

כיצד מנהלים את יתרות מטבע החוץ?

בארי טאף - מחלקת מטבע חוץ

נאותה. המשברים שפרצו בשווקים המתעוררים בשנים האחרונות מעידים על החשיבות הגדולה שיש לרמה גבוהה של יתרות מטבע חוץ בעידן הגלובליזציה. חשוב לציין, כי היתרות אינן נחשבות כהון או כעושר של המדינה, אלא כמאגר של נזילות במטבע חוץ העומד לרשותה.

מהי התשתית המוסדית של ניהול היתרות?

בהתחשב ברמת הנזילות והסיכון הרצויים, הגדיר בנק ישראל פרמטרים פיננסיים מתאימים לתיק - ההרכב המטבעי, טווח הפירעון הממוצע (אריכות) וכד'. כן הוגדרו דרגות החופש לרמות הניהול השונות. מערכת ניהול

היתרות בנויה כך שתהליכי העבודה ותהליכי קבלת ההחלטות יענו על הדרישות של ניהול תקין. ההחלטות האסטרטגיות בתחום זה מתקבלות בוועדת מטבע חוץ - ועדה פנימית שבראשות הנגיד, המתיעצת עם ועדת משנה של הוועדה המייעצת לבנק ישראל. הניהול היומיומי הוא בידי ועדת ההשקעות של מחלקת מטבע חוץ, שבראשות מנהל המחלקה, והוועדה אוצלת סמכויות מוגדרות למנהלי התיקים שבחדר העסקאות. לצד כל אלה אימצה מחלקת מטבע חוץ מבנה ארגוני המתאים לניהול השקעות - מערכת הכוללת "משרד קדמי" (חדר עסקאות שבו מנהלי התיקים ועובדים אחרים קושרים עסקאות), "משרד אמצעי" (למדידת הסיכונים והערכות הביצוע), ו"משרד אחורי" (לביצוע העסקאות). כמובן, בכל השלבים מושם דגש חזק בתהליכי בקרה.

בבנק ישראל נבנתה תשתית רחבה ואיתנה לניהול השקעות: ניתוח שווקים, עבודה על רעיונות השקעה, חשיבה מתמדת על כללי השקעה, פיתוח מערכות מידע ועיבוד נתונים, תמיכה משפטית, הצגה חשבונאית ועוד. מחלקת מטבע חוץ, מרכזת תשתית זו בסיוען של מחלקות אחרות בבנק - מחלקת טכנולוגיית המידע, הלשכה המשפטית, החשבונות והביקורת הפנימית.

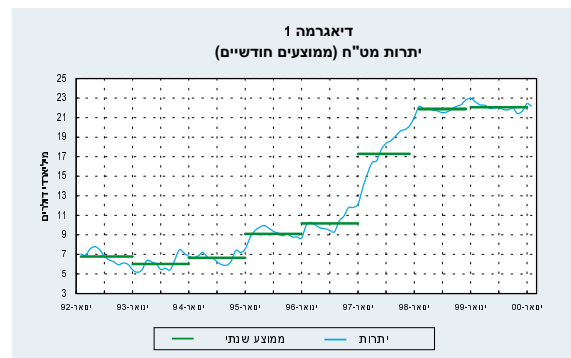
מי מנהל את יתרות מטבע החוץ, ובמה ניהול שונה מניהול תיקי השקעות אחרים?

מחלקת מטבע חוץ בבנק ישראל אחראית על ניהול יתרות מטבע החוץ - שהיקפן כיום כעשרים ושניים מיליארדי דולרים (דיאגרמה 1). המחלקה פועלת, בתחום זה, כמנהל תיק השקעות בדומה למוסדות פיננסיים שונים בעולם, אך בהבדל מהותי אחד: בנק ישראל מטיל על עצמו מגבלות ודפוסי התנהגות מיוחדים. בדומה לבנקים מרכזיים אחרים, שומר בנק ישראל על נזילות גבוהה ביותר, ועל רמת סיכון נמוכה מאוד בניהול היתרות, וזאת, תוך כדי שאיפה להשיג תשואה נאותה על התיק. חוק בנק ישראל (1954)

קובע מסגרת משפטית לניהול היתרות, ובעיקר את סוגי הנכסים שבהם מותר להשקיע. החוב החיצוני של הממשלה מנוהל על ידי משרד האוצר.

מהן מטרות הניהול?

המטרה בניהול היתרות היא, כאמור, אספקת נזילות במטבע חוץ, תוך נטילת סיכונים נמוכים והשגת תשואה נאותה. לא במקרה מושם הדגש בנזילות, שכן אי אפשר לדעת מתי יהיה צורך להשתמש ביתרות מטבע החוץ ובאילו סכומים. הואיל והמשק הישראלי פתוח לסחר בין-לאומי ולתנועות הון גדולות, הרי, כדי להבטיח יציבות כלכלית, חשוב לשמור על יתרות נזילות ברמה



מהם הסיכונים הטמונים בניהול היתרות,

וכיצד מתמודדים איתם?

בדומה לכל השקעה פיננסית אחרת, לא ניתן להימנע מהסיכונים הרבים שמאפיינים את השווקים הפיננסיים. גם המנהל השמרן והזהיר ביותר חשוף לסיכונים, שהחשובים שבהם הם סיכון האשראי, סיכון שער החליפין וסיכון הריבית. מנהל תיק גדול חייב להתמודד עם סיכונים נוספים - סיכון נכסי, סיכון נזילות, סיכון תפעולי וכו'.

חוק בנק ישראל מגביל את **סיכון האשראי** של היתרות, בקבעו שניתן להשקיע רק בפיקדונות בבנקים מסחריים ובניירות ערך ממשלתיים. לפיכך, על בנק ישראל לנהל את היתרות באופן שמרני. כיוון שהחוק עצמו מנוסח בצורה כללית מאוד, התווספה אליו במשך השנים פרשנות ונבנתה מערכת של נהלים וכללים פנימיים המנסה לתת תרגום אופרטיבי לרוח החוק.

סיכון שער החליפין מנוהל על ידי קביעת הרכב מטבעי ניטרלי של היתרות - "הנומראר" - שמטרתו לשמור על כוח הקנייה שלהן במונחי השימושים המקומיים ולכסות במידה מסויימת על החוב החיצוני של המשק. התרגום המעשי של כלל זה הוא סל של מטבעות המשקף את המבנה הגיאוגרפי של היבוא ואת ההרכב המטבעי של פירעון החובות של המשק לשנה הקרובה. בנוסף להחלטה על "הנומראר", נקבעה הסטייה המרבית המותרת ממנו.

סיכון הריבית נובע מהעובדה שערך השוק של תיק נכסים משתנה בהתאם לשינויי הריבית בשוק. כך, כשהריבית עולה, נגרמים הפסדי הון למי שמחזיק איגרות חוב, וכשהיא יורדת, נהנים מחזיקי איגרות החוב מרווחי הון. ככל שהתיק מושקע לתקופה ארוכה יותר, התנודה בערכו כתוצאה משינוי נתון בריבית גדולה יותר. טווח הפירעון הממוצע לתיק (אריכות התיק), נבחר בבנק ישראל על בסיס מחקר שבדק את ההפסד המרבי הצפוי באריכויות שונות. האריכות הנייטרלית שנבחרה לאור תוצאותיו של מחקר זה - 16 חודשים - והסטייה המותרת ממנה, מגבילות, בסיכוי גבוה, את הפסדי ההון האפשריים לרמה סבירה.

הניהול הפעיל של היתרות ותוצאותיו

נוסף על הגדרה הכללית של ההרכב המטבעי הניטרלי ושל האריכות הניטרלית, דרושה גם הגדרה של תיק נכסים ניטרלי, שהרכבו משקף את "מצב השוק"; תיק זה קרוי "סמן" להשקעות. מנהלי התיקים נוהגים

לסטות מההרכב המטבעי הנייטרלי כדי להגדיל את התשואה על התיק - אולם, בשל הסיכון הרב הגלום בשוקי המטבע, היקף הסטייה לא גדול. פעילות שכיחה יותר היא שינוי באריכות התיק יחסית לסמן כדי להפיק רווחי הון כתוצאה משינויים בשערי הריביות בעולם. נוסף על כך, בניהול היומיומי, עיקר הפעילות של מנהלי התיקים מופנה לבחירת הרכב הנכסים של התיק לעומת הרכב הסמן, כדי לנצל הפרשי תשואה בין הנכסים השונים.

מדידת התשואה של תיק רב-מטבעי במונחים של מטבע אחד היא שרירותית מבחינה כלכלית. כך למשל, נרשמו ב-1999 הוצאות על יתרות מטבע חוץ בהיקף של 79 מיליוני דולרים, המהווים תשואה של -0.6%, במונחי דולריים, אולם, התשואה במונחי אירו הייתה 15.3%. לכן, לפני שנים רבות החל בנק ישראל למדוד את התשואה על התיק במונחי "הנומראר" שהוגדר לעיל. במדידת תשואתו של התיק אין די כדי להעריך את טיב ניהולו. חלק הארי של תשואות התיק נובע מההחלטה האסטרטגית על הרכב תיק הסמן ומתנאי השוק, ולא מהחלטות הניהול הפעיל. כדי לבדוד את התרומה של הניהול הפעיל, יש להשוות את תשואת התיק בפועל לתשואת הסמן. תשואת הסמן בשנה מסויימת משקפת את המבנה ארוך הטווח של תיק היתרות ואת המגמות בשוק באותה השנה. לאורך זמן תשואת ה"סמן" הייתה תשואה ריאלית חיובית (דיאגרמה 2). הפער בין תשואת הסמן לבין התשואה - בפועל של התיק משקפת את תרומת הניהול. במשך השנים הושגה תוספת תשואה חיובית קטנה. בהתחשב באילוצים הרבים הכובלים את ניהול התיק וברמה הנמוכה של הסיכון המותר, סביר שהתוספת היא קטנה. האתגר לעתיד הוא המשך תוספת תשואה חיובית, דווקא על רקע תנודתיות השווקים, התפתחויות מדיניות ומקרו-כלכליות ואף משברים הפוקדים לעיתים את המשק העולמי.

