



בנק ישראל

השקעת יתרות מטבע החוץ

דין וחשבון 2012

התוכן

3.....	הלוחות
3.....	האיורים
4.....	עיקרי הדברים
6.....	א. יתרות מטבע חוץ
6.....	1. המסגרת להחזקת היתרות ולניהולן
8.....	2. השינויים ברמת היתרות ב-2012
9.....	3. רמת יתרות מטבע החוץ של ישראל
9.....	א. הלימות רמת יתרות מטבע חוץ
9.....	ב. יתרות מטבע החוץ של ישראל בפועל
10.....	ג. יתרות מטבע החוץ של ישראל בהשוואה בין לאומית
12.....	ב. הסביבה הפיננסית העולמית בשנת 2012
16.....	ג. ניהול תיק היתרות בשנת 2012
20.....	ד. תשואת החזקה של היתרות בשנת 2012
21.....	1. התשואה והסיכון של הסמן ושל הניהול הפעיל
28.....	2. השוואת התשואה בתיק הדולר לביצועי תיקים של מנהלים אחרים
31.....	נספח 1- מונחים
35.....	נספח 2- הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע חוץ

הלוחות

- לוח 1 – היתרות ורמתן הממוצעת יחסית למצרפים שונים, 1999 עד 2012
- לוח 2 – התפלגות מטבעית ממוצעת של הנומרו ותיק היתרות בשנת 2012
- לוח 3 – אינדיקטורים עיקריים במדינות ההשקעה
- לוח 4 - ביצועי התיק בפועל לעומת הסמן, 2003 עד 2012
- לוח 5 – פירוק תרומת הניהול הפעיל לרכיביה, 2010 עד 2012

האיורים

- איור 1 – יתרות מטבע החוץ, 2003 עד 2012
- איור 2 – השינויים ביתרות מטבע חוץ בקבוצות מדינות שונות בעולם ובישראל, 2002 עד 2012
- איור 3 – יחס היתרות למצרפים כלכליים בסוף 2012, ישראל לעומת מדינות אחרות
- איור 4 – התשואות לפידיון לשנתיים של איגרות חוב ממשלתיות של ארה"ב, גרמניה ואנגליה, 2008 עד 2012
- איור 5 – התשואות לפידיון לשנתיים של איגרות חוב ממשלתיות של גרמניה, איטליה וספרד, 2012
- איור 6 – מדד מניות MSCI USA, 2012
- איור 7 – שיעור התשואה ותרומת הניהול הפעיל, 2003 עד 2012
- איור 8 – ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות, 2012
- איור 9 - מרווח התשואות הממוצע על נכסי מרווח דולריים מייצגים, 2008 עד 2012
- איור 10 – שערי חליפין, מטבעות לעומת הנומרו, 2012
- איור 11 – הפוזיציות המטבעיות האסטרטגיות – התרומה המצטברת לתשואה העודפת, 2012
- איור 12 - התשואות לפידיון לשנתיים, אג"ח ארה"ב, גרמניה, שוודיה, קנדה, נרווגיה ואוסטרליה, 2012
- איור 13 - יחס תרומת הניהול הפעיל לסטיית התקן שלה (Information Ratio), 2001 עד 2012
- איור 14 – התפלגות התשואות השנתיות של מנהלי קרנות בשוק האמריקאי, 2003 עד 2012
- איור 15 – תיק הדולר לעומת קרנות בשוק האמריקאי – התשואה והסיכון, 2003 עד 2012

עיקרי הדברים¹

- יתרות מטבע החוץ של ישראל עלו בשנת 2012 בכמיליארד דולרים, לעומת עלייה של כ-4 מיליארדים בשנה הקודמת, והסתכמו בסוף השנה ב-75.9 מיליארדי דולרים². בשנת 2012 לא התערב בנק ישראל בשוק מטבע החוץ, לאחר רצף התערבויות ממאוס 2008 ועד יולי 2011.
- תשואת החזקתן של היתרות במונחי הנומרי³ הסתכמה השנה ב-1.59%, לעומת 1.18% בשנה הקודמת ו-2.95% בממוצע בשנים 2003–2012. כמו בשנת 2011, הושפעה התשואה במידה רבה מהרמה הנמוכה של הריביות והתשואות לפדיון בשווקים הפיננסיים ומהמשך ניהול אריכות קצרה של היתרות ביחס לשנים הקודמות.
- תרומת הניהול הפעיל של היתרות הסתכמה בשנת 2012 ב-117 נקודות בסיס, פי שלושה מהממוצע בעשור האחרון. מחצית מהתרומה מקורה בניהול הנכסי של תיקי מטבעות הנומרי – בעיקר מהשקעה בנכסי מירווח, שאינם כלולים בסמן והניבו תשואה גבוהה מזו של נכסי הסמן, הודות להצטמצמות המירווחים במהלך השנה. מחציתה השנייה של התרומה נבעה בעיקר מההשקעה של חלק מהיתרות במטבעות ובנכסים של מדינות שמטבעותיהן אינם נכללים בנומרי ובסמן. תרומה זו מורכבת מהפרשי שער לטובת מטבעות אלו ביחס למטבעות הנומרי ומביצועים עודפים של הנכסים בשווקים אלו מול נכסי הסמן.
- בשנת 2012 היחסים בין היתרות למצרפים שונים של המשק, שלפיהם מקובל לבחון את רמתן של היתרות, נותרו גבוהים, אך אינם קרובים לגבול העליון של התפלגות יחסים אלו במדינות אחרות. יחסים ברמה גבוהה מחזקים את עמידות המשק בפני משברים ומשפרים את מעמדה של ישראל בסביבה הפיננסית הבין-לאומית.
- תנאי הרקע לניהול היתרות הוסיפו בשנת 2012 להיות מורכבים ותנודתיים. במחצית הראשונה של השנה החרפת משבר החוב באירופה הגבירה את החששות מפירוק גוש האירו – סיכון מרכזי לכלכלה העולמית. במחצית השנייה, סיכון זה פחת משמעותית

¹ דין וחשבון על השקעת יתרות מטבע החוץ מתפרסם מידי שנה משנת 2000. הדוחות השנתיים מפורסמים באתר בנק ישראל, בקישור הבא:

<http://www.boi.org.il/he/Markets/ForeignExchangeReservesReport/Pages/Default.aspx>

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. רמתן הגיעה בסוף שנת 2012 ל-1.8 מיליארדי דולרים, בדומה לרמה של סוף 2011. עוד בעניין זה ראו: בנק ישראל – דין וחשבון כספי לשנת 2012.

³ הנומרי הוא סל מטבעות שבו נמדדות יתרות מטבע החוץ. הרכבו הוא ההרכב המטבעי הניטרלי של היתרות. ראו חלק א'1 בסקירה זו.

הודות לתוכניות סיוע ולהצהרות של נגיד ה-ECB, שתרמו לרגיעה מסויימת בשווקים, בעוד נתוני המקרו באירופה ובעולם נותרו חלשים. בארה"ב, לאורך השנה, הצביעו נתוני המקרו החיוביים על התאוששות איטית ומתונה כאשר לקראת סופה בעיות ה"צוק הפיסקלי" ותקרת החוב תרמו לעלייה באי-הוודאות בשווקים.

- משבר החוב האירופי גרר עלייה של סיכוני האשראי במהלך השנה, בעיקר במדינות גוש האירו ואף בעולם, ובעטייה – הפחתות דירוג מצד סוכנויות האשראי. בהתאם לכך המשיך בנק ישראל לצמצם את החשיפה של היתרות למדינות שמצבן המקרו כלכלי החמיר.
- התשואות לפדיון של אג"ח ממשלתיות, במדינות שבהן מושקעות רוב יתרות מטבע החוץ, נותרו במהלך השנה ברמתן הנמוכה, וחלקן אף ירדו לרמות שליליות. על כן, הסיכון המרכזי לתיק היתרות, נותר סיכון הריבית. אריכותן של יתרות מטבע החוץ הושארה קצרה, כדי למזער את הפסדי ההון במקרה של עליית התשואות לפדיון.
- החשש מהתממשות סיכון הריבית עמד בבסיס ההחלטה של בנק ישראל להשקיע השנה, לראשונה, 3% מיתרות מטבע החוץ בשוק המניות של ארה"ב; זאת במטרה לשפר את יחס התשואה-סיכון של היתרות.
- במהלך השנה נמשך ואף הורחב פיזור ההשקעה של יתרות מטבע החוץ, שהוחל בו באמצע 2010, למטבעות ולנכסים של מספר מדינות מפותחות המאופיינות ביסודות כלכליים חזקים יחסית, ומטבעותיהן אינם כלולים בנומרי ובסמן. היקף החשיפה הממוצע למדינות אלו היה במהלך 2012 9.7%, בדומה להיקפה בשנה שעברה.

א. יתרות מטבע החוץ

1. המסגרת להחזקת היתרות ולניהולן

על פי חוק בנק ישראל התש"ע-2010, אחד מתפקידיו של הבנק הוא להחזיק ולנהל את יתרות מטבע החוץ של המדינה⁴.

בהתאם לחוק, החלה לפעול בבנק, באוקטובר 2011, ועדה מוניתרית בראשות הנגיד, שבין הסמכויות שהוקנו לה סמכויות הנוגעות לניהול היתרות⁵.

הוועדה המוניתרית מופקדת על התוויית הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של היתרות, בהתייעצות עם שר האוצר, ועל המעקב התקופתי אחר יישום מדיניות זו. הוועדה מאשרת ומעדכנת את חלוקת הסמכויות בנושא מדיניות ההשקעה של היתרות בינה לבין ועדת מט"ח⁶ וחטיבת השווקים. כמו כן רשאית הוועדה, באישור שר האוצר, לשנות את העקרונות שעל פיהם יחליט הנגיד על הרמה הרצויה של יתרות מטבע החוץ לטווח הארוך.

יתרות מטבע החוץ שמדינות מחזיקות ממלאות שלושה תפקידים מרכזיים:

- מקנות למשק מטבע חוץ בהיקף מספיק בעת חירום (למשל במקרה של מלחמה או אסון טבע). בעת כזאת יהיה צורך לקיים את היבוא או 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 כראוי (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 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.

⁵ בטרם כוננה הוועדה המוניתרית, הסמכויות בנושא ניהול יתרות מטבע החוץ היו כולן בידי הנגיד. הוא שקבע מגבלות ודרגות חופש לחטיבת השווקים ביישום המדיניות שעיצב.

⁶ ועדת מט"ח היא ועדה פנימית של הבנק בראשות הנגיד, שתפקידה לתרגם את הקווים המנחים להשקעת היתרות להנחיות מפורטות לניהולן.

כדי למלא תפקידים אלה מקיימת מדיניות השקעתן של היתרות את שלושת העקרונות הבסיסיים הבאים: שמירה על כוח הקנייה של היתרות, ניהול היתרות ברמה גבוהה של נזילות והשגת תשואת החזקה נאותה על תיק היתרות (כפי שמפורט בנספח 2 – הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ).

בהתאם לעקרונות אלו נקבעו, במסגרת מדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ, כללים לניהול הסיכונים הפיננסיים השונים שהיתרות חשופות להם – הסיכון המטבעי, סיכון הריבית, סיכון האשראי וסיכון הנזילות.

השליטה במרבית הסיכונים הפיננסיים שהיתרות חשופות להם מעוגנת בניהול היתרות תוך השוואה לסמן, (benchmark). הסמן הוא תיק היפותטי, הבנוי על פי הכללים לניהול הסיכונים, שהם חלק ממערכת של כללי השקעה המגדירים את רמת הסיכון בסמן ודרגות החופש לסטיות של התיק מהסמן מהיבטים שונים. הסמן משמש אמת מידה לבקרה והערכה של איכות הניהול והביצועים של התיק. מבנהו הנכסי של הסמן נקבע בהתאם לרמות הרצויות של סיכון הריבית וסיכון הנזילות במטבעות השונים. הסיכון המטבעי מנוהל באמצעות נומרר, המשמש כמטבע למדידת היתרות.

הנומרר הוא סל מטבעות, שהרכבו משקף את השימושים הצפויים של היתרות, ומבחינת מנהל תיק היתרות הרכבו נחשב להרכב ניטרלי. הרכבו המטבעי של תיק הסמן זהה להרכב הנומרר. כיום הנומרר כולל שלושה מטבעות, שהתפלגו, בממוצע על פני השנה, באופן הבא⁷: 62.9% דולר, 32.7% אירו ו-4.4% סטרלינג.

המטרות הייחודיות והתפקידים שלשמש בנק מרכזי מחזיק יתרות מטבע חוץ מכתיבים, הלכה למעשה, מדיניות השקעה שמרנית, 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 ופחות תנודתית יחסית לתיקים אחרים.

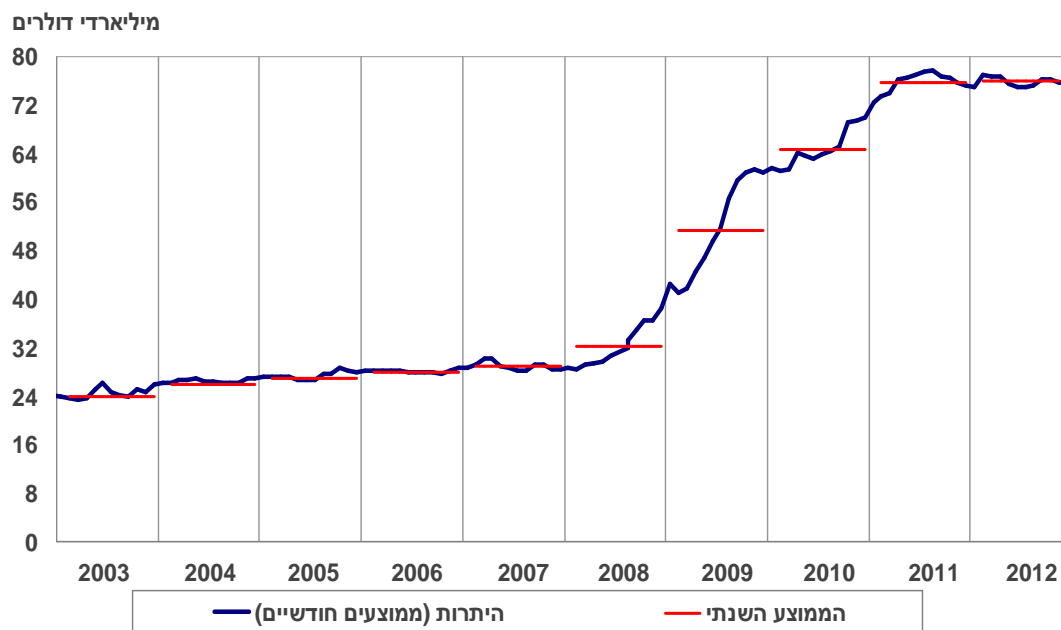
⁷ ב- 01.01.12 התפלגות הנומרר היתה: 62% דולר, 33% אירו ו-5% סטרלינג. במסגרת העדכון השנתי שנערך בספטמבר, עודכנה התפלגות הנומרר ל: 65% דולר, 32% אירו ו-3% סטרלינג. נציין כי התפלגות זו משתנה בכל יום בעקבות שינויים בשערי החליפין.

2. השינויים ברמת היתרות ב-2012

בשנת 2012 גדלו יתרות מטבע החוץ של ישראל בכמיליארד דולרים – מ-74.9 מיליארדי דולרים בסוף שנת 2011 ל-75.9 מיליארדים בסוף 2012 (איור 1).

איור 1: יתרות מטבע החוץ, 2003 עד 2012

(ממוצעים חודשיים)



השינוי ביתרות, המיוחס להכנסה מריבית, לרווחי הון ולהפרשי שערים במונחי דולרים, הגדיל את ערכן ב-1.7 מיליארדי דולרים, כאשר התחזקות המטבעות המוחזקים בתיק כנגד הדולר תרמה מחצית מסכום זה. משיכות של הבנקים המקומיים ושל הממשלה, בסך 0.3 ו-0.4 מיליארד דולרים, בהתאמה, פעלו בכיוון ההפוך והקטינו במעט את סך היתרות.

במהלך שנת 2012 לא התערב בנק ישראל בשוק מטבע החוץ. זאת בשונה מאשר בארבע השנים הקודמות, שבהן רכש הבנק דולרים, החל ממארכ 2008, והיה הגורם לגידול החד של היתרות במהלך תקופה זו. מדיניות זו ננקטה תחילה מפני הצורך להגדיל את היקף היתרות כדי להגיע לטווח הרצוי (כפי שמפורט בסעיף 3 להלן) ובהמשך במקרים של תנודות חריגות בשער החליפין שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים של המשק, או כאשר שוק המט"ח אינו מתפקד כיאות. מאז אמצע 2011, עם חזרתו של שוק המט"ח לתנאים של שיווי משקל, לא התערב בנק ישראל בשוק ולא רכש מטבע חוץ. ראוי לציין שמדיניות ההתערבות של הבנק בשוק מטבע חוץ לא השתנתה.

3. רמת יתרות מטבע החוץ של ישראל

א. הלימות רמת יתרות מטבע חוץ

החזקת רמה נאותה של יתרות מטבע חוץ היא מדד חשוב לאיתנות הכלכלית של מדינה, ומסייעת לבנק המרכזי במילוי תפקידיו. היתרות הן מקור של נזילות במטבע חוץ, שבו הבנק יכול להשתמש בעת הצורך. יתרות מטבע חוץ גדולות גם תורמות לשיפור מעמדה של המדינה בסביבה הפיננסית הבין-לאומית, בהגדילן את האמון ביכולתה להתמודד עם זעזועים במשק. יתרון זה מקבל ביטוי בדירוג האשראי של המדינה ובהערכות שמפרסמות חברות הדירוג. כך, מתאפשר למשק לשאת בעלויות מימון נמוכות יחסית בגיוס של חוב בחו"ל.

העקרונות המנחים לקביעת רמתן הרצויה של היתרות הוגדרו בהתאם למטרות של החזקתן. רמת היתרות הרצויה במשק הישראלי, שאותה קבע הנגיד, היא בטווח של 65 עד 90 מיליארדי דולרים. רמתן כיום היא במרכז טווח זה.

ב. יתרות מטבע החוץ של ישראל בפועל

את הלימות רמתן של היתרות שמדינה מחזיקה מקובל לבחון על פי יחסי היתרות למשתנים הכלכליים במשק. בישראל גדלו יחסים אלה בעשור האחרון כתוצאה מגידול היקפן בעיקר בשנים 2008–2011.

בשנת 2012 עמדה רמתן הממוצעת של יתרות מטבע החוץ הממוצעת על 181% מהחוב החיצוני של המשק לטווח הקצר ועל 31% מהתוצר המקומי הגולמי. כאשר גודלן הממוצע של היתרות נשאר דומה לזה של השנה הקודמת (לוח 1).

לוח 1: היתרות⁸ ורמתן הממוצעת יחסית למצרפים שונים⁹, 1999 עד 2012

השנה	היתרה הממוצעת (מיליוני דולרים)	היתרות לנפש (דולרים) (חודשים)	החוב החיצוני הברוטו של המשק	החוב החיצוני לטווח קצר של המשק (אחוזים)	הנכסים השקליים הלא-צמודים (M2)	התוצר המקומי הגולמי
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	21
2006	28,137	3,954	4.8	32	45	19
2007	29,179	4,028	4.1	32	38	18
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	9,704	8.7	73	58	31
2012	76,034	9,590	8.6	82	58	31

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

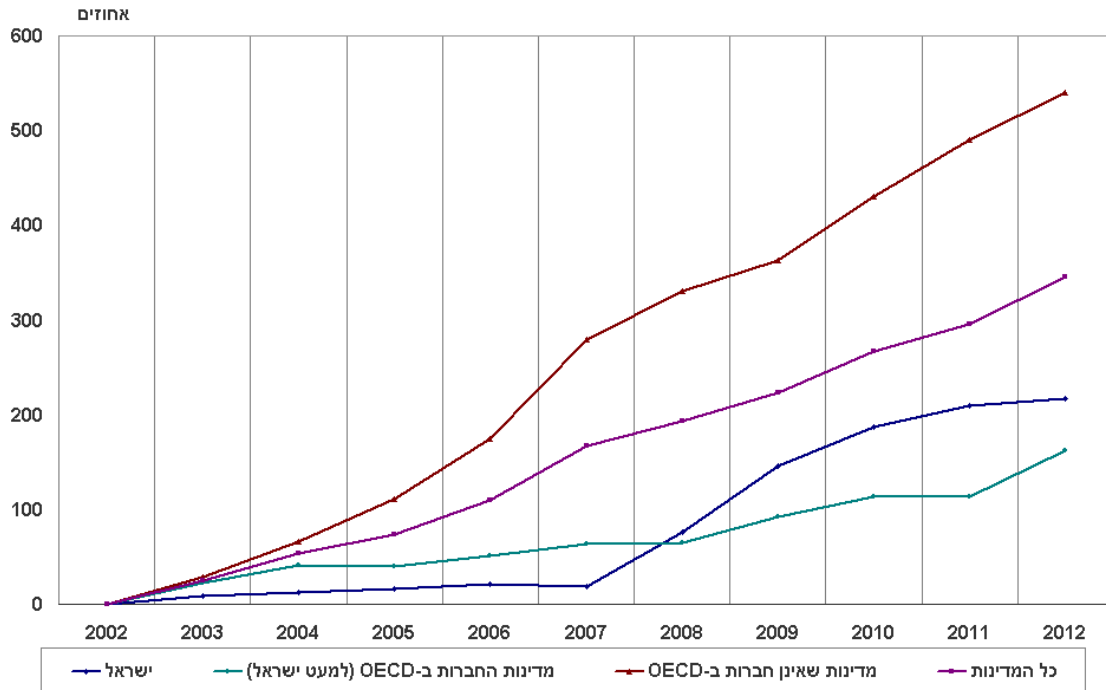
⁸ היתרות כוללות גם זכויות משיכה בקרן המטבע הבין-לאומית.

⁹ החוב החיצוני, נכון לרביע השלישי של 2012. היבוא והתוצר הם לארבעת הרבעים מ-Q3/12 עד Q4/11.

ג. יתרות מטבע החוץ של ישראל בהשוואה בין-לאומית

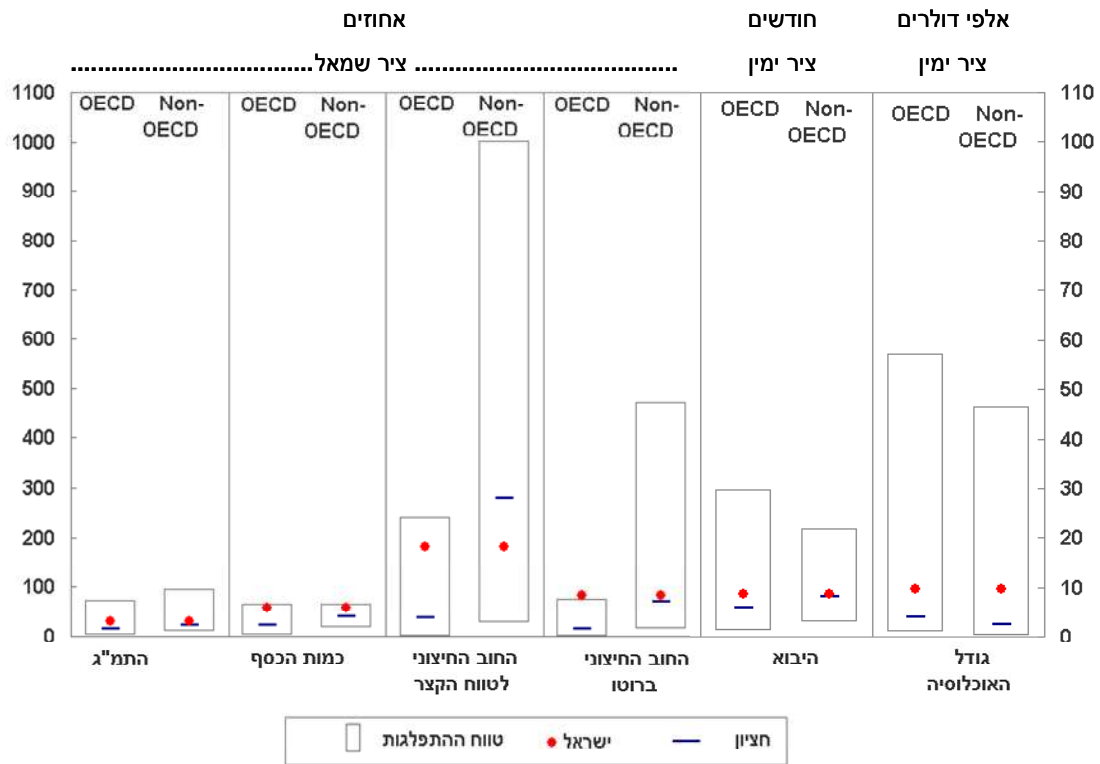
המשבר הפיננסי העולמי הדגיש את חשיבותה של החזקת רמת יתרות גבוהה לעמידות הפיננסית בשעת משבר. בעשור האחרון גדלו יתרות מטבע החוץ של ישראל ב-216%, מעל לשיעור הגידול של יתרות מטבע החוץ במדינות המפותחות – OECD (163%) ומתחת לזה של המדינות המתפתחות (540%) ושל היתרות העולמיות (345%). ראוי לציין כי עיקר הגידול היה בשנים 2008–2011 והסתכם ב-161%, מגמה המשותפת למדינות נוספות בעולם (איור 2).

איור 2: השינויים ביתרות מטבע החוץ בקבוצות מדינות שונות ובישראל, 2002 עד 2012



רמת היתרות של ישראל ביחס לרוב המצרפים נמצאת מעל לחציון הן של המדינות המפותחות והן של המתפתחות, אך לא בקצה העליון של טווח ההתפלגות. ראוי לציין כי יחס היתרות של ישראל לחוב החיצוני לטווח הקצר של המשק, 181%, נמוך מן החציון של קבוצת המדינות המתפתחות, 280%, אך גבוה מזה של המדינות המפותחות – 39% (איור 3).

איור 3: יחס היתרות למצרפים כלכליים בסוף 2012, ישראל לעומת מדינות אחרות¹⁰



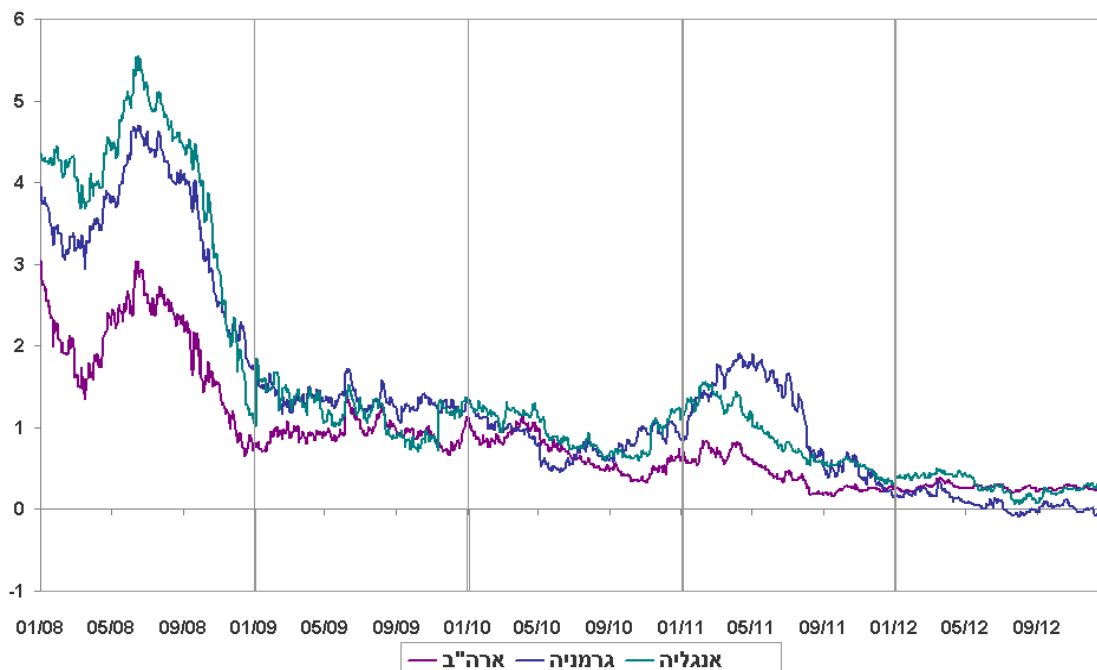
¹⁰ המדינות בקבוצת OECD: אוסטרליה, איסלנד, בריטניה, דנמרק, הונגריה, מקסיקו, נורווגיה, ניו-זילנד, פולין, צייל, הרפובליקה הצ'כית, קוריאה, קנדה, שוודיה ושווייץ. המדינות בקבוצה שאינה ב-OECD: בולגריה, ברזיל, דרום אפריקה, הודו, טייוואן, לטביה, ליטא, מלזיה, הנסיכויות הערביות המאוחדות, סין, סינגפור, רומניה, רוסיה ותאילנד.

ב. הסביבה הפיננסית העולמית בשנת 2012

בשנת 2012 המשיכה הסביבה הפיננסית הגלובלית להתאפיין בתנאים מורכבים ותנודתיים לניהול יתרות מטבע החוץ, והכלכלה העולמית נאלצה להתמודד עם חוסר-ודאות ברוב החזיתות. במחצית הראשונה של השנה הסיכונים המרכזיים לכלכלה העולמית היו משבר החוב באירופה והחשש להתפרקות גוש האירו. במחצית השנייה, בעקבות צעדים והצהרות של ה-ECB, פחת הלחץ בשווקים, וכן גם הסיכון להתפרקות גוש האירו והסיכון של קריסת מערכת הבנקאית האירופית. עם זאת, נתוני המקרו באירופה נותרו חלשים. לעומת זאת בארה"ב הצביעו נתוני המקרו על התאוששות איטית, אך בעיית "הצוק הפיסקלי" ותקרת החוב הגבירו אתו אי הוודאות לקראת סוף השנה. במהלך השנה היו גם חששות מ"נחיתה קשה" בכלכלת סין ומהאטה משמעותית של קצב הצמיחה במדינות המתפתחות.

במחצית הראשונה של השנה עלו לרמות גבוהות התשואות לפדיון של איגרות החוב הממשלתיות במדינות פריפריה באירופה, וביניהן ספרד ואיטליה; זאת בגלל חששות לפשיטת רגל של מדינות אלה. לעומתן, התשואות לפדיון של איגרות החוב הממשלתיות במדינות הנחשבות בטוחות ויציבות שבהן מרוכזות השקעות תיק היתרות של ישראל נותרו ברמתן הנמוכה לאורך כל השנה. כך נשארו תשואות איגרות החוב של ממשלת ארה"ב ברמות נמוכות, ותשואות האיגרות של ממשלת גרמניה, שהייתה חוף מבטחים יציב ביחס לשותפותיה בגוש האירו, אף הגיעו השנה לשפל שטרם נראה כמותו¹¹ (איור 4).

איור 4: התשואות לפדיון לשנתיים של איגרות חוב ממשלתיות של ארה"ב, גרמניה ואנגליה, 2008 עד 2012 (אחוזים)



¹¹ תשואות איגרות החוב הגרמניות לטווח קצר החלו לרדת בסוף אוגוסט 2012, והגיעו לא אחת לרמות שליליות.

באירופה העמיק משבר החוב והתפשט, המגזר הבנקאי הוסיף להתדרדר, ונתוני המקרו המשיכו להעיד על תחילת מיתון. בהמשך השנה החל המיתון לזלוג גם למדינות החזקות יותר – גרמניה וצרפת.

מצבן הפיננסי הרעוע של ממשלות רבות באירופה, וגידול חובותיהן וגירעונותיהן הניעו אותן לנקוט צמצום פיסקלי ומדיניות "צנע"¹²: הן פעלו להפחתת שיעור הגירעון והחוב באמצעות צעדים מרסנים לצמצום ההוצאות הפיסקליות מחד גיסא והעלאות מסים שנועדו לשם הגדלת הכנסות הממשלה מאידך. בנקים מרכזיים המשיכו גם השנה בנקיטת צעדים מוניטריים מרחיבים, בהם הורדות ריבית ותוכניות הרחבה משמעותיות כרכישת איגרות חוב שהלכו והתרחבו עם התגברות החששות.

אי-הוודאות והעדר הבהירות הפוליטית בהתנהלותו של גוש האירו, החשש מהעמקת המיתון במשקי הפריפריה, לנוכח צעדי הצנע שנוקטות הממשלות, וסימני החולשה הגוברים בכלכלות החזקות בגוש העיבו על כלכלת הגוש. כמו כן שרר חשש ליציאתה של יוון מגוש האירו, לאחר שהיא הגיעה לחדלות פירעון, וגם דאגה בשל מצבה של ספרד, שנקלעה למשבר פיסקלי עמוק וסובלת ממשבר במערכת הבנקאות, תוצאת משבר שוק הנדליין.

החשש ממשבר פיננסי חמור הניע את ה-ECB וקובעי המדיניות באירופה להכריז, במהלך שנת 2012, על מספר צעדים חשובים, ביניהם: (1) מכרזי הלוואות ל-3 שנים לסיפוק צרכי הנזילות של בנקים בגוש האירו; (2) הקמת פיקוח בנקאי כלל-אירופי משותף בהנהגת ה-ECB; (3) הקמת קרן ההצלה ESM¹³; (4) הכרזה על תוכנית לרכישת איגרות חוב ממשלתיות של מדינות בגוש האירו¹⁴, שלהן עלויות מימון גבוהות, כדי לייצב את שוקי איגרות החוב במשקי הפריפריה (OMT); (5) לקראת סוף השנה אישרו שרי האוצר את חבילת הסיוע ליוון בהיקף של 49.1 מיליארדי אירו, ובכך פחת החשש לעזיבתה את גוש האירו¹⁵.

לא כל הצעדים מומשו: הפיקוח הבנקאי טרם יצא לפועל, וכן גם תוכנית ה-OMT, שלא הוגשו בקשות סיוע למימושה. הלחץ בשווקים ירד רק משהצהיר נגיד הבנק האירופי כי ה-ECB יעשה כל שביכולתו לשמור על אחדות גוש האירו. הודות לכך התחולל שינוי חד בהתפתחות המשבר באירופה: הסיכון להתפרקות גוש האירו וסיכון הקריסה של מערכת הבנקאית האירופית פחתו, אף שהבעיות במשקי הגוש ובמערכת הפיננסית שלו נותרו בעינן. הרגיעה וההתייצבות בשווקים באה לידי ביטוי בירידת תשואותיהן של איגרות החוב הספרדיות והאיטלקיות החל מחודש אוגוסט; זאת לאחר הגיען, בסוף יולי, לרמת שיא – ביטוי לחוסר אמון בצעדים שנקטו מדינות אלה ולמצבן הרעוע של מערכות הבנקאות בהן (איר 5).

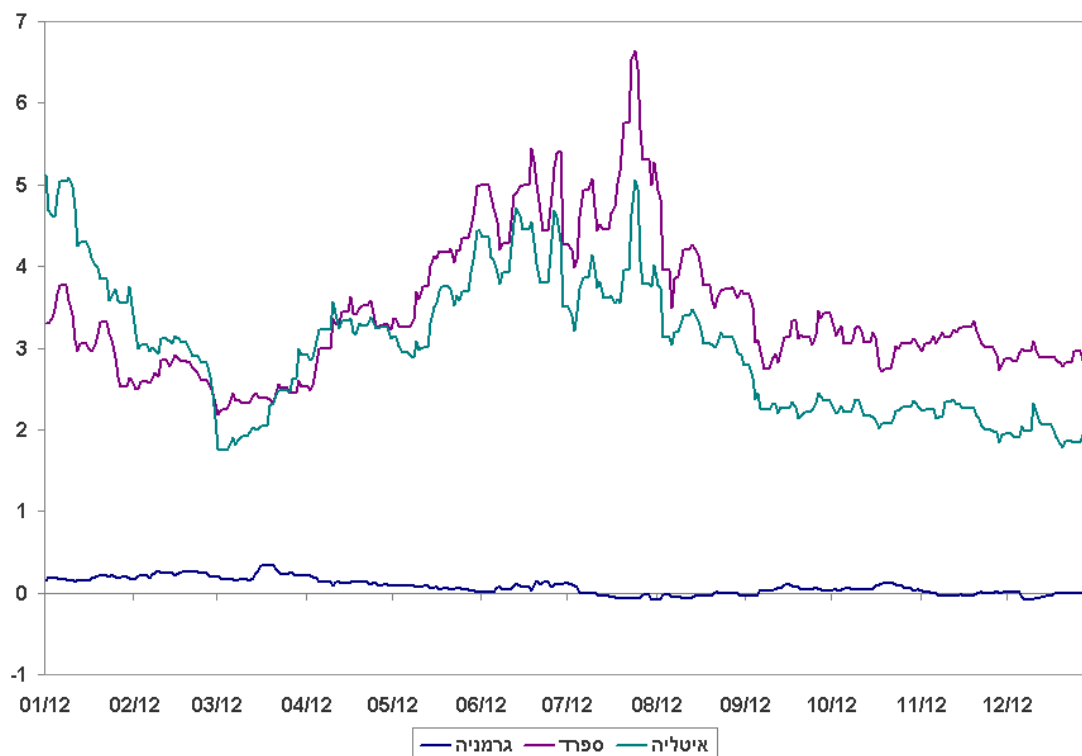
¹² בחלק מהמדינות הוכתבה מדיניות זו הוכתבה כתנאי לקבלת סיוע.

¹³ קרן "הצלה" בסך של 120 מיליארדי אירו, שמטרתה לרכוש איגרות בשוק הראשוני של מדינות שיבקשו סיוע.

¹⁴ OMT - outright monetary transactions - התוכנית מותנית בבקשת סיוע ובעמידה בקריטריונים. יעדיה הם: ייצוב שוק איגרות החוב במשקים בעייתיים (ספרד ואיטליה) והקלת הלחץ הפיננסי, השבת האמון של המשקיעים בשוק ההון והכלכלה של אירופה וחיזוק מנגנון התמסורת המוניטרית למגזר העסקי ולפריפריה.

¹⁵ חבילת סיוע זו ניתנה ליוון לאחר שקיבלה מספר חבילות סיוע קודמות.

איור 5: התשואות לפדיון לשנתיים של איגרות חוב ממשלתיות של גרמניה, איטליה וספרד
2012 (אחוזים)



בארה"ב ניכרה לאורך השנה התאוששות איטית ומתונה בנתוני המקרו. התאוששות זו נתמכה על ידי מדיניות ה-FED, שנקט מספר לא מבוטל של צעדים לשם עידוד הפעילות העסקית, ובעיקר להורדת שיעור האבטלה.

ביוני הוחלט להמשיך עד סוף שנת 2012 את תוכנית operation twist להחלפת נכסים, שהוחל בה לקראת סוף שנת 2011, ובמסגרתה מכר ה-Fed נכסים קצרים בתמורה לרכישת נכסים בינוניים וארוכים. מטרת התוכנית היא הורדת הריביות בחלק הארוך של העקום, ובכך – הוזלת עלויות המימון של הממשלות ושל המגזר העסקי.

בהמשך יצא ה-Fed בתוכנית רכישות חודשיות של כ-40 מיליארדי דולרים בשוק איגרות החוב המגובות במשכנתאות (MBS). כמו כן הוארכה מדיניות ה-"low for long", אשר במסגרתה הצהיר ה-Fed כי בכוונתו להשאיר את הריבית ברמתה הנמוכה עד שישתמן שיפור בשוק התעסוקה. מדיניות זו חודשה והוארכה מספר פעמים, וכעת היא אף צפויה להימשך עד שנת 2015. לקראת סוף השנה הודיע ה-Fed על תוכנית הרחבה כמותית נוספת (QE3), שבה הוא ירכוש בכל חודש איגרות חוב ממשלתיות ארוכות בהיקף של 45 מיליארדי דולרים.

תוכניות אלו ננקטו במטרה להגביר את האפקטיביות של מנגנון התמסורת המוניטרית ולעודד את הפעילות העסקית והצרכנית, ובעיקר את שוק התעסוקה. ואכן לקראת סוף השנה העידו נתוני המקרו על התאוששות מתונה ושיפור במצב התעסוקה, והתשואות נשארו נמוכות, בהתאם למדיניות הבנק המרכזי.

לקראת סוף השנה העיבה על המשק אי-הוודאות סביב תקרת החוב ו"הצוק הפיסקלי". הגירעון ההולך ומעמיק של הממשל וחובותיו המצטברים הניעו את הממשל האמריקאי להחליט, באוגוסט 2011, על מספר צעדים שיינקטו אוטומטית החל מסוף שנת 2012 – ביניהם ביטול הקלות במסים, קיצוץ בהוצאות הממשלה והפחתת הגירעון התקציבי, צעדים המסתכמים בכ- 600 מיליארדי דולרים. מדובר על שינויים תקציביים בהיקפים גדולים מאוד, שהיו צפויים לצאת אל הפועל בתוך זמן קצר מאוד, ולהם השפעות מרחיקות לכת על כלכלת ארה"ב ועל העולם כולו. אי-הוודאות הקשורה ב"צוק הפיסקלי" העיבה בעיקר על המגזר העסקי בעיכוב החלטות על ביצוע השקעות ודחייה של גיוסי עובדים. החשש בשווקים סביב הנושא הורגש בעיקר במחצית השנייה של השנה, משום שלא נעשה ניסיון משמעותי להגיע להסכמה לפני סוף השנה. הפעולות לפתרון בעיית "הצוק הפיסקלי" החלו רק בסוף 2012¹⁶.

במרבית המשקים המתעוררים המשיכו נתוני הפעילות הכלכלית לבטא חולשה, וקצב הצמיחה הואט לאורך השנה, למרות המדיניות המוניטרית המרחיבה שננקטה במשקים אלה. במספר מדינות, ובעיקר במשקים המתעוררים הגדולים, נצפתה בלימה בהאטה והתאוששות הדרגתית, אולם גם באלה ניכרה התמתנות, הנובעת בעיקר מהביקושים הנמוכים מצד המדינות המפותחות, ובראשן בגוש האירו. בהקשר זה בלטה סין, אשר סבלה במשך השנה מהאטה בקצב הצמיחה, אמנם בעוצמה פחותה מזו שציפו לה בתחילת השנה. חוסר ביקושים עולמיים הביא להורדת ריביות במשקים מוטי יצוא שונים שחלק מתיק היתרות של ישראל מושקע בהם.

¹⁶ עד ל- 31.12.12 לא הושגה הסכמה על הצעדים שיינקטו לפתרון בעיית ה"צוק הפיסקלי". עם סיומה של 2012, הועלו מסים בשיעור של 1% מהתוצר כחלק מהפתרון לבעיית החוב, אך ההכרעה בנושא התקציב נדחתה.

ג. ניהול תיק היתרות בשנת 2012

תיק היתרות מנוהל במסגרת של כללי השקעה שנקבעו לשם שליטה על חשיפתן של היתרות לסיכונים פיננסיים שונים. כללים אלו הם שמרניים מעיקרם, ומבטאים את הזהירות שבנק ישראל נוקט במדיניות ניהולן של יתרות מטבע החוץ. קובעי מדיניות ההשקעה של היתרות ערים להתפתחויות בשווקים, ובעת הצורך נערכים בה שינויים ועדכונים בכללים ובמאפייני השקעת היתרות בהתאם לחוק בנק ישראל ולמגבלות של כללי ההשקעה.

בשנים האחרונות, בהתחשב בשינויים בסביבה הפיננסית בעקבות המשבר, ועל רקע שינוי חוק בנק ישראל, הוכנסו שינויים באופיו של ניהול תיק היתרות ובכללי ההשקעה, כדי לא לפגוע בפרופיל התשואה-סיכון של התיק. זאת כחלק מהמדיניות ארוכת הטווח של הבנק להימנע מסיכון משמעותי של הפסד מהותי בתיק היתרות כפי שהוא נמדד במונחי הנומרי. בשנת 2012 נמשך הצורך בשינויים בכללים ובאופי ההשקעה בהתאם לתמורות שהתחוללו בשווקים; זאת כדי למזער את פגיעתן של ההתפתחויות השליליות בתיק.

אריכות תיק היתרות: בתגובה לתהליך הירידה המשמעותית של עקומי התשואה בשווקים רבים בעולם מאז 2008, הוחלט כבר ב-2009 על קיצור האריכות של תיק היתרות כדי לא לפגוע בפרופיל של תשואה-לעומת-סיכון שאפיין את התיק לאורך השנים האחרונות. קיצור אריכות התיקים על רקע הגעתן של התשואות לפדיון לרמות שפל היסטוריות, נועד לצמצם את האפשרות של ספיגת הפסדי הון מעבר להכנסות מריבית במקרה של עלייה מהירה בתשואות לפדיון, חשש זה שעדיין שרר לקראת סוף השנה. קיצור אריכות התיקים הביא להקטנת ההכנסות השוטפות מריבית ולירידת רווחי הון הפוטנציאליים שהיה ניתן להשיג במקרה של ירידה נוספת בתשואות.

אריכות תיק היתרות נותרה השנה נמוכה ביחס לרמות האריכות שהונהגו בשנים עברו, על רקע רמות נמוכות מאוד, ואף אפסיות, של התשואות לפדיון בחלק גדול מהמדינות שבהן מושקעות רוב היתרות. כתוצאה מכך הייתה ההכנסה השוטפת מריבית בשנה זו הנמוכה ביותר, היסטורית, מצב שתרם לתשואות החזקה הנמוכות של תיק היתרות השנה.

החשיפה למערכת הבנקאית העולמית: עוד בשלביו הראשונים של המשבר הפיננסי העולמי, ב-2008, הוחמרו כללי ההשקעה השונים, כולל אלו המונעים חשיפת יתר לסיכונים אשראי. עם נפילת בנק ההשקעות ליהמן, כשמצבם הפיננסי של בנקים רבים ברחבי העולם הורע משמעותית, הוחלט להפסיק את ההשקעה בפיקדונות בנקאיים. ההוראה נותרה בעינה גם במהלך שנת 2012. לפיכך נותרה החשיפה הבנקאית קרובה לאפס, בדומה לרמתה בשלוש השנים הקודמות.

החשיפה למדינות: משבר החוב האירופי הוא שהשפיע בעוצמה הרבה ביותר על סיכוני האשראי בשנת 2012. המשבר המתמשך גרר עלייה בסיכוני האשראי, בעיקר במדינות גוש האירו, אך גם במדינות נוספות, וזו הובילה להפחתות דירוג מצד סוכנויות הדירוג. בתגובה על כך הקטין בנק ישראל את מכסות ההשקעה¹⁷ למדינות שונות.

ההחלטות הבולטות בניהול הפעיל של תיק היתרות השנה היו להקצות, לראשונה, אחוז מסוים מתיק היתרות להשקעה במניות בארה"ב ולהמשיך לפזר את תיק היתרות להשקעה בשווקים נוספים. זאת בהתאם לשינויים בסביבה הגלובלית ולפרופיל התשואה-סיכון של השקעת היתרות.

השקעה במניות

עם כניסתו לתוקף של חוק בנק ישראל, ביוני 2010, הורחבו דרגות החופש להשקעת היתרות בסוגים שונים של נכסים פיננסיים, שעד אז הוגבלה ההשקעה בהם. בשנת 2012, לראשונה, החל בנק ישראל להשקיע חלק מתיק היתרות בשוק המניות. זאת לאחר שהנגיד אישר, באוגוסט 2011, הקצאה ראשונית של השקעה במניות בשיעור של עד 3% מהיתרות.

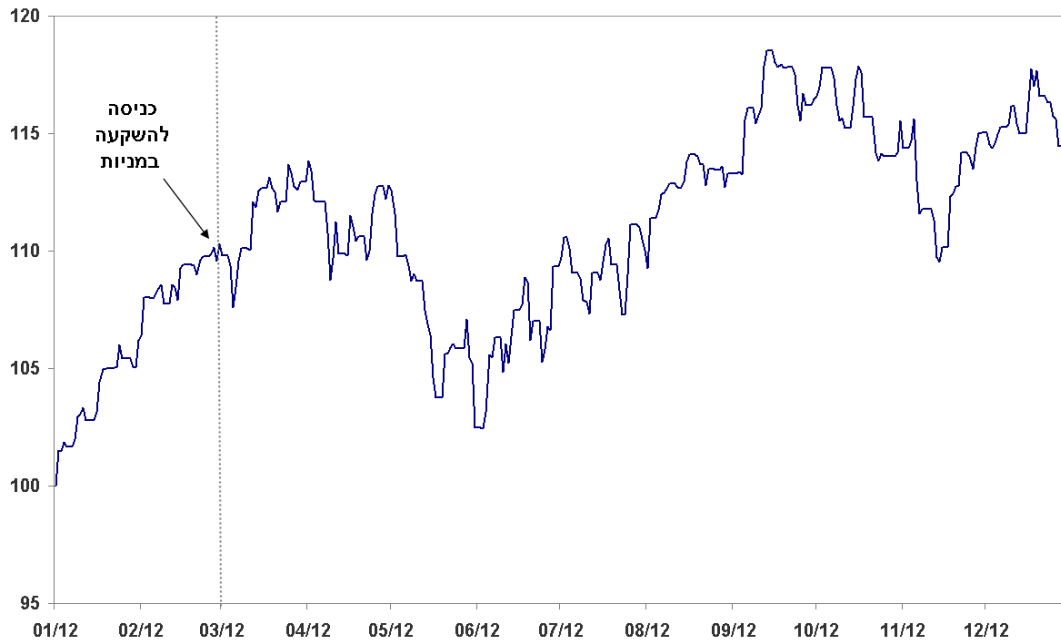
בעבודות שונות שנעשו בתחום זה בעולם, וגם בבדיקה שנערכה בבנק ישראל, נמצא כי הקצאת חלק מתיק היתרות, שכולו מושקע במכשירי חוב, למניות משפרת את יחס התשואה-סיכון של התיק בראייה ארוכת טווח. הקצאה כזאת מיטיבה עם התיק בהניבה תשואה גבוהה יותר ומותירה את הסיכון בו ברמה נמוכה. זאת במיוחד בסביבת הריביות הנמוכות השוררת כיום, שבה ההכנסה השוטפת מריבית נמוכה מאוד, ונשקף סיכון משמעותי להפסדים בתיק היתרות, כשהריביות יתחילו לעלות.

כחלק מפילוט הושקעו 3% מתיק היתרות במניות השוק האמריקאי, באמצעות מנהלים חיצוניים מומחים. זוהי השקעה פסיבית; משמע שתיק המניות עוקב אחר מדד מניות קיים. המדד שנבחר הוא מדד מניות רחב דיו, המייצג כ-99 אחוזים משוק המניות האמריקאי.

ההחלטה על כניסה לשוק המניות הניבה פירות כבר בתקופה הקצרה שבה היא ממומשת, ותרומתה לתשואה בשנת 2012 הייתה חיובית. עם זאת ראוי לציין כי ההשקעה במניות היא לטווח הארוך, ומאופיינת בתנודתיות גבוהה, שנצפתה גם במהלך השנה (איור 6).

¹⁷ על פי הקווים המנחים שהתוותה הוועדה המוניתרית מותר לבנק ישראל להשקיע במדינות שדירוג האשראי שלהן גבוה מ-'A'.

איור 6: מדד מניות רחב (MSCI USA), 2012



השקעה במטבעות נוספים

לפני שנת 2010 היו יתרות מטבע החוץ מושקעות ברובן בשלושת מטבעות הנומור – הדולר, האירו והסטרלינג. זאת בהתאם להרכב הנומור שקובעת הוועדה המוניטרית. בשנים האחרונות נחלש מעמדם של מטבעות אלו בעקבות המשבר הפיננסי שפקד את המשקים שאלו מטבעותיהם, שיעורי הריביות בהם ירדו לרמות אפסיות, ועמם פחתה האטרקטיביות של השקעה בהם. לנוכח התפתחויות אלו, ובמטרה לשפר את פרופיל התשואה-סיכון של התיק הוחלט להרחיב את פיזורו ולכלול בו גם חשיפה למשקים מפותחים ומבוססים נוספים בעלי פוטנציאל צמיחה גבוה.

על כן הוספו לתיק היתרות בתחילת 2010, השקעות במטבעות ובאיגרות חוב ממשלתיות של אוסטרליה, קנדה ונורווגיה. מגמה זו נמשכה מאותן סיבות עם הוספת השקעה בשוודיה ב-2011 ועם הוספת השקעה בסינגפור ב-2012. בסך הכול עמד משקלם הממוצע של מטבעות אלו בתיק במהלך שנת 2012 על 9.7% מהיתרות, והם היוו פוזיציה מטבעית ונכסית אסטרטגית ארוכת טווח מול הרכב הנומור (לוח 2). נציין כי על פי הקווים המנחים למדיניות ההשקעה מותרת סטייה של עד 10% בהרכב המטבעי של יתרות מטבע החוץ מהרכב הנומור, בפוזיציות ארוכות טווח.

לוח 2: ההתפלגות המטבעית הממוצעת של הנומרר ושל תיק היתרות, 2012

(אחוזים)

	התיק	הנומרר	סטיה	
דולר	61.3	62.9	-1.6	
אירו	25.3	32.7	-7.4	
לירה סטרלינג	3.9	4.4	-0.5	
דולר אוסטרלי	2.1		2.1	9.7 פוזיציות אסטרטגיות
דולר קנדי	3.0		3.0	
קרונה נורבגית	3.1		3.1	
קרונה שוודית	1.1		1.1	
דולר סינגפורי	0.4		0.4	
מטבעות אחרים	-0.2		-0.2	
סה"כ	100.0	100.1		

הסיבות לבחירה דווקא במדינות ובמטבעות אלו להרחבת השקעתן של היתרות היא שהן התמודדו עם המשבר בהצלחה יחסית ונותרו איתנות מבחינה כלכלית. דירוג האשראי שלהן נותר גבוה וללא פגע, ובשל מאפייניהן הכלכליים, היו צפויות ליהנות מהתחלת ההתאוששות הכלכלית בעולם ומהתחזקות הביקוש לסחורות מצד מדינות אסיה הצומחות. ככלל, החלטה על הרחבה של השקעת היתרות במדינות נוספות מלווה בבדיקת נרחבת של מצבן בכלל, ובפרט של איתנותן הכלכלית והפיננסית, על סמך אינדיקטורים כלכליים עיקריים (לוח 3).

לוח 3: אינדיקטורים עיקריים במדינות השקעה, דצמבר 2012

(אחוזים)

אוסטרליה	קנדה	נורווגיה	שוודיה	סינגפור	אירופה	ארה"ב	אנגליה	
11.5	35.9	-169.3	-17.5	-	-	83.8	83.7	החוב הציבורי נטו ביחס לתוצר
3.1	1.3	2.9	0.7	1.1	-0.6	1.5	0.0	השיעור השנתי של צמיחת התוצר
2.2	0.8	1.4	-0.1	4.3	-	1.7	2.7	שיעור השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן
5.4	7.1	3.5	7.4	1.8	11.8	7.8	7.7	שיעור האבטלה
-3.7	-3.8	13.8	7.7	16.5	0.8	-3.0	0.5	החשבון השוטף כאחוז מהתוצר
3.0	1.0	1.5	1.0	0.04	0.75	0-0.25	0.5	ריבית הבנק המרכזי

ד. תשואת ההחזקה של היתרות בשנת 2012

תשואת ההחזקה¹⁸ של היתרות במונחי נומרר¹⁹ הסתכמה בשנת 2012 ב-1.6%, גבוהה מאשר בשנה הקודמת, אך נמוכה משמעותית מהתשואה הממוצעת בעשור האחרון, 3.0%. תרומת הניהול עמדה על 1.2%, והייתה הגבוהה בעשור האחרון (לוח 4).

לוח 4: ביצועי התיק בפועל לעומת הסמן²⁰, 2003 עד 2012

(בסוגריים – סטיות התקן השבועיות במונחים שנתיים)

(אחוזים, במונחי נומרר)

תשואת התשואה		התשואה	
(1)-(2)	(2)	(1)	
סך כל תרומת הני הול	הסמן	התיק בפועל	
0.21 (0.09)	1.94 (0.79)	2.15 (0.81)	2003
0.03 (0.08)	1.67 (0.68)	1.70 (0.66)	2004
0.21 (0.12)	2.44 (0.67)	2.64 (0.60)	2005
0.12 (0.14)	3.70 (0.79)	3.83 (0.73)	2006
0.00 (0.25)	6.91 (1.50)	6.91 (1.37)	2007
-0.19 (0.53)	6.14 (1.46)	5.95 (1.42)	2008
1.10 (0.22)	0.81 (0.65)	1.91 (0.60)	2009
0.54 (0.53)	1.19 (0.36)	1.73 (0.57)	2010
0.21 (0.71)	1.07 (0.39)	1.28 (0.80)	2011
1.17 (0.52)	0.42 (0.17)	1.59 (0.57)	2012
0.34	2.61	2.95	2003-2012

¹⁸ התשואה מחושבת כשהיא "משוקללת בזמן" (time-weighted): זהו הממוצע הגיאומטרי של התשואות היומיות במשך התקופה הנדונה. התשואה אינה מושפעת משינויים בגודל היתרות במהלך התקופה, גם אם מקורם מחוץ לתיק היתרות עצמו, כגון משיכות של הממשלה או רכישות של מטבע חוץ בשוק. חישוב התשואה בדרך זו, הנהוג שנים רבות, הוא בהתאם למקובל בענף ניהול ההשקעות בארץ ובעולם. מטרתה לאפשר השוואה בעלת משמעות של תשואות היתרות משנה לשנה, וכן לעומת תשואותיהם של תיקים מנוהלים אחרים.

¹⁹ הנומרר הוא, כאמור, ההרכב המטבעי הניטרלי של תיק היתרות, ולכן התשואות בתיק ובסמן שהם רב-מטבעיים, נמדדות במונחי הנומרר, ולא במונחי מטבע שרירותי כזה או אחר.

²⁰ התשואות שדווחו 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, והיה בשימוש למדידת התשואות בכל העשור האחרון – כאמור, למעט שנת 2010.

1. התשואה והסיכון של הסמן ושל הניהול הפעיל

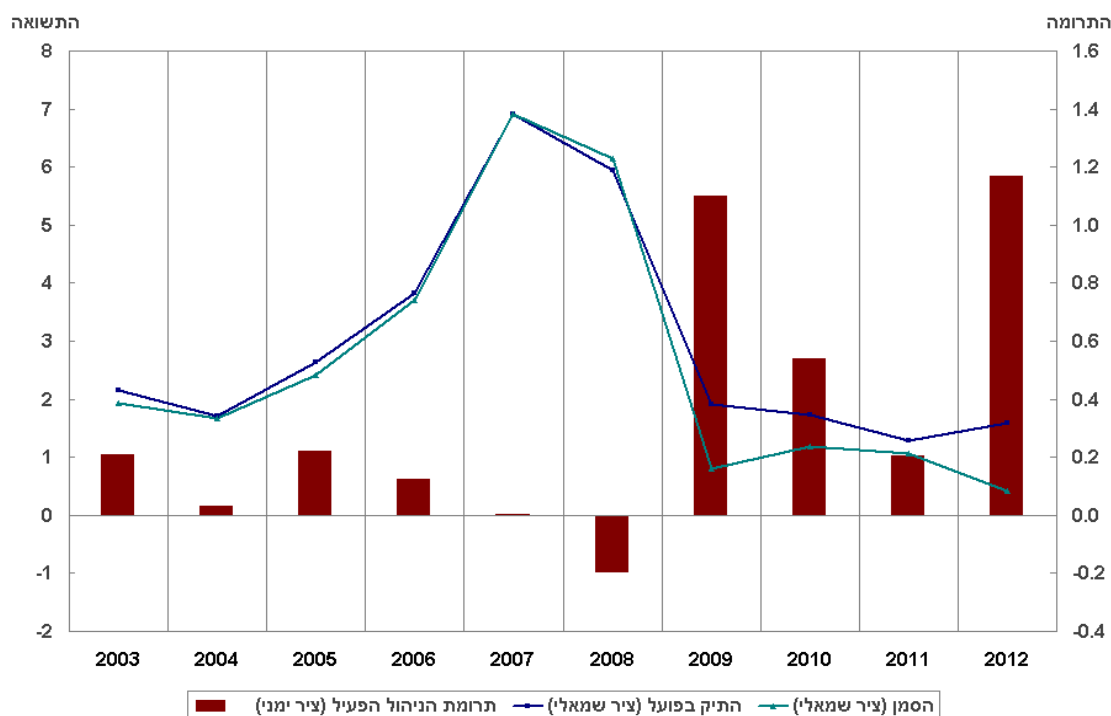
מדיניות ההשקעה של היתרות קובעת סמן ומערכת של כללי השקעה, כדי לשלוט בחשיפה של יתרות מטבע החוץ לסיכונים פיננסיים שונים.

הסמן הוא תיק היפותטי הבנוי על פי כללים שנקבעו מראש כדי לשקף את פרופיל הסיכון ומדיניות ההשקעה שנקבעו לניהולו של התיק. כללי ההשקעה מגבילים את הפערים האפשריים בין המאפיינים הפיננסיים השונים של הסמן לבין אלה של התיק בפועל – ההרכב המטבעי, ההרכב הנכסי, האריכות והפיזור של התקופות לפירעון. הרכבו הנכסי של הסמן הוא למעשה הגורם העיקרי שמשפיע על תשואת ההחזקה של תיק היתרות, בכך הסמן משמש גם אמת מידה לצורך ביקורת והערכה של איכות הניהול והביצועים של התיק.

בניהול פעיל התיק מושקע באופן שונה מזו של הסמן במטרה להשיג תשואה גבוהה יותר. במסגרת דרגות החופש שניתנו למנהל התיק. תרומת הניהול הפעיל היא תוספת התשואה הנובעת מקבלת החלטה להשקיע את התיק אחרת מהסמן. תרומת הניהול הפעיל נמדדת כהפרש בין תשואת תיק היתרות לתשואת הסמן (איור 7).

איור 7 – שיעור התשואה ותרומת הניהול הפעיל, 2003 עד 2012

(אחוזים, במונחי נומר)



א. התשואה והסיכון של הסמן

תשואת ההחזקה של הסמן הסתכמה בשנת 2012 ב-0.4%, הנמוכה ביותר בעשור האחרון ונמוכה משמעותית מזו של הממוצע בעשור האחרון (2.6%). זאת משום שהתשואות לפדיון שכבר הגיעו לרמת השפל בסוף השנה הקודמת נותרו כמעט ללא שינוי לאורך השנה.

לרמתה הנמוכה של תשואת הסמן תרמה גם אריכות הנכסים שהיתרות מושקעות בהם, אשר נשארה ב-2012 נמוכה, כמו בשנים הקודמות. השמירה על אריכות נמוכה מאוד של היתרות נועדה לצמצם את הסיכון של תשואה שלילית במקרה של עלייה בתשואות לפדיון, שתביא להפסדי הון, בעוד שההכנסה השוטפת מהריבית אפסית. תרחיש שעלול להתממש עם שיפור בצמיחה העולמית.

ב. התשואה והסיכון של הניהול הפעיל

בעשור האחרון, להוציא את השנים 2007–2008, תרומת הניהול הפעיל הייתה חיובית. ב-2012 הסתכמה תרומת הניהול הפעיל ב-117 נקודות בסיס, הגבוהה ביותר בעשור האחרון וגבוהה משמעותית מהממוצע בעשור זה (לוח 4).

תרומת הניהול הפעיל משקפת, כאמור, את סך התרומות של החלטות להשקיע את תיק היתרות בהרכב שונה מזה של הסמן. השוני יכול לבוא לידי ביטוי במאפיינים שונים – ביניהם ההרכב המטבעי, ההרכב הנכסי, האריכות והפיזור של התקופות לפירעון.

התרומה המשמעותית שהושגה השנה קשורה בשני רכיבים עיקריים של הניהול הפעיל של תיק היתרות. הרכיב הראשון הוא הניהול הפעיל של תיקי מטבעות הנומרה, שהניב השנה תרומה גבוהה במיוחד של כ-59 נ"ב, לעומת ירידה של כ-6 נ"ב בשנה הקודמת (לוח 5). הרכיב השני נובע מהחלטה להסיט חלק מהיתרות להשקעה בנכסים ובמטבעות שאינם כלולים בנומרה ובסמן, החלטה שהתקבלה ב-2010. הניהול הפעיל של התיקים האלה, שנוהלו במסגרת הפוזיציות האסטרטגיות בסך של כ-10% מהיתרות, תרם לסך התשואה העודפת כ-45 נ"ב, כמעט פי שניים מתרומתה בשנה הקודמת.

לוח 5: פירוק תרומת הניהול הפעיל לרכיביה, 2010 עד 2012

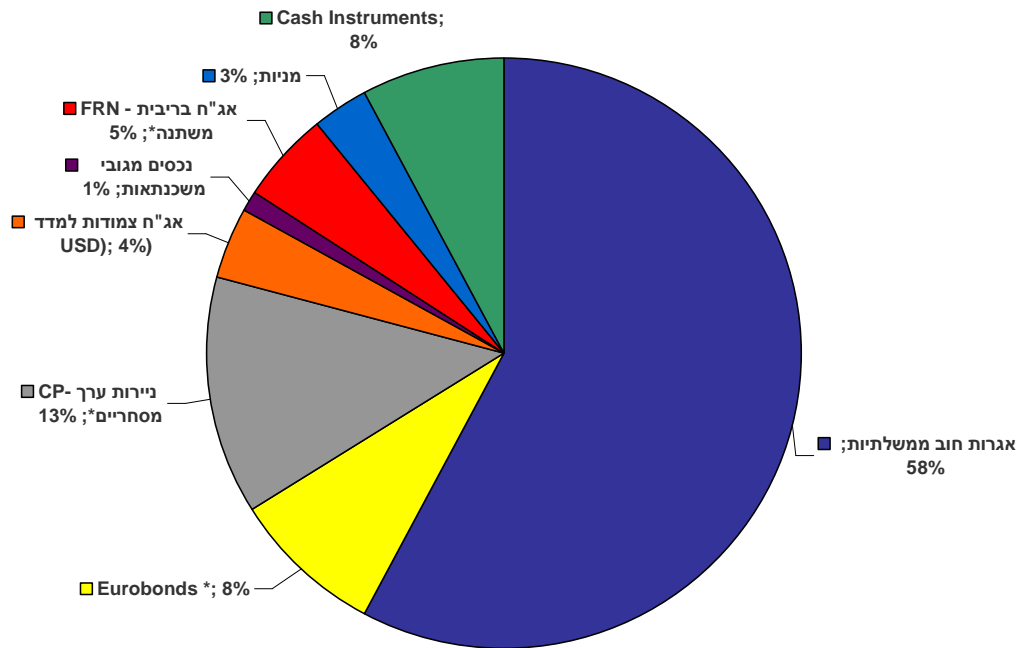
(נקודות בסיס, במונחי נומר)

2010	2011	2012	
10.6	-5.9	59.3	תיקים במטבעות הנומרה (סה"כ התרומה)
10.3	-2.9	44.1	ניהול הנכסי
-1.4	-2.5	-1.2	פוזיציות אריכות ופיזור
1.6	-0.5	3.2	השקעה ב-GNMA ואג"ח ממשלתי בני הול חיצוני
		13.2	השקעה במניות (ני הול חיצוני)
46.6	25.9	45.3	תיקים מטבעיים אחרים (פוזיציה אסטרטגית)
3.3	21.2	25.7	תרומה נכסית (כולל פוזיציות אריכות ופיזור)
43.4	4.7	19.6	תרומה מטבעית
0.0	-0.5	10.4	פוזיציות מטבעיות ואחרות לטווח בינוני
-3.5	1.1	1.9	שארית
53.8	20.7	116.9	סה"כ

ב.1. תיקים במטבעות הנומרי

ההרכב הנכסי של תיק היתרות שונה מזה של הסמן: 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 58%, ובכללן גם איגרות חוב של מדינות שאינן בסמן (איור 8).

איור 8: ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות²¹, 31 בדצמבר 2012



חלק הארי של התשואה העודפת בתיקי מטבעות הנומרי הוא תרומתו של רכיב הניהול הנכסי, אשר הניב תשואה של 44 נ"ב. נכסי המירווח שבתיק – נכסים שאינם נכללים בסמן – בלטו השנה לטובה בהניבם תשואה גבוהה לעומת נכסי הסמן, וזאת לאחר שבשנה הקודמת הם הניבו תשואת חסר. הסיבה לכך היא שבשנת 2012 הצטמצמו המירווחים במידה ניכרת, והניבו רווחי הון גבוהים (איור 9), לאחר התרחבותם במחצית השנייה של 2011 כתוצאה מההתפתחויות השליליות באירופה. מכאן שההחלטה, בשנת 2011, להמשיך ולהחזיק בנכסים האמורים למרות התרחבות המירווחים, בציפייה להצטמצמותם, התבררה כנכונה.

נוסף על רכיב הניהול הנכסי, גם ההחלטה להקצות השנה חלק מתיק היתרות להשקעה במניות הניבה תרומה חיובית; זו הסתכמה ב-13 נ"ב, שהתווספו לתשואת העודפת של הניהול הפעיל בתיק מטבעות הנומרי. נציין כי לאורך השנה תשואת המניות הייתה תנועתית, ובחלק מהשנה אף שלילית (איור 6).

²¹ כולל נכסים בניהול חיצוני.

הניהול החיצוני של איגרות חוב המגובות במשכנתאות ושל האיגרות הממשלתיות האחרות תרם אף הוא לתשואה העודפת 3.2 נ"ב.

איור 9: מירווח התשואות הממוצע על נכסי מירווח דולריים מייצגים (Eurobonds)
2008 עד 2012 (נ"ב)

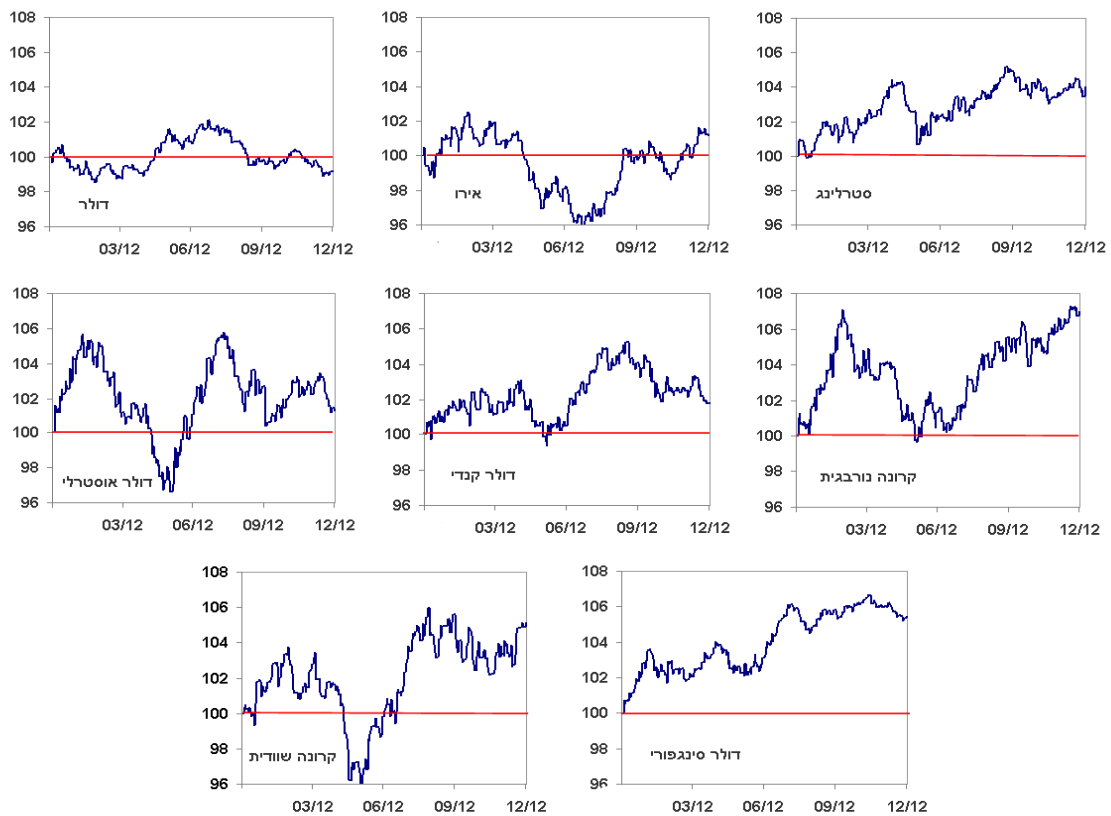


2.2. תיקים במטבעות אחרים (פוזיציה אסטרטגית)

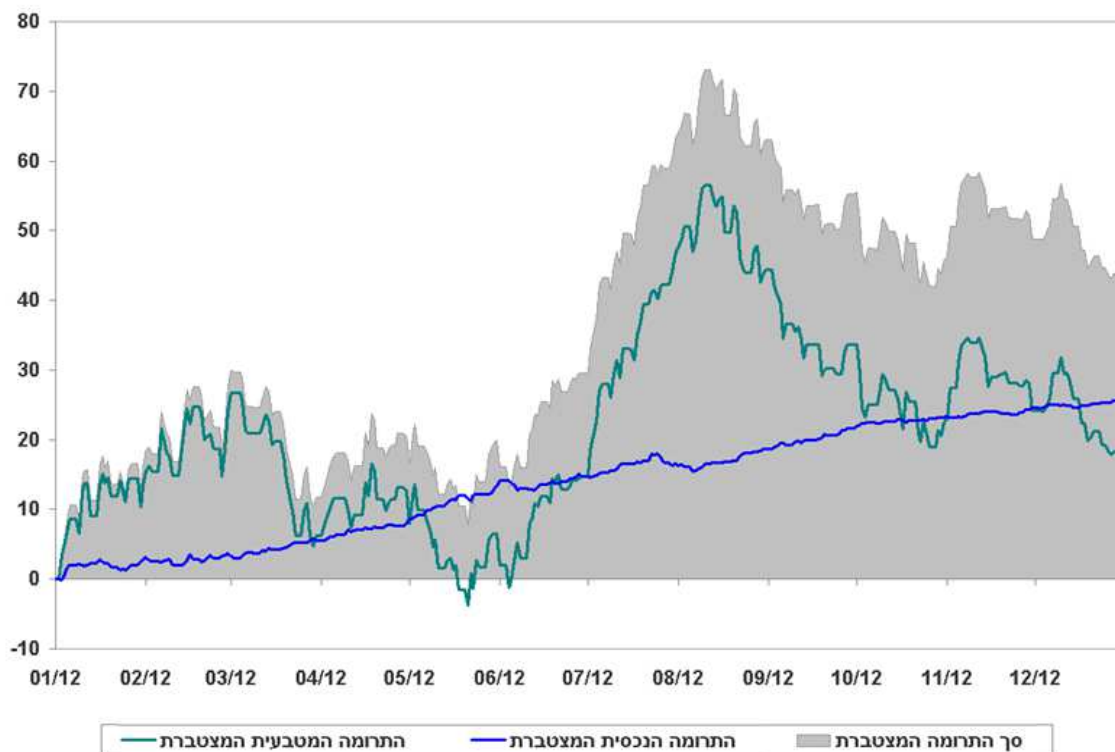
התרומה של העברת חלק מהיתרות שהיו מושקעות בנכסים הנקובים במטבעות הנומרי להשקעה בנכסים הנקובים במטבעות שאינם בנומרי היא תוצאה של החלטות ניהול שונות, המשקפות שינויים הנובעים מהמעבר בין המטבעות ובין השווקים השונים – למשל הבדלים בשערי החליפין, בתשואות ובמירווחי התשואות. את תרומתם של תיקים אלו לתשואה העודפת של היתרות ניתן להפריד לשני חלקים עיקריים – תרומת הניהול המטבעי, המביאה בחשבון רק את התרומה שנובעת מהשינויים בשערי החליפין בין מטבעות אלו למטבעות הנומרי, ותרומת הניהול הנכסי, שמביאה לידי ביטוי את יתר מאפייני ההשקעה.

הניהול המטבעי בתיקי המטבעות שאינם בסמן תרם השנה כ-20 נ"ב לתשואת הניהול העודפת, הודות לעלייה בשערי החליפין במרבית מטבעות תיקים אלו לעומת מטבעות הנומרי (איור 10). עם זאת, במהלך השנה נרשמה תנודתיות בשערי החליפין כך שתרומתן על פני השנה לא הייתה אחידה (איור 11).

איור 10: שערי חליפין, מטבעות לעומת הנומר, 2012



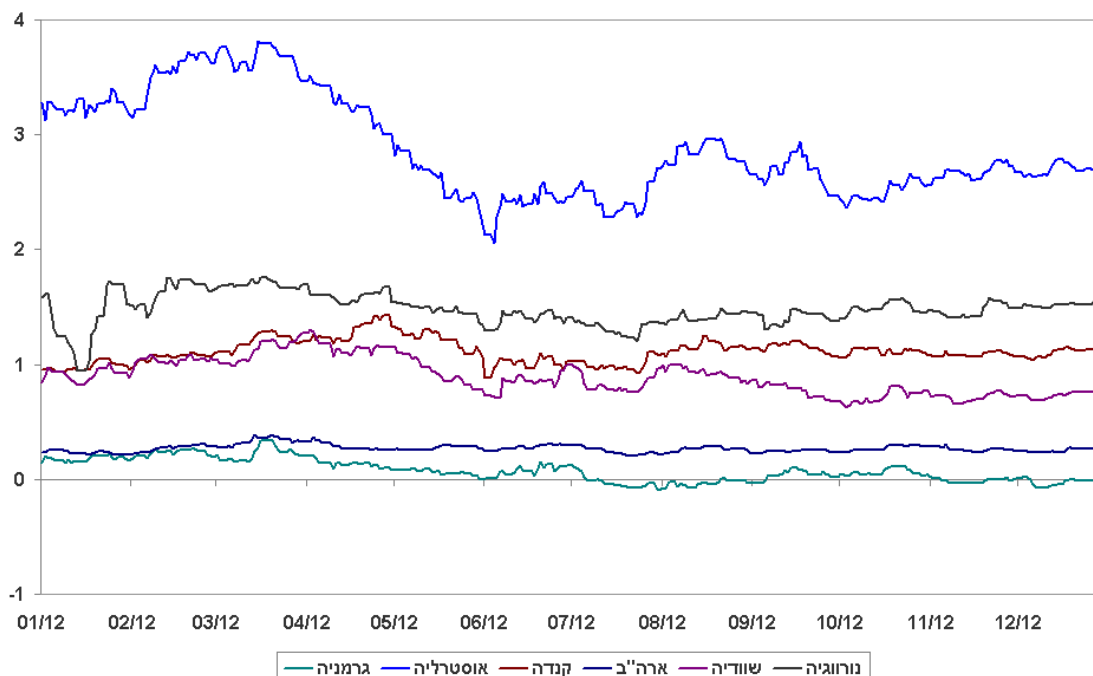
איור 11: הפוזיציות המטבעיות האסטרטגיות – התרומה המצטברת לתשואה העודפת, 2012 (נ"ב)



הניהול הנכסי בתיקי המטבעות שאינם בסמן תרם לתשואת הניהול העודפת כ-26 נ"ב, הודות למספר גורמים:

- התשואות בשוקי איגרות החוב של המדינות הנוספות שבהם הושקעו היתרות היו גבוהות מאלו של שוקי איגרות החוב שבסמן (כדוגמת ארה"ב, גרמניה וצרפת), ולכן נכסי מדינות אלו הניבו תשואה שוטפת גבוהה יותר.
- במהלך שנת 2012, משקים מוטי צמיחה שונים, כדוגמת אוסטרליה, שחלק מתיק היתרות מושקע בה, נקטו מדיניות מרחיבה, לנוכח ירידה בביקושים העולמיים הצפויים. בעקבות זאת ירדו התשואות לפדיון, התפתחות שהניבה רווחי הון גדולים. זאת בעוד שבמדינות הסמן, נותרו התשואות ברמותיהן הנמוכות (איור 12).
- תיקי ההשקעות במטבעות אלו נוהלו מלכתחילה באריכות גבוהה מזו של תיקי הסמן. החזקת נכסים באריכות גבוהה יותר בתיקים אלו מאפשרת תשואה גבוהה יותר על העקום ורווחי הון גבוהים יותר עם ירידת התשואות, שנרשמה במספר מדינות גם השנה, עקב המשך המדיניות המוניטרית המרחיבה בהן.
- משקלם של נכסי המירווח בתיקי מטבעות אלו היה גבוה מזה של נכסי המירווח בתיקי מטבעות הנומרר, ואילו המירווחים בהם היו גבוהים יותר, והצטמצמו גם הם.

איור 12: התשואות לפדיון לשנתיים – ארה"ב, גרמניה, שוודיה, קנדה, נרווגיה ואוסטרליה, 2012 (אחוזים)



3.ב. פוזיציות מטבעיות ואחרות לטווח הבינוני

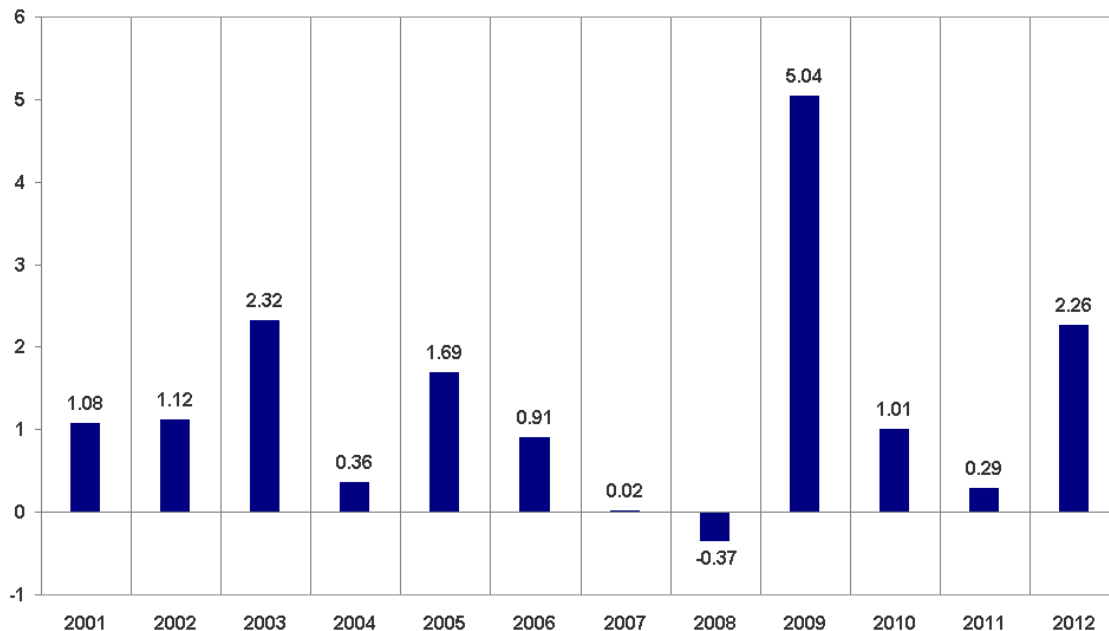
במהלך שנת 2012, כחלק מניהול היתרות, נפתחו פוזיציות מטבעיות ואחרות לטווח בינוני כנגד ההרכב המטבעי של הנומרר. אלה הניבו תשואה חיובית, שתרמה לניהול הפעיל כ-10 נ"ב.

התנודתיות

תנודתיות הסמן ירדה ביחס לשנה הקודמת, והייתה הנמוכה בעשור (0.17%). התנודתיות הנמוכה יחסית של הסמן משקפת את אריכותו הנמוכה ואת רמות השפל של התשואות והריביות שאליהן הגיעו השווקים, יחד עם הרגיעה שהשתררה בהם השנה. ואולם תנודתיות תיק היתרות, למרות היותה ברמתה הנמוכה בעשור, הייתה גבוהה מתנודתיות הסמן (0.57%); זאת כתוצאה מההשקעה במטבעות שאינם בנומרר, בנכסי המירווח ובמניות.

השנה, נוסף על העלייה בתוספת התשואה של תרומת הניהול הפעיל, השתפר הפיצוי של תוספת זו לרמת הסיכון שנלקחה. יחס ה-Information Ratio, המקובל לבחינת תרומת הניהול הפעיל ביחס לסיכון שנלקח לשם כך, היה גבוה מן הממוצע מאז שנת 2001, 2.26 לעומת 1.29, בהתאמה (איור 13). היחס הגבוה של מדד זה השנה מלמד כי התשואה העודפת הגבוהה השנה הושגה על רקע של יחס טוב יותר של תשואה לסיכון.

איור 13: יחס תרומת הניהול הפעיל לסטיית התקן שלה (Information Ratio),
2001 עד 2012



2. השוואת התשואה בתיק הדולר (לא כולל מניות)²² 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 2012. 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)²³ 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 עליהם²⁴. 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. 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.

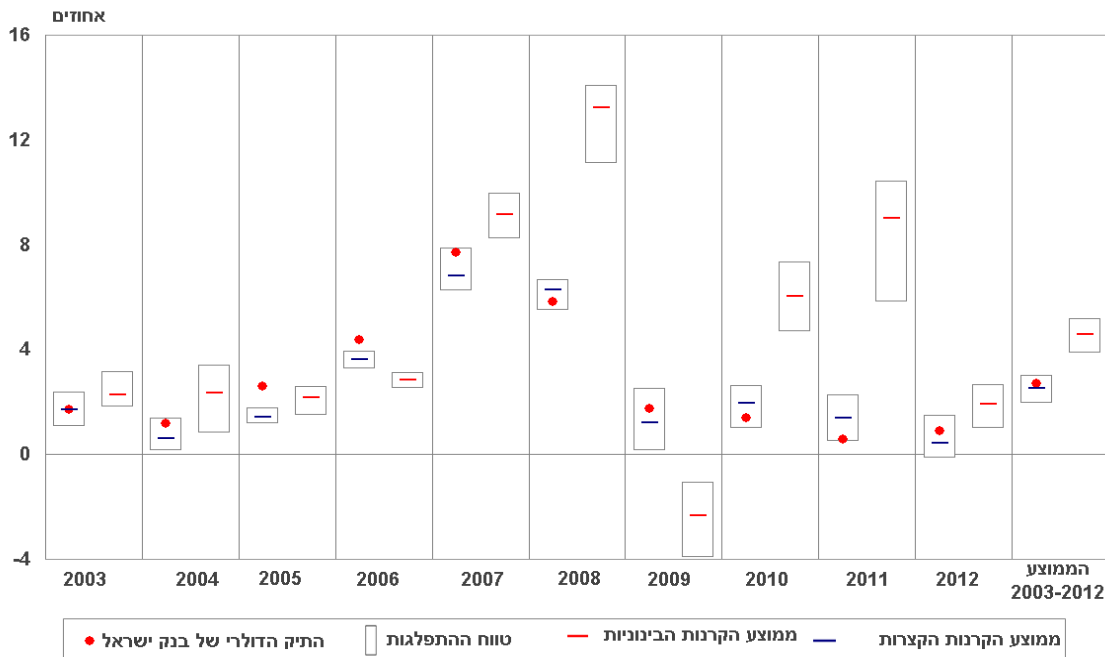
במשך שנות העשור האחרון, להוציא את שנת 2011, ביצועי תיק הדולר היו בתוך טווח ההתפלגות של תשואת הקרנות ה"קצרות", ולעיתים אף מעליו (איור 14). גם ב-2012 תשואת תיק הדולר של בנק ישראל נמצאה בתוך טווח התפלגות זה, והייתה גבוהה מממוצע התשואות של הקרנות ה"קצרות". זאת למרות האריכות הקצרה יחסית שבה התיק מוחזק, ועל אף רווחי הון אפסיים, תוצאת הישארותן של התשואות הדולריות ללא שינוי.

²² תיק הדולר המוצג בחישובים אלו אינו כולל את ההשקעה במניות. זאת מפני שהקרנות המוצגות לשם השוואה משקיעות באיגרות חוב ממשלתיות בלבד.

²³ ייתכן שבתוך אלה כלול גם רכיב של איגרות חוב קונצרניות – אפיק שבנק ישראל לא השקיע בו מעולם.

²⁴ בין היתר: ביצועי הקרנות הם בניכוי עמלה, המבטאת את עלות ההוצאות התפעוליות השוטפות, ואילו ביצועי תיק הדולר של יתרות בנק ישראל מדווחים ללא ניכוי הוצאות מסוג זה.

איור 14: התפלגות התשואות השנתיות של מנהלי קרנות בשוק האמריקאי, 2003 עד 2012

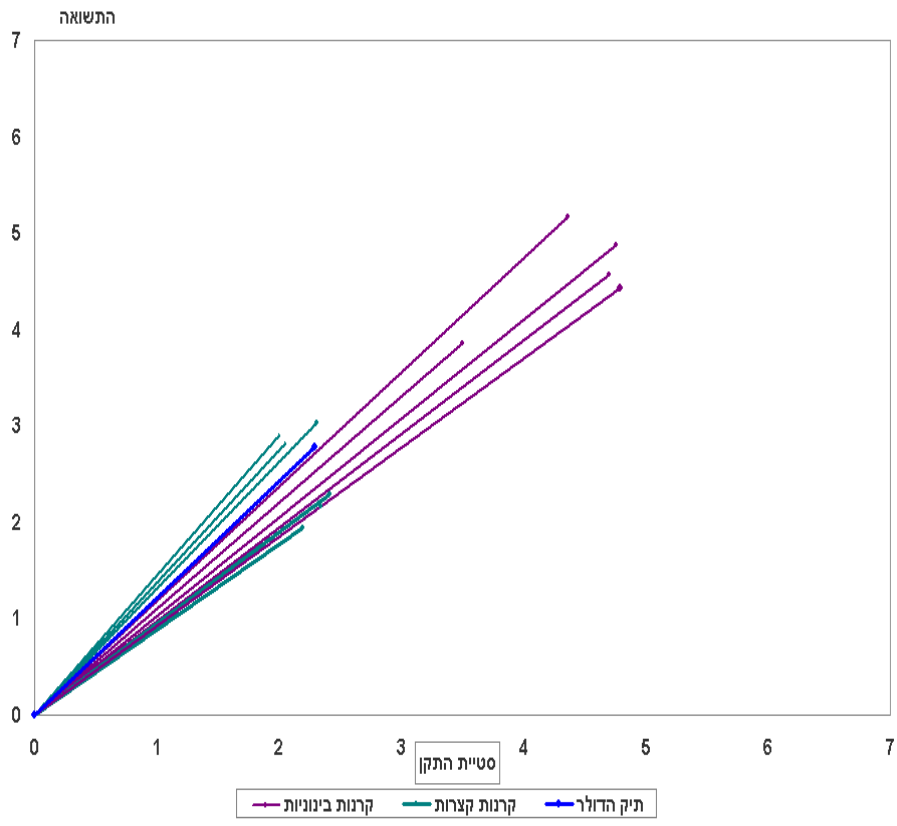


– טווח ההתפלגות של תשואת הקרנות הבינוניות גבוה רק במקצת מזה של הקרנות הקצרות – תוצאת צורתו השטוחה יחסית של העקום הדולרי – כך שגם החזקת איגרות חוב ארוכות יותר לאורך השנה לא הייתה מניבה בהכרח תשואה גבוהה משמעותית. סיבה נוספת לטווח ההתפלגות הנמוך היא העדר שינויים משמעותיים בעקום התשואות הדולרי במהלך השנה.

בממוצע על פני השנים ביצוע תיק הדולר של בנק ישראל שווה לממוצע ביצועיהן של הקרנות הקצרות – כנראה מפני הדמיון בינו לבינם באריכות הממוצעת על פני השנים. 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. מצב זה תומך בבחירה 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 2003 (איור 15) 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. בהשוואה לקרנות הקצרות תיק הדולר ממוקם באמצע הרשימה; זאת לעומת שנים קודמות שבהן יחס התשואה לסיכון של תיק הדולר בלט לטובה. עובדה זו משקפת את ההשפעה המצטברת של קיצור אריכות התיק בעקבות המשבר.

איור 15: תיק הדולר לעומת קרנות בשוק האמריקאי – התשואה והסיכון, 2003 עד 2012
 (אחוזים, במונחים שנתיים)



נספח 1: מונחים

איגרות חוב הנמכרות בשווקים הפיננסיים שמחוץ לארץ של המטבע שבו הן נקובות.	Eurobonds
איגרות חוב המגובות במשכנתאות, המונפקות על ידי ה-Government National Mortgage Association, בערבות מלאה של ממשלת ארה"ב.	GNMA
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.	Repo, reverse repo
קיצור של Treasury Inflation-Protected Security, איגרת חוב של ממשלת ארה"ב הצמודה למדד המחירים לצרכן.	TIPS
היחס בין שינוי קטן בערך של מכשיר חוב, כאחוז מערכו הקודם, ובין השינוי בתשואה-לפדיון (בסימן ההפוך) של המכשיר. האריכות נמדדת ביחידות זמן. מונח נרדף: מח"ם.	אריכות modified duration
האריכות הממוצעת של תיק מכשירי חוב (שהאריכות של כל נכס בתוכו משוקללת לפי משקלו בתיק) היא המדד המקובל לאמידת סיכון הריבית של התיק.	אריכות של תיק, portfolio duration,
נכסים פיננסיים, המונפקים על ידי גורמים זרים, הנקובים במטבע חוץ (לרבות זהב), והם בבעלות ובשליטה הבלעדית של הבנק המרכזי ואינם משועבדים בכל דרך שהיא.	יתרות מטבע חוץ foreign currency reserves
שיעור התשואה המתקבל כשהערכים השוטפים של כל הנכסים המוכפלים בשערי ההמרה השוטפים של מטבע או של מסוים.	מונחי מטבע (למשל מונחי דולרים) currency terms (e.g. US dollar terms)

הסכם לקנות או למכור נכס מסוג מסוים, כגון מטבע חוץ, בעתיד במחיר ובתאריך ידועים מראש.	חוזה עתידי forward
ההפרש בין התשואות-לפדיון של איגרת חוב ממשלתית ובין הריבית הקבועה שצד אחד משלם לשני בעסקת החלף ריבית לתקופה דומה.	מירווח החלף swap spread
ההפרש בין התשואות-לפדיון של שני מכשירי חוב.	מירווח תשואה yield spread
איגרת חוב ללא קופון, הנמכרת בניכיון, שהטווח-לפירעון המקורי שלה קצר משנה.	נייר ערך מסחרי commercial paper (CP)
ההרכב המטבעי שנקבע כסמן לתיק היתרות. ראו פרק א'-1 לעיל.	נומרי numeraire
היכולת לממש נכסים ללא דיחוי וללא פגיעה בערכם.	נזילות liquidity
הערך של תכונה מסוימת של תיק כשהוא במצב של העדר סיכון.	ניטרלי neutral
נכס שאיננו בסמן (ע"ע). מירווח התשואה של נכס זה נמדד כהפרש בין התשואה לפדיון שלו לזו של נכס או סמן בעל מאפיינים דומים.	נכס מירווח spread asset
שיעור של 0.01 אחוז; חלק אחד מתוך עשרת אלפים.	נקודת בסיס basis point
מדד סטטיסטי למידת הפיזור של התפלגות סביב התוחלת שלה, המשמשת לעתים קרובות קנה מידה להיקף החשיפה לאי-ודאות. ע"ע תנודתיות.	סטיית תקן standard deviation
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.	סיכון אשראי credit risk

סיכון מטבעי currency risk	החשיפה לאפשרות של הפסד כתוצאה משינויים בשערי החליפין.
סיכון משפטי legal risk	החשיפה לאפשרות של הפסד הנובע מניסוח החוזה, בטעות, שלא לטובת המשקיע.
סיכון ריבית interest-rate risk	החשיפה לאפשרות של הפסד כתוצאה משינויים בשיעורי הריבית או בתשואות-לפדיון.
סיכון תפעולי operational risk	החשיפה לאפשרות של הפסד בגלל כשל מערכות, טעויות אנוש וכדומה.
סמן benchmark portfolio	תיק היפותטי, הבנוי על פי כללים מוסכמים מראש, ומשמש קנה מידה להערכת ביצועיו של מנהל תיק השקעות ועוגן לניהול הסיכונים של התיק.
עסקה trade	הסכם להעביר או לשעבד את הבעלות על נכסים פיננסיים, כגון מטבע חוץ או נייר ערך.
עקום תשואות yield curve	סדרת תשואות לפדיון של איגרות חוב עם מועדי פירעון שונים, בעלות מאפיינים משותפים (כגון איגרות החוב של ממשלת מדינה מסוימת במטבע מקומי).
פוזיציה אסטרטגית strategic position	סטייה מכוונת במאפייני השקעת התיק לעומת הסמן, אשר מנוהלת באופן ארוך טווח.
שטר אוצר treasury bill, note or bond	איגרת חוב של ממשלת ארה"ב.
תיק חסר סיכון risk-free portfolio	תיק שבו לא נשקפים למשקיע לא הפסדים ולא רווחים.

<p>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.</p>	<p>תנודתיות volatility</p>
<p>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.</p>	<p>תשואה לפדיון yield to maturity</p>
<p>שיעור השינוי בערכו של נכס או תיק על פני תקופה מוגדרת.</p>	<p>תשואת החזקה holding-period rate of return</p>
<p>פיקדון בנק שהבעלות עליו ניתנת להעברה, ולכן הוא נסחר בשוק הכספים.</p>	<p>תעודת פיקדון סחירה certificate of deposit (CD)</p>

נספח 2: הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ

בבואה להתוות את הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של היתרות בהתאם לסעיף 40 (ב) לחוק בנק ישראל התשי"ע התבססה הוועדה המוניתרית על הקווים שנקבעו בבנק ישראל בעשורים האחרונים, יחד עם השינויים המתחייבים מן החוק החדש. קווים מנחים אלו מתאימים כל עוד רמת היתרות נמצאת בטווח הרצוי.

1. קווים מנחים בסיסיים, הנובעים מהמטרות של החזקת היתרות

מדיניות ההשקעה של תיק היתרות מושתתת על היעד המרכזי של השגת מטרותיו של בנק ישראל ומילוי נאות של תפקידיו, כפי שהם מפורטים בחוק בנק ישראל, ובכפוף לכך, על היעדים הבאים:

(א) 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 – הנומרו (3). (להלן).

(ב) ניהול היתרות ברמה גבוהה של נזילות, כלומר השקעת חלק הולם מהן בנכסים הניתנים למימוש מהיר, בסכומים גדולים, בהתרעה קצרה ובלי לפגוע בערך המימוש שלהם. רמת הנזילות המדויקת הדרושה מושפעת ממספר גורמים, ביניהם רמת היתרות בפועל ביחס לטווח רמתן הרצויה (4). (ו) (להלן).

(ג) השגת תשואת החזקה נאותה על תיק היתרות, ברמת סיכון מקובלת, כל עוד הדבר אינו פוגע בהשגת היעדים הקודמים (4). (להלן).

2. חלוקת העבודה בין הוועדה המוניתרית לבין ועדת מט"ח וחטיבת השווקים

בבואה ליישם את סעיף 40 (ב) לחוק בנק ישראל, עשתה הוועדה הבחנה בין ההתוויה של הקווים המנחים והמעקב התקופתי לבין קביעת ההנחיות המפורטות לניהול התיק וניהולו השוטף. מהבחנה זו נגזרה חלוקת התפקידים הבאה:

תפקידיה של הוועדה המוניתרית הם: (א) לאשר ולעדכן את הקווים המנחים, המוצגים במסמך זה, בהתייעצות עם שר האוצר כקבוע בחוק החדש; (ב) לאשר ולעדכן את חלוקת הסמכויות בנושא מדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ בינה לבין ועדת מט"ח ולבין חטיבת השווקים. הוועדה המוניתרית רשאית להאציל את סמכויותיה על ועדת מט"ח ועל חטיבת השווקים. (ג) לעקוב אחר יישום מדיניות ההשקעה על ידי החטיבה.

תפקידיה של ועדת מט"ח, שהיא ועדה פנימית של הבנק בראשות הנגיד, הוא לתרגם את הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ.

תפקידיה של חטיבת השווקים הם: (א) ליישם את מדיניות ההשקעה, בתוך דרגות החופש הניתנות לה על ידי הוועדה המוניתרית או ועדת מט"ח; (ב) לדווח לוועדה המוניתרית ולוועדת מט"ח, בתדירות רבעונית, על יישום המדיניות, לרבות ביצועי השקעת התיק והחלטות ההשקעה שהחטיבה קיבלה, וכן על התפתחויות בשווקים הבין-לאומיים והשלכותיהן על ניהול היתרות; (ג)

לייעץ לוועדת מט"ח ולוועדה המוניתרית במילוי תפקידיה שנמנו בפסקה הקודמת; זאת בין היתר, באמצעות ניירות עמדה והצעות לדיון בוועדה.

3. ההרכב המטבעי הניטרלי של היתרות והעקרונות לקביעתו

ההרכב המטבעי הניטרלי של היתרות – להלן הנומרו – הוא סל מטבעות, שעל העקרונות לקביעת הרכבו מחליטה הוועדה המוניתרית, כמפורט בהמשך. הנומרו משמש עוגן לניהול הסיכון המטבעי של היתרות. תשואת ההחזקה של תיק היתרות נמדדת במונחי הנומרו, כך שמנהלי תיק היתרות רואים בו הרכב מטבעי נטול-סיכון.

הרכב הנומרו נקבע על פי עקרונות המשקפים את המטרות של החזקת היתרות. הרכב זה ייבדק לפחות אחת לשנה, והחטיבה תעדכן אותו לפי עקרונות אלה, במידת הצורך. כיום העקרונות שלפיהם נקבע הרכב הנומרו הם:

- (א) ההרכב המטבעי של היבוא בפועל ושל היבוא הצפוי בשעת חירום.
 - (ב) הרכב החוב החיצוני לטווח הקצר והבינוני.
 - (ג) ההרכב המטבעי של סך תיקי יתרות מטבע החוץ של הבנקים המרכזיים החברים בקרן המטבע הבין-לאומית, כפי שזה מדווח על ידי הקרן.
 - (ד) הערכות לגבי נזילותם של המטבעות השונים שניתן להשקיע בהם.
- הדגש שהושם על הגורמים השונים שנמנו לעיל עשוי להשתנות משנה לשנה, בהתאם לנסיבות במשק ובשווקים הגלובליים.

4. הכללים לניהול הסיכונים הפיננסיים של היתרות

מדיניות ההשקעה של היתרות מגדירה כללים לניהול הסיכונים הפיננסיים שלהן, לרבות כללים לבניית סמן היתרות וכללי ציות בתחומים שונים, כמפורט בהמשך. קיום הכללים אינו יעד בפני עצמו, אלא אמצעי להשגת היעדים שהוגדרו בסעיף 1 לקווים המנחים. ליעדים אלו יש להתאים את פרופיל הסיכון/תשואה שלפיו מושקע תיק היתרות. פרופיל זה נגזר (א) מהכללים המוגדרים בקווים מנחים; (ב) מהתנאים השוררים בשווקים הפיננסיים הגלובליים ובמשק העולמי; (ג) מגודל היתרות, בפרט מרמת היתרות בפועל ביחס לטווח רמתן הרצויה; (ד) מהמאפיינים וההסתברויות של תרחישים שונים, שההתממשות של אחד או יותר מהם תחייב מימוש של חלק ניכר מהיתרות.

הכללים והסיכונים העיקריים בניהול היתרות הם:

(א) ניהול לעומת סמן: השליטה במרבית מאפייני הסיכון הפיננסי של היתרות מעוגנת בניהול לעומת סמן (benchmark). הכללים לניהול הסיכונים הפיננסיים של היתרות גוזרים את ההרכב המטבעי של הסמן, את מאפייני סיכון המחיר שלו (כגון האריכות) בכל מטבע ואת סוגי הנכסים הכלולים בו מן הצורך להשקיע את היתרות בדיוק בהתאם לסמן; זאת כדי שהסמן יהיה, מבחינת מנהלי תיק היתרות, תיק נטול-סיכון.

(ב) הסיכון המטבעי: החשיפה המטבעית של היתרות נקבעת לפי:
1. הרכב הנומרי.

2. פוזיציות מטבעיות אסטרטגיות: בעקבות משברי החוב בארה"ב ובאירופה ובעקבות צפי בדבר מעבר של פעילות כלכלית למדינות באסיה, פוזרו היתרות, החל משנת 2010, בין מטבעות של מדינות מפותחות, נוסף על אלו המרכיבים את הנומרי. היקף הפוזיציות המטבעיות האסטרטגיות מוגבל ל-10%.

3. פוזיציות מטבעיות לטווח הקצר והבינוני (עד שלושה חודשים) המנוהלות במסגרת סטייה מותרת קטנה יותר, שאושרה על ידי הוועדה המוניטרית.

(ג) סיכון המחיר: רמת סיכון המחיר בכל תיק מטבעי, הנמדדת באמצעות אריכות התיק, נקבעת בגישת ה-shortfall. על פי גישה זו, נבחר סף מינימום של תשואת החזקה העתידית של התיק באופק תכנון מסוים. מאחר שאין וודאות לגבי תשואת החזקה העתידית של התיק, על סף זה להיות מושג ברמת בטחון מסוימת. הפרמטרים של השיטה כיום הם:
1. אופק התכנון – שנה;

2. תשואת החזקה המינימלית המקובלת על פני אותו אופק תכנון – 0%;

3. ההסתברות שתשואת החזקה בפועל תהיה גבוהה יותר מהמינימום שנקבע – 99%.

(ד) סיכון האשראי: סיכון האשראי הכרוך בניהול השוטף של תיק היתרות נשלט על ידי מערכת כללים ומכסות. כדי לשמור על כוח הקנייה של היתרות:

1. השקעה במטבעות של מדינות מותרת אם דירוג האשראי שלהן לפחות A.
2. השקעה באג"ח ו-CP בהנפקת ממשלות, או בערבות ממשלתית, מותרת אם דירוגן לפחות A.

3. מקסימום 10% ההשקעה באיגרות חוב של PSE (Public Sector Entity), מוגבלת ל-10%, וזאת רק באלה שדירוג האשראי שלהן הוא לפחות AA+.

4. ההשקעה באיגרות חוב ובפיקדונות של מוסדות כספיים בין-לאומיים מוגבלת ל-10% מהיתרות.

5. החשיפה של היתרות למערכת הבנקאית הבין-לאומית לא תעלה על 10% מסך היתרות, וזאת רק לבנקים שדירוג האשראי שלהם הוא לפחות A.

(ה) סיכון הנזילות :

כאמור, יש להשקיע חלק הולם מהיתרות בנכסים הניתנים למימוש בסכומים גדולים, בהתרעה קצרה ובלי לפגוע בערך המימוש שלהם. בפועל נקבעו הספים הבאים :

1. מינימום להשקעה בנכסים שניתן לממשם בתוך שבוע בלי לפגוע בערך מימושם - בהם איגרות חוב של ממשלת ארה"ב, גרמניה, צרפת והולנד.
2. מינימום להשקעה בנכסים שניתן לממשם בתוך חודש בלי לפגוע בערך מימושם - בהם, בנוסף על הנכסים שניתן לממש בתוך שבוע, גם פיקדונות, CD ו-R.Repo לפירעון עד חודש, CP, צמודי מדד, אירובונדס ארוכים משנה (Eurobonds) : איגרות חוב הנמכרות בשווקים הפיננסיים שמחוץ לארץ של המטבע שבו הן נקובות). כל אלה הן באירו והן בדולר.
3. מקסימום להשקעה בנכסים פחות נזילים: מנהלים חיצוניים, פיקדונות, CD ו-R.Repo לפירעון מאוחר משלושה חודשים ואג"ח מגובות במשכנתאות מסוג GNMA.

(ו) ניהול פעיל וכללי ציות :

תיק היתרות מנוהל בניהול פעיל במסגרת דרגות חופש מוגבלות ומוגדרות היטב. זאת, כל עוד מדיניות ההשקעה מקיימת את הקווים המנחים.

בחינתן הכללים לניהול הסיכונים, סוגי הנכסים המאושרים לשימוש בניהול יתרות הם :

1. איגרות חוב (כולל איגרות חוב בעלות ריבית קבועה, ריבית משתנה, איגרות חוב צמודות למדד ואיגרות חוב המגובות במשכנתאות).
2. תעודת פיקדון סחיר של בנקים – CD: Certificate of Deposit
3. פיקדונות לזמן קצוב – Deposit.
4. ניירות ערך מסחריים של מדינות – CP: Commercial Paper
5. מניות.
6. נגזרים שנכס הבסיס שלהם מותר להשקעה.

בנוסף מוטלות מגבלות מיוחדות :

1. במניות יושקעו, לכל היותר, 3% מתיק היתרות.
2. באיגרות חוב המגובות במשכנתאות (MBS) מסוג GNMA יושקעו, לכל היותר 5% מתיק היתרות.

5. הסיכונים הלא-פיננסיים הכרוכים בניהול היתרות

בקביעת מדיניות ההשקעה של היתרות יש להתחשב גם בחשיפה של הבנק ושל התיק לסיכונים הלא-פיננסיים השונים הכרוכים בהשקעת היתרות – סיכון המוניטין, הסיכון המשפטי, הסיכון הפוליטי, הסיכון התפעולי וכיוצא באלה.

6. מדידת התשואות והדיווח עליהן

היתרות מנוהלות בשקיפות ודיווחיות (accountability), ככל שהדבר עולה בקנה אחד עם ניהול תקין ומקצועי של התיק, ואינו עלול לפגוע במילוי תפקידי הבנק ובהשגת מטרותיו. הדיווח של החטיבה לוועדה (2. לעיל) כולל חישובי תשואות מתאימות לתקופות הרלוונטיות.