החשיפה ב-2005, 31% (איור 9).



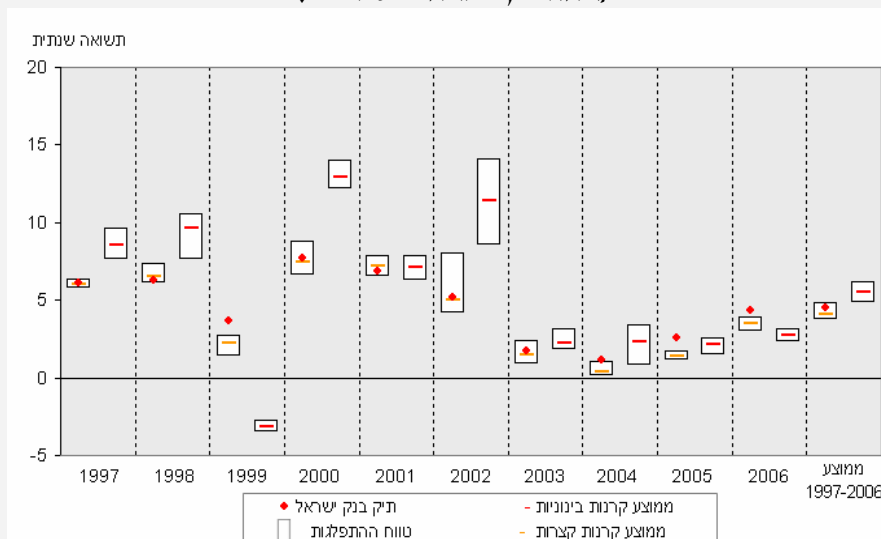
3. התשוואה של תיק היתרות לעומת תיקים של מנהלים אחרים

השוואת הביצועים של תיקים שונים היא בעייתית – הן מפני שהם מנוהלים בדרך כלל לעומת סמנים שונים והן מפני הבדלים בכללי הניהול החלים עליהם. עם זאת ניתן לקבל קנה מידה מסוים מהשוואת ביצועיהם של תיקים דומים באופיים.

בידינו נתונים על ביצועיהן של כמה קרנות שפעלו בשוק האמריקני בשנים 1997 עד 2006. בקבוצה זו 11 קרנות, המשקיעות בעיקר באיגרות חוב ממשלתיות אמריקניות. חלק מהן מסווגות כ"משקיעות באיגרות חוב ממשלתיות קצרות", והחלק האחר – כ"משקיעות כלליות באיגרות חוב ממשלתיות", אשר, למעשה, משקיעות לטווחים בינוניים. הקרנות משקיעות חלק קטן מתיק השקעותיהן (לכל היותר) באיגרות חוב צמודות של ממשלת ארה"ב (TIPS), וגם היקף ההשקעה שלהן בנכסים בעלי דירוג נמוך (קטן מ-AA) מצומצם¹². תכונות אלו מאפשרות השוואה מסוימת בין ביצועי תיק הדולר של בנק ישראל לביצועי הקרנות, למרות ההבדלים ביניהם. עם זאת יש לזכור שביצועי הקרנות הם בניכוי עמלה, המבטאת את עלות ההוצאות התפעוליות השוטפות, ואילו ביצועי תיק הדולר של היתרות מדווחים ללא ניכוי בגין הוצאות מסוג זה.

¹² ייתכן שבתוך אלה כלול גם רכיב של איגרות חוב קונצרניות – אפיק שבנק ישראל מנוע מלהשקיע בו.

איור 10 – התפלגות הביצועים של מנהלי קרנות
לטווח קצר ולטווח בינוני בשוק האמריקאי, 1997 עד 2006
(אחוזים, במונחים שנתיים)



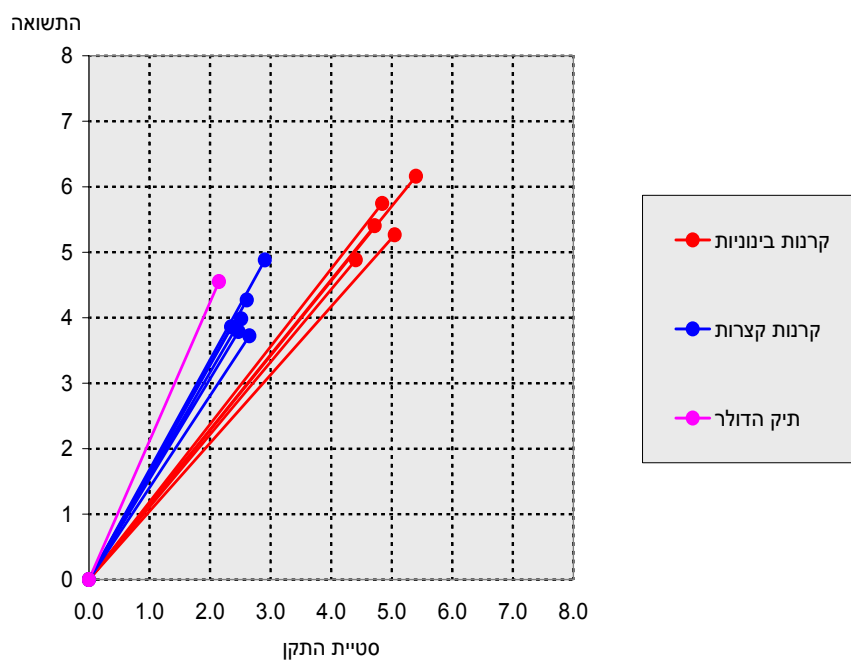
המקור: חברת בלומברג; נתונים מעודכנים לינואר 2007. בחירת הקרנות מבוססת גם על נתונים של חברת ליפר בע"מ, באמצעות אתר האינטרנט של העיתון Wall Street Journal.

באיור 10 מוצגת ההתפלגות של תשואות ההחזקה השנתיות שהניבו הקרנות מאז 1997 בכל אחד מסוגי הקרנות – ה"קצרות" וה"בינוניות". בכל תקופה מוצגות התשואות הנמוכה והגבוהה ביותר בין תשואות התיקים שבקבוצה, התשואה הממוצעת בקבוצה, וכן מוצגים ביצועי תיק הדולר של היתרות בתקופות המתאימות. בחינת התפלגותן של התשואות מעלה כי ביצועי תיק הדולר לאורך התקופה היו בתוך תחום ההתפלגות של תשואות הקרנות ה"קצרות", או מעליה. בשנת 2006 הייתה תשואת ההחזקה של תיק הדולר כ-45 נקודות בסיס מעל לתשואה הגבוהה ביותר של הקרנות לטווח קצר וכ-1.25% מעל לתשואה הגבוהה ביותר של הקרנות לטווח בינוני. השנים שבהן ביצועי תיק הדולר עלו במידה ניכרת על ביצועי כל הקרנות – 1999 ו-2006 – הן שנים שבמהלכן עלו התשואות-לפדיון של שטרי האוצר האמריקניים. ביצועי הטובים יותר של תיק הדולר בתקופות אלו מרמזים כי אריכותו קצרה מאלה של הקרנות האחרות, דבר שגם מסביר את מקומו הנמוך יחסית במידרג של תשואות ההחזקה בשנים 2000 עד 2002, אשר בהן ירדו התשואות-לפדיון.

ממצאים נוספים הם הפיזור הרב בין תשואות הקרנות, המלמד על שוני בהרכב השקעותיהן, והתנודתיות הרבה של תשואות הקרנות ה"בינוניות" יחסית לאלו של ה"קצרות". האחרונה משקפת, ככל הנראה, את האריכות הגבוהה יותר של הקרנות ה"בינוניות". עם זאת, טווח התשואות המצטברות של הקרנות בכל אחת מהקבוצות מצומצם מאוד, וגם דומה בגודלו בין שתי הקבוצות. התמורה לתוספת הסיכון הכרוכה באריכות הגבוהה יותר של הקרנות ה"בינוניות" היא שטווח התשואות המצטברות של ה"בינוניות" גבוה מזה של ה"קצרות" בכ-1.2%.

ממצא זה בולט עוד יותר כשבוחנים את התשואה הממוצעת שהניבה כל קרן לעומת התנודתיות של התשואה בשנים 1997 עד 2006. אלו מוצגות באיור 11. כן מוצגות באיור התשואה הממוצעת שהניב תיק הדולר והתנודתיות שלה בתקופה הנדונה. ניכר כי יחס התשואה לסיכון בתיק הדולר גבוה יותר מאשר בכל הקרנות האחרות, דבר המתבטא באיור בשיפוע הקו המחבר את התצפיות השונות לנקודת האפס. כן ניכר כי יחס התשואה לסיכון בביצועי הקרנות ה"קצרות" גבוה מזה של הקרנות ה"בינוניות". ההבדלים בתשואה-לסיכון בין תיק הדולר לבין הקרנות השונות הם תוצאת טווח השתנות צר יחסית של התשואות לעומת טווח השתנות רחב של תנודתיותן.

איור 11 – תיק הדולר לעומת קרנות בשוק האמריקאי – תשואה וסיכון, 1997 עד 2006
(אחוזים, במונחים שנתיים)



המקור: בנק ישראל.

4. רמת הנזילות של היתרות¹³

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

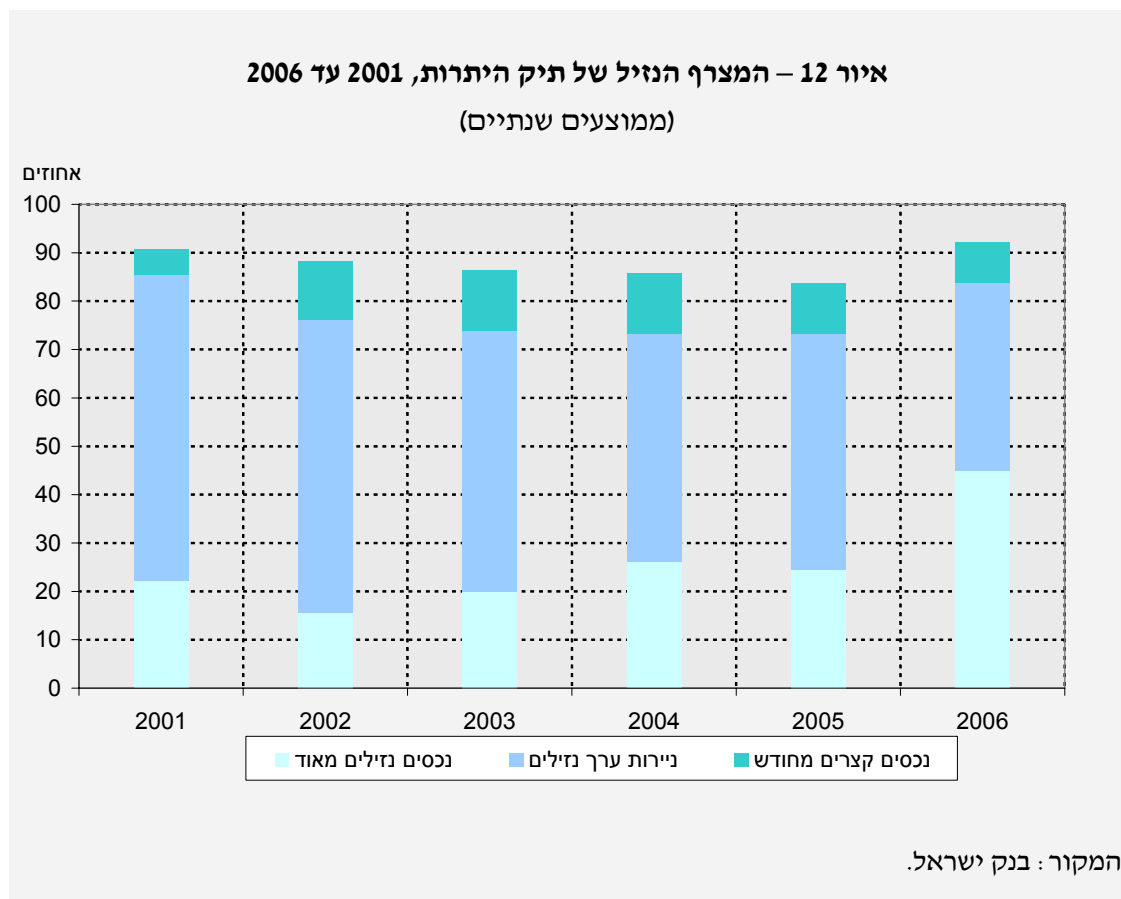
1. ניירות ערך "נזילים מאוד" – בעלי מירווח של 0-2 נקודות בסיס או 0-2 סנטיים;
2. ניירות ערך "נזילים" – בעלי מירווח של 2-5 נקודות בסיס או 2-6 סנטיים;
3. ניירות ערך שפירעונם בתוך חודש – פיקדונות ועסקאות repo ו-reverse repo, הקצרים מחודש;
4. כל יתר הנכסים.

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

המצרף הנזיל של היתרות הסתכם בשנת 2006, בממוצע, בכ-92% מכלל היתרות, לעומת כ-84% ב-2005 (איור 12). העלייה במצרף הנזיל, בכ-8 נקודות אחוז מכלל היתרות, מיוחסת לשני גורמים: (א) השתכללות של שוק ה-Eurobonds, שהביאה לצמצום מירווחים ולכניסתם של חלק מניירות הערך מסוג זה, שהיתרות מושקעות בהם, למצרף הנזיל. (ב) מעבר מפיקדונות בנקאיים

¹³ דיון מורחב ברמת הנזילות של היתרות ובניהול הנזילות שלהן ימצא הקורא בתיבה א'-2 של דוח מחלקת מטבע חוץ לשנת 2002.

לתקופות ארוכות מחודש לפיקדונות קצרים מחודש ולנכסים סחירים כגון CD ו-CP. כ-45% מהיתרות הושקעו בנכסים בעלי רמת הנזילות הגבוהה ביותר, כ-39% הושקעו בנכסים שגם הם בעלי נזילות גבוהה, אך במידה פחותה מהקבוצה הראשונה, וכ-8% – בנכסים שהזמן עד לפירעונם קצר מחודש. שיעור הקבוצה הראשונה ("נזילים מאוד") עלה בכ-20 נקודות אחוז ביחס ל-2005. כמחצית מגידול זה ניתן לייחס לירידה בשיעור הקבוצה השנייה ("נזילים"), והיא נבעה מצמצום מירווח הקנייה-מכירה של חלק מאיגרות החוב הממשלתיות במהלך השנה. צמצום זה היה קטן בגודלו המוחלט, אולם הספיק כדי שנכסים אלו "יחצו את הגבול" ויעברו מהקבוצה השנייה לראשונה. לפיכך ניתן לומר כי לא חל שינוי ממשי במידת הנזילות של המצרף הנזיל עצמו.



כ-8%, בממוצע, מתיק היתרות בשנת 2006 הושקעו בנכסים שלא סווגו כחלק מהמצרף הנזיל של היתרות, משום שמידת נזילותם נמוכה יחסית. קבוצה זו מורכבת מכספים שנמסרו לניהול חיצוני (המושקעים בעיקר בניירות ערך מסוג GNMA) ומפיקדונות בנקאיים לתקופה ארוכה מחודש, והיא כוללת גם חלק מניירות הערך מסוג Eurobonds ואיגרות החוב הצמודות למדד. בשנים קודמות היא כללה גם ניירות ערך GNMA בניהול פנימי.

לנוכח המטרות של החזקת יתרות מטבע החוץ והיכולת לממש חלק גדול מהן בתוך זמן קצר מאוד וללא פגיעה בערכן, נראה כי רמת הנזילות שלהן גבוהה די הצורך, למרות הפער שבין הרמה של היתרות בפועל לרמתן הרצויה. זאת משום שככל הנראה, המצרף הנזיל של היתרות יספיק לכסות את אותם שימושים שעשויים להידרש בהתרעה קצרה.

הרמה הגבוהה של נזילות היתרות נובעת משני גורמים עיקריים: האחד הוא מדיניות ההשקעה, המבוססת על חוק בנק ישראל, שמכתיבה גישה שמרנית לניהול הסיכונים הפיננסיים, ומציבה את הנזילות כאחד היעדים העיקריים בניהול היתרות. הגורם השני הוא שיקולי כדאיות כלכלית, המתבססים בעיקר על רמות המירווחים הפיננסיים של נכסי המירווח השונים ועל הצפי להתפתחותם, יחסית לרמות הסיכון שלהם. על בסיס שיקולים אלו, ניצול דרגות החופש להשקעה בנכסי מירווח שנזילותם נמוכה היה, בשנים האחרונות, חלקי בלבד.