

פרק א'

השקעת יתרות מטבע החוץ¹

הרמה הממוצעת של יתרות מטבע החוץ של בנק ישראל בשנת 2004 הייתה כ-26 מיליארדי דולרים². היתרות מנוהלות לפי הוראות חוק בנק ישראל התשי"ד-1954 והפרשנות המשפטית שהתווספה לחוק במשך השנים, ועל פי מסגרת של כללים המבטאים את מאפייניו של הבנק ומשקפים את התפקידים שהיתרות ממלאות. בהתאם לכך, היתרות מושקעות באיגרות חוב נקובות במטבע חוץ של ממשלות זרות, או בערבות מלאה שלהן, ובפיקדונות מטבע חוץ בבנקים זרים מחוץ לישראל³. במסגרת ניהול היתרות הבנק רשאי לעשות עסקאות עם בנקים מחוץ לישראל ועם סוחרים שהם בנקים להשקעות ולהשתמש בנכסים נגזרים, כגון חוזים עתידיים, בתנאי שנכס הבסיס שלהם הוא נכס שהבנק מוסמך להחזיק. הבנק גם רשאי לבצע עסקאות במטבע חוץ עם מספר מצומצם של גורמים מקומיים, כגון הממשלה והתאגידים הבנקאיים.

תפקידהן של יתרות מטבע החוץ השתנו במשך השנים, בהתאם לשינויים בסביבה המקרו-כלכלית, לרבות במדיניות המוניטרית ובמדיניות שער החליפין. כיום הם משני סוגים: (1) שימושים אפשריים ביתרות, דהיינו האפשרות למכור אותן (תמורת שקלים) או להלוות אותן; השימוש העיקרי הוא מכירת מטבע חוץ לממשלה לצורך שירות חובותיה. (2) תועלות למשק, הנובעות מעצם העובדה שיש למדינת ישראל יתרות מטבע חוץ בהיקף מסוים. התועלות העיקריות הן הקטנת ההסתברות למשבר בשוק מטבע החוץ בישראל ושיפור מעמדה בסביבה הפיננסית הבין-לאומית. תפקידי היתרות משמשים בסיס הן לקביעת רמתן הרצויה והן להגדרת מדיניות ההשקעה שלפיה מנוהל תיק היתרות.

ניהול תיק היתרות בהתאם למדיניות ההשקעה הנגזרת מתפקידיהן של היתרות מעוגן בניהול התיק לעומת סמן - תיק וירטואלי בר-השקעה, הבנוי מנכסים שונים על פי כללים שקובעים את ההרכב המטבעי שלו, את האריכות שלו בכל מטבע, את סוגי הנכסים הכלולים בו ואת פיזור הנכסים האלה על פני עקום התשואה. ניהולו של תיק היתרות לעומת סמן ממלא שלושה תפקידים: הסמן משמש "תיק חסר סיכון"; תשואת הסמן מספקת קנה מידה להערכת התשואה המתקבלת מהשקעת היתרות; המגבלות על הסטיות המותרות מהסמן מגדירות את דרגות

1 בנספח א'-1 מובאים הסברים והגדרות לשורה של מונחים שבהם נעשה שימוש בפרק זה. בפעם הראשונה שכל מונח כזה מופיע בגוף הספר הוא מודפס באותיות נטיות. היבטים שונים של ניהול יתרות מטבע החוץ נדונו בחלק א' של הדוחות השנתיים של מחלקת מטבע חוץ בשנים קודמות. דוחות אלו מפורסמים באתר בנק ישראל www.bankisrael.gov.il.

2 הרמה הממוצעת של היתרות בדוח זה מחושבת על בסיס נתונים יומיים של היתרות המשוערכות בערך שוק מלא; כל תשואות ההחזקה בדוח הן במונחי נומרר, אלא אם כן צוין אחרת.

3 על פי החוק, ניתן להחזיק במסגרת היתרות גם זהב, אבל זה כמה שנים אין עושים כן, משיקולים של כדאיות כלכלית.

החופש לניהול פעיל של תיק היתרות, הנוגעות בעיקר לסיכון המטבעי ולאיתו חלק של סיכון הריבית הנמדד על ידי אריכות.

תשואת ההחזקה של היתרות במונחי נומרר הסתכמה בשנת 2004 ב-1.7%, לעומת 2.2% אשתקד. תשואה זו משקפת את התנהלותן של התשואות-לפדיון ברמות נמוכות לאורך השנה הנסקרת בשוקי ההון שהיתרות מושקעות בהם וכן הפסדי הון כתוצאה מעליות של רמת התשואות-לפדיון במהלך השנה. תשואת ההחזקה במונחי שקלים הסתכמה השנה ב-1.8%, לאחר תשואה שלילית של 1.3% בשנת 2003, ושיקפה את השפעת היחלשות השקל לעומת המטבעות הלא-דולריים שהיתרות מושקעות בהם, אשר התקווה בקירוב על ידי התחזקותו לעומת הדולר.

השנה תשואת ההחזקה של היתרות הייתה גבוהה ב-3 נקודות בסיס מתשואת הסמן, פער המבטא, כאמור, את תרומת הניהול של התיק. התשואה של היתרות מושפעת במידה רבה מהרכב הסמן של התיק, וזאת מפני שהיקף הקטן-יחסית של הסיכון המנוהל בתיק, סיכון הנובע מן הסטיות מהסמן. מאמץ ניכר מושקע בשנים האחרונות בהחלטות על הקצאת הנכסים בתיק בהרכב שונה מזה של הסמן ובהחלטות על בחירת נכסים שאינם בסמן לתיק היתרות. לעומת זאת פחת בשנים האחרונות היקף הפוזיציות בתחום ניהול האריכות והניהול המטבעי, בהתאם למדיניות של הקטנת החשיפה בתחומים אלו.

התרומה של ההחלטות בתחום בחירת הנכסים, שהוא מרכיבי פער התשואה לעומת הסמן, הסתכמה השנה ב-9 נקודות בסיס. עיקר התרומה נבע מהשקעה באיגרות חוב מסוג Eurobonds (כ-6 נקודות בסיס) ובאיגרות חוב מגובות במשכנתאות מסוג GNMA (כנקודת בסיס אחת) ומפעילות של השאלת ניירות ערך (כ-2 נקודות בסיס). תרומתו של הניהול המטבעי הסתכמה בכ-2 נקודות בסיס, ואילו תרומתו של ניהול סיכון הריבית (האריכות והפיוור) הייתה שלילית בהיקף של 6 נקודות בסיס.

החשיפה של היתרות למערכת הבנקאות השנה הייתה בממוצע בהיקף של 19% מהיתרות. חלק ניכר ממנה נוצל במסגרת פעילות ההשאלה של ניירות הערך, פעילות שאופק ההשקעה בה קצר מאוד; חלק נוסף משקף השקעה בפיקדונות לזמן קצוב במטרה ליהנות ממירווח התשואה שלהם מעל איגרות חוב ממשלתיות העומדות לפירעון במועד דומה (מירווח ה-TED). החשיפה מנוהלת על פי מערכת של מכסות וכללים, שהיא חלק מרכזי במערך הניהול של סיכון האשראי בתיק.

רמת הנזילות של היתרות, האומדת את חלק התיק שניתן לממש במהירות וללא פגיעה בערכו, גבוהה מאוד: כ-85% מתיק היתרות מושקעים בנכסים בעלי נזילות גבוהה, והשאר - בנכסים שניזילותם נמוכה יותר. בהתחשב במטרות של החזקת היתרות, נראה כי רמת הנזילות מספקת. רמת הנזילות הגבוהה של תיק היתרות נובעת מחוק בנק ישראל וממדיניות ההשקעה הנגזרת מרוח החוק, אשר מכתיבים גישה שמרנית לניהול הסיכונים הפיננסיים, וכן משיקולי כדאיות כלכלית, אשר לאורם ניצול דרגות החופש להשקעה בנכסים שניזילותם נמוכה הוא, בשנים האחרונות, חלקי בלבד.

1. רמת היתרות ומסגרת ניהולן

יתרות מטבע החוץ של ישראל מנוהלות בכפיפות לחוק בנק ישראל התשי"ד-1954 ולפרשנות המשפטית שהתווספה עליו במשך השנים. 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 נוטה תמיד לפעול על פי מדיניות שמרנית, המתחייבת מרוח החוק. כדי להתאים את ניהול היתרות לסביבה המקרו-כלכלית והפיננסית המשתנה, נבנתה במהלך השנים מסגרת של כללים, המבטאים את מאפייניו של הבנק ומגבילים 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 יעד 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 לא-פיננסיים, כגון הסיכון התפעולי והסיכון המשפטי.

א. רמת היתרות

(1) רמת היתרות בפועל

יתרות מטבע החוץ הסתכמו בסוף שנת 2004 ב-26,631 מיליוני דולרים, עלייה של 843 מיליונים לעומת סוף השנה הקודמת. רמתן הממוצעת של היתרות הייתה בשנת 2004 כ-26 מיליארדי דולרים, גבוהה בכ-2 מיליארדים מרמתן בשלוש השנים הקודמות (דיאגרמה א'-1). עלייה זו נבעה בעיקרה מגיוס הון של ממשלת ישראל, אך גם מהתחזקות המטבעות הלא-דולריים, שחלק מהיתרות מושקע בהם, ומהכנסות שהניב ניהול היתרות, והיא קוזה חלקית על ידי ירידה של פיקדונות הבנקים בבנק ישראל. היתרות אמנם גדלו, אך לא נרשמה עלייה משמעותית ביחס בינן לבין מצרפים אחרים במשק, שבהשוואה אליהם מקובל לבחון את רמתן - היבוא, החוב החיצוני, הנכסים השקליים הלא-צמודים שבידי הציבור (M2) והתמ"ג (לוח א'-1). העלייה ביתרות של ישראל במהלך 2004 הייתה רק בשיעור מתון, 3.3% במונחי דולר, בעוד שסך היתרות של המדינות החברות בקרן המטבע (לא כולל זהב) עלה ב-15.6% על פני עשרת החודשים הראשונים של השנה.

(2) הרמה הרצויה של היתרות⁴

בנק ישראל מחזיק יתרות מטבע חוץ כדי שתהיינה זמינות לשימוש (כלומר להעברה לגוף אחר תמורת שקלים או התחייבות כספית) בעת הצורך, וגם במטרה להשיג תועלות למשק, הנובעות מעצם העובדה שיש למדינה יתרות מטבע חוץ בהיקף מסוים. הרמה הרצויה של היתרות לצורך השגת התועלות האלה אינה מתווספת על זו הנגזרת מהשימושים, אלא חופפת לה.

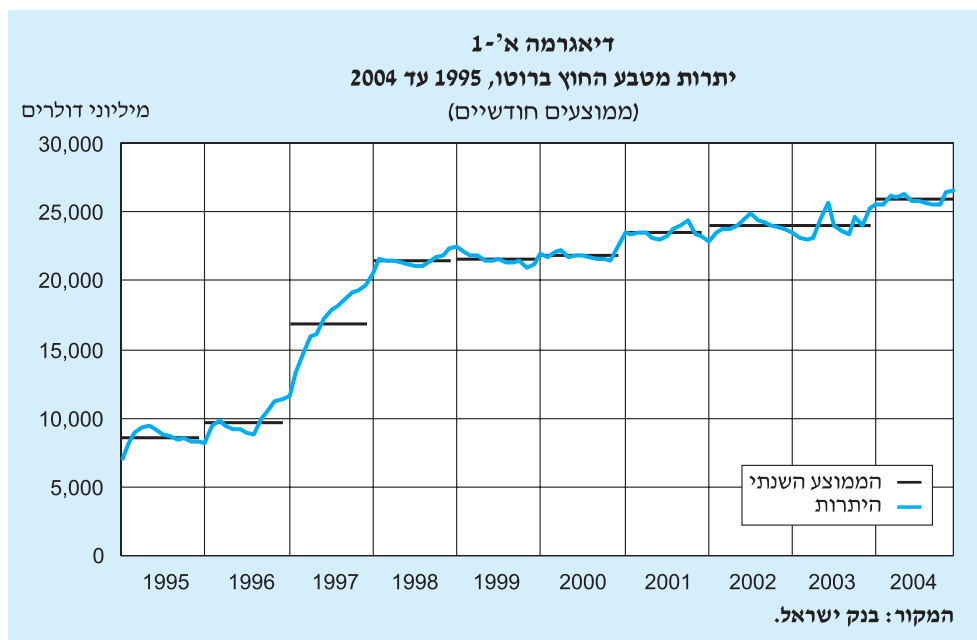
4 דיון מורחב בסוגיית המטרות שלשם השגתן בנק ישראל מחזיק יתרות מטבע חוץ וברמה הרצויה של היתרות הנגזרת מהמטרות יוכל הקורא למצוא בפרק א'-1 של דוח מחלקת מטבע חוץ לשנת 2003.

יתרות מטבע החוץ של ישראל מנוהלות בכפיפות לחוק בנק ישראל התשי"ד-1954 ולפרשנות המשפטית שלו, ועל פי כללים שמבטאים מדיניות שמרנית המתחייבת מרוח החוק, ומגבילים את חשיפת היתרות לסיכונים פיננסיים.

הרמה הממוצעת של היתרות הייתה בשנת 2004 כ-26 מיליארדי דולרים, גבוהה בכ-2 מיליארדים מרמתן בשלוש השנים הקודמות.

בנק ישראל מחזיק יתרות מטבע חוץ כדי שתהיינה זמינות לשימוש בעת הצורך, וגם במטרה להשיג תועלות למשק, הנובעות מעצם העובדה שיש למדינה יתרות בהיקף מסוים.

בנק ישראל, מחלקת מטבע חוץ, דין וחשבון 2004



לוח א'-1 היתרות ורמתן יחסית למצרפים שונים, 1994 עד 2004						
השנה	היתרה הממוצעת ¹	היבוא	החוב החיצוני ברוטו	החוב החיצוני לטווח קצר	הלא-צמודים (M2)	הנכסים השקליים התוצר המקומי גולמי
	(מיליוני דולרים)	(חודשים)			(אחוזים)	
1994	6,151	2.17	14	31	35	8
1995	8,594	2.59	17	39	37	10
1996	9,665	2.71	18	43	35	10
1997	16,797	4.66	29	73	52	16
1998	21,392	6.03	35	86	61	21
1999	21,718	5.42	33	82	55	21
2000	21,854	4.58	32	77	46	19
2001	23,523	5.66	34	81	43	21
2002	23,943	5.72	34	79	48	23
2003	24,002	5.66	33	79	46	22
2004	25,908	5.33	34	86	47	22

(1) ממוצע על פי נתונים יומיים של יתרות משוערכות.
המקור: בנק ישראל, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ודיווחי המוסדות הבנקאיים.

השימושים של היתרות מתחלקים לשימושים של ממשלת ישראל, אשר לשמם בנק ישראל עשוי למכור לה מטבע חוץ, ושימושים מיוחדים של בנק ישראל. השימושים של הממשלה הם בעיקר שירות חובותיה הנקובים במטבע חוץ והוצאות חריגות על יבוא סחורות ושירותים בשעת חירום. רמת היתרות הרצויה לצורך שימושים אלה נקבעה לפי סך כל שירות החוב הממשלתי במטבע חוץ (קרן וריבית, ללא היוון) לחמש השנים הקרובות, וסכום נוסף מוחזק כעתודה לאירועים חריגים, בהיקף של 5% מהיבוא השנתי. בתחילת 2005 סכומים אלה הם 18.5 מיליארדי דולרים ו-2.8 מיליארדים, בהתאמה. שימושים מיוחדים של בנק ישראל הם: (1) פעילות בעת משבר פיננסי - כגון משבר חמור בשוק מטבע החוץ של ישראל, עד כדי התמוטטות מנגנון השוק, או סכנה ליציבות הפיננסית של מערכת הבנקאות הישראלית, עקב קשיי נזילות זמניים במטבע חוץ של מוסד בנקאי; (2) ניהול המדיניות המוניטרית בדרך של הזרמת נזילות למערכת המוניטרית (או שאיבת נזילות ממנה) על ידי התערבות לא-מעוקרת במסחר במטבע חוץ (nonsterilized intervention), בלי מטרה להביא את שער החליפין לרמה ספציפית כלשהי. רמת היתרות הרצויה כעתודה לפעילות זו נקבעה כפונקציה של היקף המסחר בשוק מטבע החוץ ושל היקף ההתחייבויות של מערכת הבנקאות הישראלית במטבע חוץ, והיא עמדה בתחילת 2005 על 12.9 מיליארדי דולרים. מכאן שרמת היתרות הדרושה כדי שתהיינה זמינות לשימוש היא כ-34 מיליארדי דולרים - סכום העולה במידה ניכרת על גודל היתרות כיום. מכאן ניתן להסיק שעלייה ברמת היתרות תתקבל בברכה. עם זאת חשוב לציין, שבנק ישראל לא יתקרב לרמת היתרות הרצויה על ידי רכישה נטו של מטבע חוץ בשוק, אלא רק אם וכאשר צעד זה יעלה בקנה אחד עם צרכיה של מדיניות מוניטרית השומרת על יציבות מחירים. מן הראוי לציין גם שבנק ישראל לא התערב בשוק מטבע החוץ מאז יולי 1997 (למעט ימים בודדים סמוך לסוף 1997). התועלות למשק מעצם ההחזקה של יתרות מטבע חוץ, הניתנות לזיהוי על רקע הניסיון שהצטבר בעולם בעשור האחרון, הן הקטנת ההסתברות להתרחשות משבר בשוק מטבע החוץ הישראלי ושיפור מעמדה של ישראל בסביבה הפיננסית הבין-לאומית. אין דרך כלכלית ישירה לקביעת הסכום הדרוש לצורך זה, אולם ניתן לקבל אינדיקציות עקיפות לגביו בשיטות שונות. לפי מחקרים שבוצעו במחלקת מטבע חוץ בשנים קודמות, היקף היתרות הנגזר מהתועלות קטן מזה הנגזר מהשימושים. לכן לא נדרשת הגדלה של היתרות, מעבר לרמה הנגזרת מהשימושים, לצורך התאמה לרמת התועלות.

ב. מסגרת הניהול של היתרות

באותם תחומים שבהם הוא אינו מוגבל על ידי חוק בנק ישראל, הבנק פועל, כאמור, על פי מסגרת של כללים שנבנתה במהלך השנים. ההנחיות העיקריות לניהול חשיפת תיק היתרות לסיכונים שונים ודרגות החופש לפעילות שוטפת של מחלקת מטבע חוץ (להלן - מדיניות ההשקעה) נקבעות על ידי ועדת מטבע חוץ בראשות הנגיד. מחלקת מטבע חוץ מביאה הצעות לדיון בוועדה, ומדווחת לה על ביצועי התיק ועל החלטות השקעה שונות שקיבלה. בוועדת מטבע חוץ נסקרות גם ההתפתחויות השוטפות בשווקים הבין-לאומיים.

השימושים של הממשלה, אשר לשמם הבנק עשוי למכור לה מטבע חוץ, כוללים שירות חובות והוצאות חריגות על יבוא בשעת חירום.

שימושים של בנק ישראל כוללים פעילות בעת משבר פיננסי וניהול המדיניות המוניטרית.

התועלות למשק מעצם ההחזקה של יתרות מטבע חוץ הן הקטנת ההסתברות להתרחשות משבר בשוק מטבע החוץ הישראלי ושיפור מעמדה של ישראל בסביבה הפיננסית הבין-לאומית.

מדיניות ההשקעה של תיק היתרות נקבעת על ידי ועדת מטבע חוץ בראשות הנגיד.

מדיניות ההשקעה מושתתת על שלושה עקרונות:

• **שמירה על ערכן של היתרות במונחי השימושים שלהן**, כלומר על יכולת הבנק לספק מטבע חוץ עבור השימושים המיועדים של היתרות, 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**, כלומר השקעת מרביתן בנכסים הניתנים למימוש בסכומים גדולים ובהתרעה קצרה בלי לפגוע בערך המימוש שלהם. עיקרון זה מקבל ביטוי בעיקר במגבלות על סוגי הנכסים שבהם מותר להשקיע את היתרות. (מרבית המגבלות האלה נקבעו בחוק בנק ישראל ובפרשנות שהתווספה עליו, ומיעוטן – בהחלטות פנימיות של הבנק, התואמות את רוח החוק).

• **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). הסמן הוא תיק וירטואלי בר-השקעה, הבנוי מנכסים שונים על פי כללים ידועים שנקבעו כחלק ממדיניות ההשקעה של היתרות. 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. ניהולו של תיק היתרות לעומת סמן ממלא שלושה תפקידים חשובים: הסמן משמש תיק חסר סיכון עבור מחלקת מטבע חוץ, כשנראה כי לא כדאי לנהל פוזיציות; תשואת ההחזקה של הסמן מספקת להנהלת הבנק ולציבור אמת מידה להערכת התשואה שמשיגה המחלקה מהשקעת היתרות; קביעת מגבלות כמותיות לסטיות המותרות בין התיק לסמן מאפשרת להנהלת הבנק לשלוט בסיכונים הפיננסיים הכרוכים בניהול היתרות. המגבלות האלה, המגדירות את דרגות החופש לניהול פעיל של תיק היתרות, נוגעות בעיקר לסיכון המטבעי ולאותו חלק של סיכון הריבית הנמדד על ידי האריכות. השוואת התיק לסמן גם מאפשרת מעקב אחר סיכונים פיננסיים נוספים, שאין לגביהם מגבלות כמותיות, כגון אותו חלק של סיכון הריבית הנובע מהבדלים בפיזור על פני העקום.

הסמן הכולל של תיק היתרות בנוי ממספר סמנים, במטבעות שונים, שכל אחד מהם מיוצג בו על פי משקלו של המטבע בנומרי המטבעי. הרכב הנומרי המטבעי נקבע לפי ההרכב המטבעי של השימושים המיועדים ביתרות. אשר ליתרות המיועדות לשימושים של הממשלה – הגורמים הרלוונטיים הם ההרכב המטבעי של שירות החוב לחמש השנים הקרובות וההתפלגות הגיאוגרפית של היבוא. אשר ליתרות המיועדות לשימושים של הבנק המרכזי – נקבע להן הרכב על פי שיקולים כלכליים שונים, במטרה לשמור על ערכן במונחי השימושים המיועדים שלהן בטווח הארוך. (סוגיה זו טעונה בירור נוסף). מתחילת 2004 הנומרי מוגדר על בסיס כמויות קבועות של מטבעות, ולא על בסיס אחוזים קבועים, כפי שנעשה קודם לכן. הרקע להחלטה זו נדון בתיבה א'-1 של דוח המחלקה לשנת 2003. בניגוד לנומרי המטבעי, מבנה החשיפה של הסמן לסיכון הריבית בכל מטבע, כלומר אריכותו ופיזורו על העקום, אינו נגזר ממבנה החשיפה של שימושי היתרות באותו מטבע לסיכון ריבית, אלא מהמטרה להשיג תשואה מרבית, בכפיפות למגבלה על ההסתברות לקבל תשואה נמוכה מסף מסוים – גישת ה-shortfall.

המדיניות מושתתת על שלושה עקרונות: שמירה על ערכן של היתרות במונחי השימושים שלהן, רמה גבוהה של נזילות והשגת תשואה נאותה (בכפיפות לשני העקרונות הראשונים).

השליטה על מרבית מאפייני הסיכון הפיננסי של תיק היתרות מעוגנת בניהול תיק היתרות לעומת סמן.

לסמן שלושה תפקידים: הוא משמש "תיק חסר סיכון"; תשואתו מספקת קנה מידה להערכת התשואה על תיק היתרות; מגבלות על הסטיות המותרות ממנו מגדירות את דרגות החופש לניהול פעיל של התיק.

הרכב הנומרי המטבעי של היתרות נקבע לפי ההרכב המטבעי של השימושים המיועדים בהן.

מבנה החשיפה לסיכון הריבית נגזר מהמטרה להשיג תשואה מרבית, בכפיפות למגבלה על ההסתברות לקבל תשואה נמוכה מסף מסוים – גישת ה-shortfall.

בדוחות שנתיים של המחלקה לשנים 2000 עד 2003 ובתיבה א'-2 להלן. ההחלטה שלא לבסס את חשיפת היתרות לסיכון ריבית על השימושים של היתרות אלא על גישת ה-shortfall, נעוצה ברצון להימנע מלהגדיל משמעותית את אריכות היתרות - דבר שעלול להגביר במידה ניכרת גם את התנודתיות של רמתן (מה שעלול להפריע להשגת התועלות של החזקתן) וגם את התנודתיות של זרם ההכנסות מהן, שהוא רכיב חשוב ברווחי הבנק המועברים לממשלה.

בניגוד לסיכון המטבעי ולסיכון הריבית, הנשלטים, כאמור, על ידי ניהול היתרות מול סמן, סיכון האשראי מנוהל בעיקר על ידי מערכת של מכסות וכללים. מערכת זו מאפשרת שליטה על רמת החשיפה לסיכונים המוסדיים של מוסדות פיננסיים ומדינות. היא קובעת סף מינימלי לאיכות האשראי של המוסד הבודד וגם מבטיחה פיזור נאות בין מוסדות ומדינות, בהתאם לגודלם ולאיכות האשראי שלהם. לצד כלי זה משמשים כלים נוספים לניהול סיכון אשראי, כגון מגבלות כמותיות על החשיפה הכוללת של תיק היתרות למערכת הבנקאות העולמית ועל השקעת היתרות בנכסי מירווח - נכסים שאינם בסמן, אשר בחלק מהם כרוכה מידה פעוטה של סיכון אשראי.

בניהול היתרות בנק ישראל נוקט שיטת ניהול פעיל (ניהול פוזיציות), להבדיל מניהול סביל (חיקוי מדויק של הסמן). לפיכך תיק היתרות נבדל מהסמן, בדרך כלל, במידת חשיפתו לגורמי הסיכון השונים, כגון הסיכון המטבעי וסיכון הריבית. היקף הסטיות בין התיק לסמן מוגבל, כאמור, על ידי מערכת של כללים, שהיא חלק ממדיניות ההשקעה של היתרות. הערך המוסף של הניהול הפעיל מתבטא בפער התשואה והסיכון בין תיק היתרות לבין הסמן שלו, פער המנותח לפי רכיביו בפרק א'-3 להלן. החלטת הבנק בדבר ניהול פעיל מבוקר של היתרות נתמכת בראש ובראשונה בתרומתו של ניהול זה לתשואת התיק בעשור האחרון - כ-9 נקודות בסיס לשנה (לוח א'-2). לניהול הפעיל יתרונות נוספים: הוא מחייב את כל דרגי המחלקה לקיים רמה גבוהה של ערנות ועדכון לגבי ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים הבין-לאומיים - רמה שהיא ממילא רצויה מאוד לניהול אחראי של היתרות, וקשה לקיים אותה לאורך שנים ללא הדרבון של ניהול פעיל; הוא תורם להידוק הקשרים העסקיים של הבנק עם מוסדות פיננסיים בחו"ל, מה שתורם גם לאיכות הניהול של הבנק בזמן שגרה וגם ליכולתו להתמודד עם מצבי משבר מסוגים שונים; ככל הנראה, הוא גם משפר את איכות כוח האדם שהמחלקה יכולה לגייס, שכן היא מתחרה בכך עם גופים במגזר הפיננסי הפרטי.

סיכון האשראי של התיק מנוהל על ידי מערכת של מכסות וכללים.

בניהול היתרות בנק ישראל נוקט שיטת ניהול פעיל.

תיבה א'-1: השימוש בחוזים עתידיים בניהול היתרות

מועדית (forward) היא הסכם לקנות או למכור נכס מסוג מסוים, המכונה "נכס הבסיס", במחיר ובתאריך בעתיד הידועים מראש. כאשר הסכם כזה נקשר בנוסח אחיד דרך אחת הבורסות לחוזים עתידיים, הנמצאות במרכזים הפיננסיים הבין-לאומיים, הוא נקרא חוזה עתידי. בדרך כלל, חוזה עתידי הנסחר בבורסה מקנה יתרונות בולטים לעומת מועדית הנקשרת בדרך אחרת – בעיקר נזילות גבוהה ורמה נמוכה במיוחד של סיכון תפעולי ושל סיכון משפטי.

במסגרת ניהול היתרות בנק ישראל רשאי להשתמש בחוזים עתידיים, כמו בסוגים אחרים של נכסים נגזרים, בתנאי שנכס הבסיס הוא נכס שהבנק רשאי להחזיק – זהב, מטבע חוץ, איגרות חוב של ממשלות זרות (או בערבות מלאה שלהן) ופיקדונות בנקאיים במטבע חוץ. בהתאם לכך, חוזים עתידיים הנסחרים בבורסות, לקנייה או מכירה עתידית של חלק מנכסי ההשקעה שנמנו לעיל, משמשים שנים רבות בניהול היתרות.

חוזים עתידיים לא נכללים בהרכב הסמן, ולכן כל עסקה שנקשרה באמצעות חוזים עתידיים נועדה לפתיחת פוזיציה או סגירתה. הפוזיציות המנוהלות תוך שימוש בחוזים עתידיים הן בדרך כלל במישור סיכון הריבית של תיק היתרות, כגון שינוי אריכות התיק במטבע מסוים, צפי לגבי מירווח התשואות בין נקודות שונות בעקום התשואה או בין עקומי התשואה במטבעות שונים. לעתים, פוזיציות בחוזים עתידיים שייכות יותר למישור של בחירת נכסים; זאת כשפוזיציה בחוזים עתידיים מצורפת לנכס אחר כדי לשנות את מאפייניו (לדוגמה, כדי לקצר את האריכות של איגרת חוב) וכך ליצור מעין נכס סינתטי חדש.

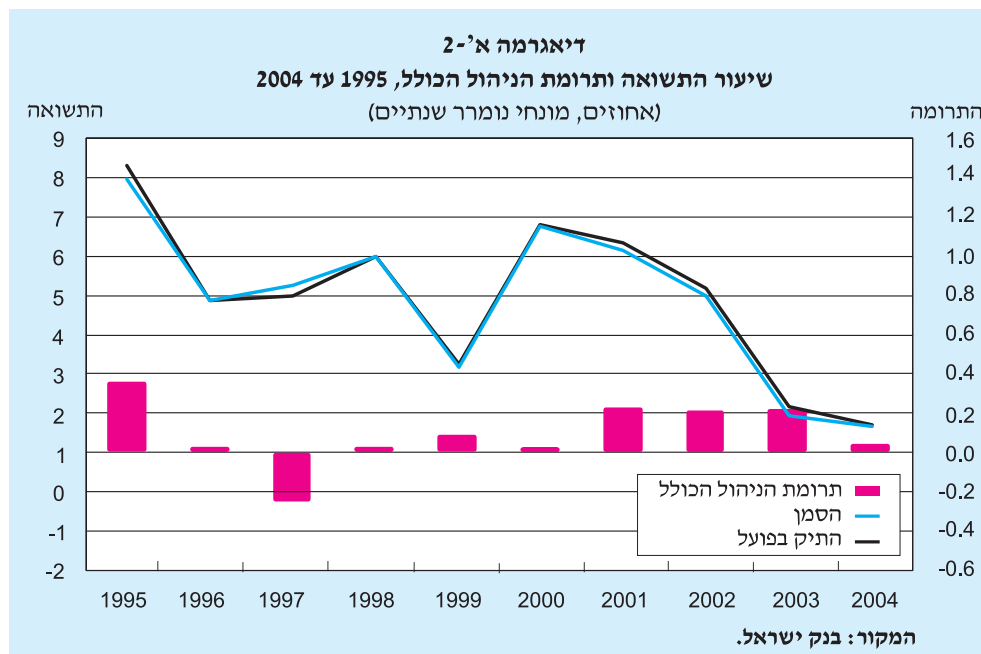
לניהול פוזיציות בחוזים עתידיים מספר מניעים: השוק שבו חוזה עתידי נסחר יכול להיות נזיל יותר ונגיש יותר מהשוק של נכס הבסיס; המעקב אחר רווחיות פוזיציה יכול להיות פשוט וסקוף יותר כשהיא מנוהלת באמצעות חוזים עתידיים; השימוש בחוזים עתידיים לניהול פוזיציות מאפשר חיקוי טוב יותר של הסמן בשאר תיק היתרות, וגם מצמצם את הוצאות העסקה. מעורבות המחלקה בשווקים לחוזים עתידיים גם מניבה יתרונות נלווים, כגון תוספת מקורות מידע ומיומנות מקצועית, העוזרים לה לתרום ייעוץ מועיל לדיונים בין-מחלקתיים בנושאים הקשורים ליתר תפקידי הבנק. החלטת הבנק להשתמש בחוזים עתידיים ככלי נוסף לניהול תיק היתרות משקפת את מחויבותו לנהל אותן במירב היעילות האפשרית בגבולותיה של מדיניות השקעה שמרנית, התואמת את לשון החוק ואת רוחו.

2. חשיפת היתרות לגורמי תשואה וסיכון

א. תשואת ההחזקה על תיק היתרות

סך כל תשואת ההחזקה של היתרות במונחי נומרר היה בשנה הנסקרת 1.7%, לעומת 2.2% ב-2003 ו-4.9%, בממוצע, בשנים 1995 עד 2004 (לוח א'-2 ודיאגרמה א'-2). תשואת ההחזקה של יתרות מטבע החוץ מוערכת בבנק ישראל, בדרך כלל, במונחי הרכב מטבעי ניטרלי - הנומראר - המחושב לפי השימושים המיועדים של היתרות, כפי שתואר לעיל.

תשואת ההחזקה של
היתרות במונחי נומרר
הייתה בשנה הנסקרת
1.7%, לעומת 2.2% ב-2003
ו-4.9%, בממוצע, בשנים
1995 עד 2004.



תשואת ההחזקה של התיק במונחי שקלים הסתכמה השנה ב-1.8%, לאחר 1.3% בשנת 2003 ו-17.8% בשנת 2002. התשואה במונחי שקלים בשנת 2004 משקפת התחזקות של השקל לעומת הדולר של ארה"ב, בהמשך למגמה שתחילתה ב-2002, אשר התקווה בקירוב על ידי היחלשות השקל לעומת מטבעות ההשקעה האחרים של היתרות. בעשור האחרון הסתכמה תשואת ההחזקה במונחי שקלים ב-8.9% לשנה, ובניכוי עליית המחירים המקומיים שהייתה בתקופה זו - ב-4.5% לשנה.

ב. הגורמים המשפיעים על תשואת ההחזקה

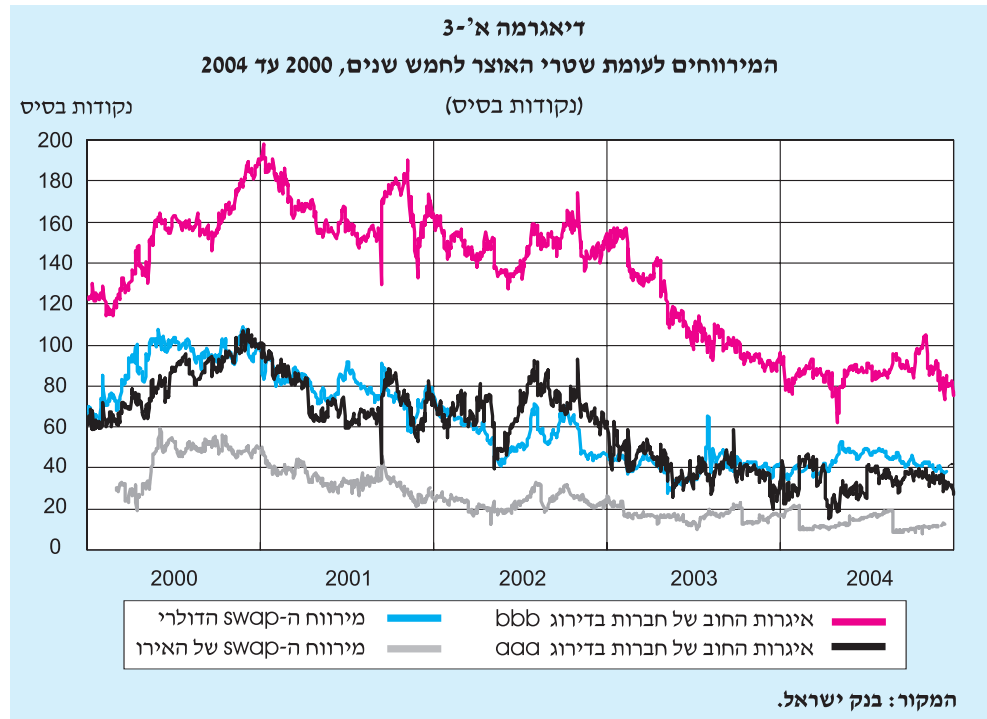
תשואת ההחזקה של תיק היתרות מושפעת משלושה גורמים עיקריים: ההתפתחויות בשווקים הפיננסיים; החלטות ההשקעה ארוכות הטווח לגבי הרכב המטבעי, האריכות, ההרכב הנכסי והפיזור על פני עקום התשואה - החלטות הבאות לידי ביטוי במבנה הסמן של התיק; הניהול השוטף של התיק, לרבות הניהול הפעיל (ההחלטות על סטיות מהסמן). בהינתן ההתפתחויות בשווקים, הרכב הסמן הוא הגורם המכריע בקביעת תשואת ההחזקה של התיק, משום שהיקף הסטיות של הרכב התיק מהרכב הסמן הוא קטן יחסית.

שלושה גורמים עיקריים
משפיעים על תשואת
התיק: ההתפתחויות
בשווקים הפיננסיים,
ההחלטות ארוכות הטווח
לגבי במבנה הסמן והניהול
השוטף של התיק, לרבות
הניהול הפעיל.

לוח א'-2
ביצועי התיק בפועל לעומת הסמן, 1995 עד 2004
 (אחוזים, מונחים שנתיים)

השנה	התיק בפועל	הסמן	סך הכול	ניהול מטבעי	תוספת התשואה			
					פוזיציות בין שווקים	החלטה אסטרטגית להשקיע ב-GNMA	בחירת נכסים	פוזיציות פיזור ותדירות אחרות
1995								
התשואה	8.31	7.94	0.35	0.35	0.35	-0.10	0.26	
סטיית התקן	0.56	0.56	0.10	0.24	0.19	0.05		
1996								
התשואה	4.87	4.86	-0.01	0.01	0.03	-0.11	0.20	-0.09
סטיית התקן	0.70	0.59	0.10	0.23	0.05	0.16	0.08	0.03
1997								
התשואה	4.99	5.24	-0.26	-0.24	0.03	-0.17	0.18	-0.01
סטיית התקן	0.44	0.49	0.08	0.16	0.02	0.09	0.07	0.02
1998								
התשואה	6.00	5.99	0.00	0.01	-0.03	0.01	0.10	-0.07
סטיית התקן	0.63	0.69	0.03	0.08	0.06	0.02	0.05	0.02
1999								
התשואה	3.26	3.17	0.02	0.08	0.03	-0.06	0.05	0.05
סטיית התקן	0.66	0.60	0.02	0.13	0.05		0.08	
2000								
התשואה	6.79	6.78	-0.15	0.01	-0.04	0.00	0.19	0.01
סטיית התקן	0.89	0.86	0.06	0.11	0.03		0.02	
2001								
התשואה	6.35	6.13	0.00	0.22	-0.05	-0.01	0.23	-0.01
סטיית התקן	1.44	1.36	0.03	0.20	0.04	0.04	0.09	0.00
2002								
התשואה	5.18	4.98	0.03	0.20	0.00	-0.02	0.20	-0.01
סטיית התקן	1.32	1.41	0.04	0.17		0.05		
2003								
התשואה	2.15	1.94	0.04	0.21	-0.01	-0.02	0.19	0.00
סטיית התקן	0.81	0.79		0.09			0.02	
2004								
התשואה	1.70	1.67	0.02	0.03	-0.01	-	0.11	-0.02
סטיית התקן	0.73	0.73		0.06			-0.05	
2004-1995								
התשואה	4.94	4.85	0.00	0.09	-0.01	-0.02	0.14	-0.02

1) 5.5 נקודות בסיס מתוך סך כל הניהול הנכסי והאריכות אינן כלולות במרכיבים המופיעים בלוח בהתייחס לשנה זו.
 המקור: בנק ישראל.



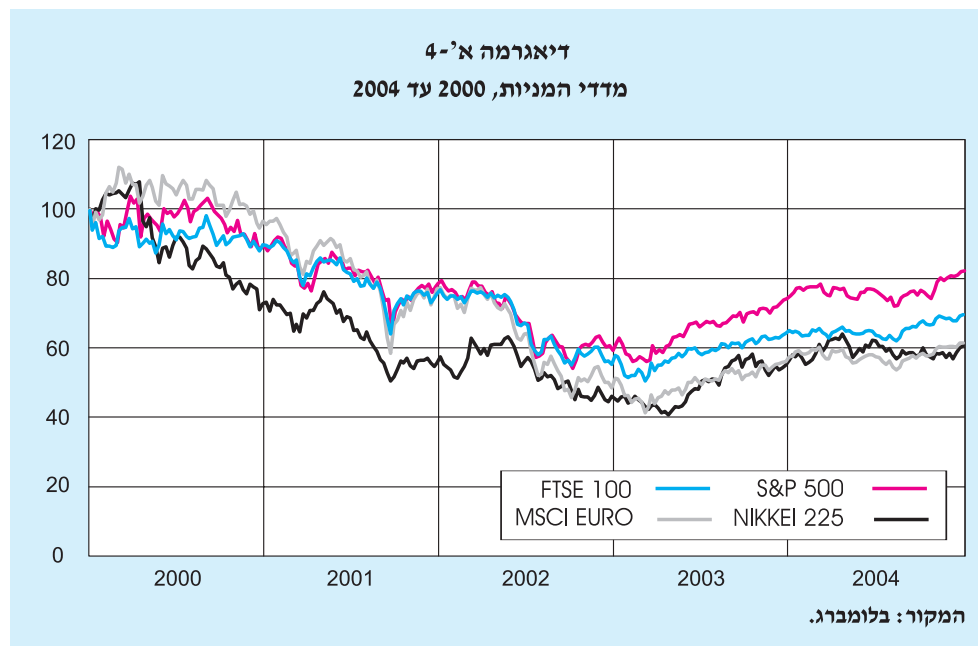
(1) ההתפתחויות במשק העולמי ובשווקים הפיננסיים

בשנת 2004 היה קצב הצמיחה במדינות המתועשות העיקריות גבוה יותר מאשר בשנתיים הקודמות. רמות צמיחה גבוהות במיוחד נרשמו בצפון אמריקה, בבריטניה וביפן. באזור האירו קצב הצמיחה היה נמוך יותר מאשר באזורים אחרים של העולם המפותח, אבל עלה לעומת רמתו הנמוכה בשנתיים האחרונות. בה בעת, רמת האינפלציה נשארה נמוכה ויציבה ברוב המדינות המתועשות. בארה"ב היא עלתה מעט, אך נשארה בתחום של יציבות מחירים. זאת למרות עליות מחירים בשוקי הסחורות - בין היתר של הנפט והזהב - המצביעות על אפשרות של לחצים אינפלציוניים בעתיד. ברקע להתפתחויות אלו עמדו מספר גורמים, ביניהם:

- מדיניות מוניטרית מרחיבה ברוב המדינות. בארה"ב הותיר הבנק המרכזי את הריבית לטווח קצר ברמה של 1.00% במחצית הראשונה של השנה, והעלה אותה במהלך המחצית השנייה, בשורה של צעדים של רבע אחוז, עד לרמה של 2.25% בסוף השנה. זאת בעוד שהאינפלציה בארה"ב התנהלה באותה תקופה בסביבה של 2.5% עד 3% לשנה. ואולם, הבנק המרכזי האמריקאי הצליח כבר במחצית הראשונה להעלות את הריביות על פיקדונות לזמן קצוב ואת התשואות, דרך הציפיות בשוק - באמצעות ניסוחן של הודעותיו הרשמיות על המדיניות המוניטרית. בדרך זו הוא השיג השפעה מרסנת מסוימת עוד לפני שהתחיל להעלות את הריבית לטווח קצר. באזור האירו וביפן הריבית לטווח קצר נותרה יציבה, ברמה דומה לזו של האינפלציה המקומית - כ-2% באזור האירו וכ-0% ביפן. למרות הצמיחה החלשה-יחסית באזור האירו לא ננקטה מדיניות מרחיבה יותר, משום שרמת האינפלציה בפועל עמדה על הגבול העליון של טווח היעד שלה - 0% עד 2%. לעומת זאת בבריטניה הייתה המדיניות המוניטרית מרסנת יותר. המדיניות המוניטרית

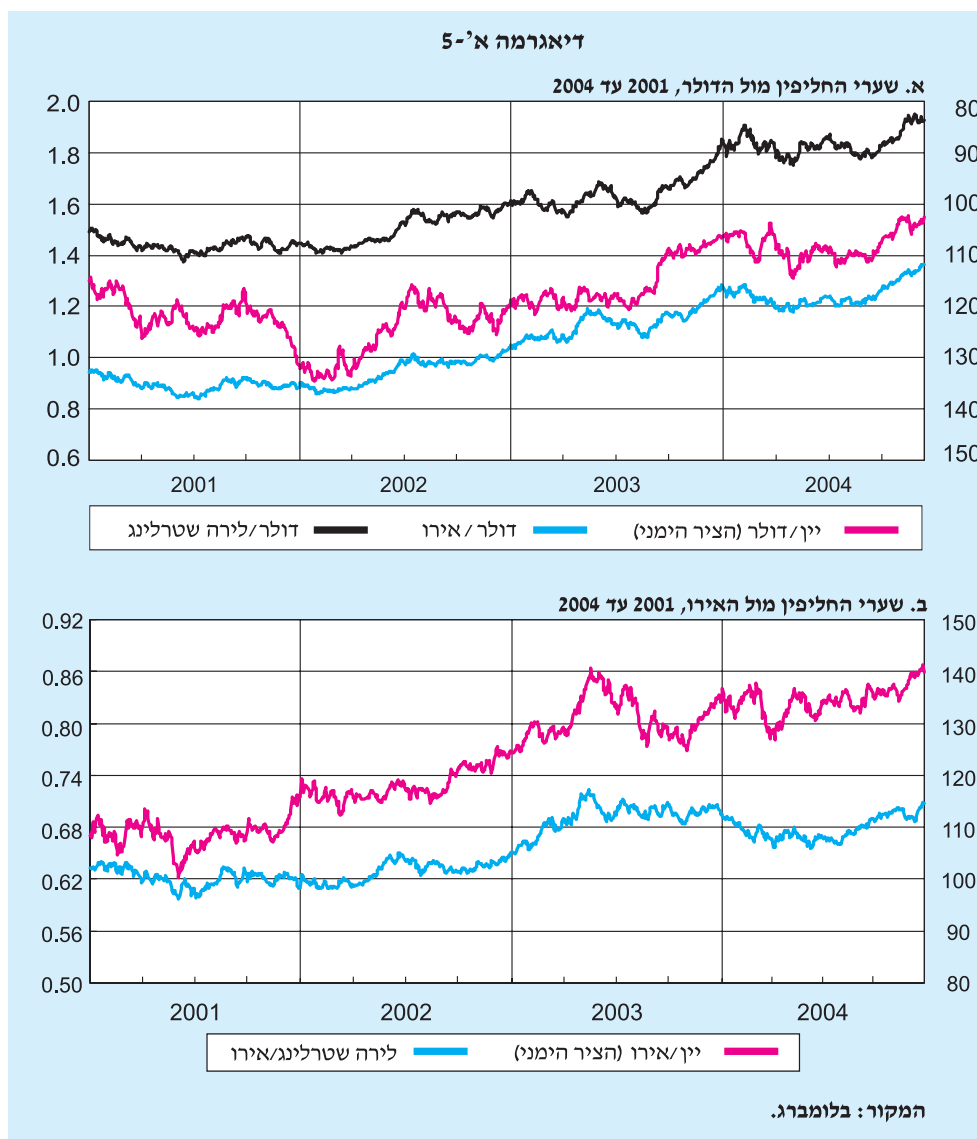
קצב הצמיחה במשקים
העיקריים הושפע ממספר
גורמים - בהם מדיניות
מוניטרית ופיסקלית
מרחיבה, הגירעון בחשבון
השוטף של ארה"ב, צמיחה
בשווקים המתעוררים
ועליית מדדי המניות
ומחירי הנדל"ן.

במדינות השונות השתקפה גם במגמות שיעורי הריבית על הפיקדונות לזמן קצוב (דיאגרמה א'7-א').



- המשך מדיניות פיסקלית מרחיבה, שהתבטאה בגירעונות ממשלתיים לא-מבוטלים - מעל 3% מהתמ"ג או על סף רמה זו - בכל מדינות ה-G7, למעט קנדה.
 - עלייה בהכנסה הפנויה ובביקוש לצריכה פרטית בארה"ב. כן נרשמו מגמות עלייה בשוקי הנכסים - המניות והנדל"ן - שתורמו לנטיית משקי הבית לצרוך, דרך "תחושת העושר" (wealth effect), ולוו בהגדלת המינוף של המגזר הפרטי. לעומת זאת נרשמו ברוב מדינות אירופה רמות נמוכות של ביקוש פרטי.
 - גירעון ללא תקדים בגודלו בחשבון השוטף של ארה"ב, ששיקף, ככל הנראה, את רמת הביקוש הגבוהה בארה"ב לעומת מדינות מתועשות אחרות ואת העדפתם של תושבי מדינות אחרות להשקיע בנכסים דולריים.
 - המשך צמיחה כלכלית מרשימה בשווקים המתעוררים, לרבות סין, שתרמה לצמיחה במדינות המתועשות ובמיוחד באירופה.
 - עלייה ברווחיות של קונצרנים לעומת 2003.
- ב-2004 נמשכה מגמת ההיחלשות של הדולר לעומת המטבעות העיקריים האחרים, מגמה שהתחילה בראשית 2002. בסך הכול נחלש הדולר במהלך 2004 ב-7% לעומת האירו, ב-4% לעומת היין היפני וב-7% לעומת הלירה שטרלינג. בשלוש השנים האחרונות נחלש הדולר ב-35% לעומת האירו, ב-22% לעומת היין היפני וב-24% לעומת הלירה שטרלינג (דיאגרמה א'5).
- בשווקים הפיננסיים של ארה"ב, אירופה ויפן עלו התשואות-לפדיון במהלך המחצית הראשונה של 2004 (עד אמצע יוני). במחצית השנייה של 2004 התשואות-לפדיון של איגרות החוב לטווח ארוך ירדו בכל השווקים. לעומת זאת, מגמת ירידה בתשואות-

ב-2004 נמשכה מגמת ההיחלשות של הדולר לעומת המטבעות העיקריים האחרים.

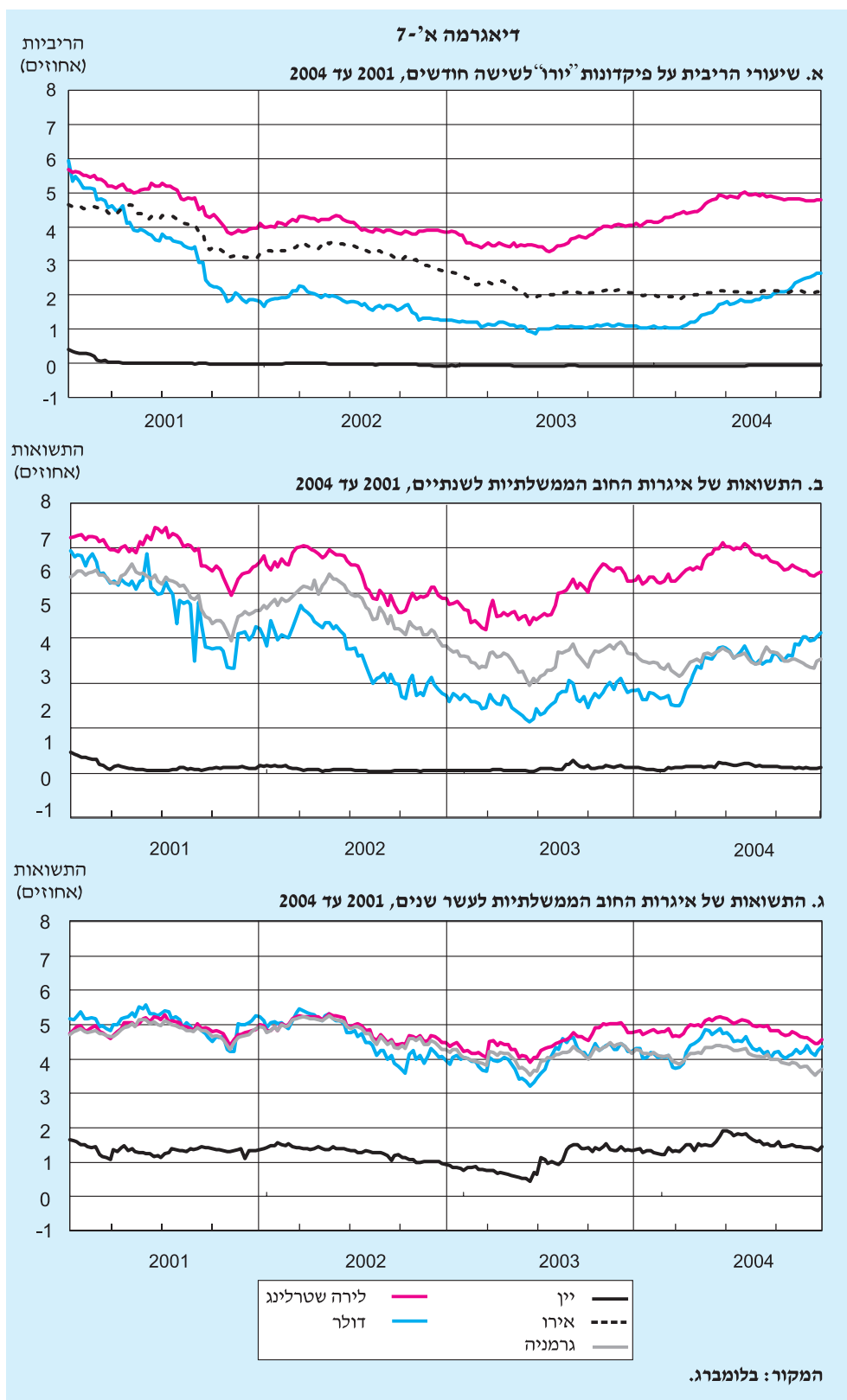


לפדיון של איגרות החוב לטווח של שנתיים נצפתה במחצית השנייה של 2004 רק לגבי איגרות החוב של ממשלת בריטניה, ואילו בשווקים האחרים הייתה התייצבות, ובארה"ב אף התחדשה מגמת העלייה לקראת סוף השנה. בארה"ב ובאזור האירו השתטחו עקומי התשואות במהלך השנה, כלומר הצטמצמו הפערים בין התשואות לטווח הקצר והתשואות לטווח הארוך - בארה"ב מפני עלייה בקצה הקצר של העקום ובאירופה מפני ירידה בקצה הארוך (דיאגרמות א'-6 וא'-7).

ירידת התשואות-לפדיון של איגרות החוב מתבטאת, כידוע, בעליית מחיריהן, ועליית התשואות מתבטאת בירידת המחירים. לכן, תרומתם של השינויים בתשואות במשך השנה לתשואת ההחזקה הייתה שלילית במחצית הראשונה וחיובית או שולית במחצית השנייה. גובהה של תשואת ההחזקה מושפע גם מרמתן של התשואות-לפדיון, לא רק מהשינויים בהן. המדיניות המוניטרית המרחיבה שננקטה בארה"ב החל בשנת 2001 ועד

המחצית הראשונה של שנת 2004 הביאה את התשואות-לפדיון בשוק האמריקני כבר בתחילת 2004 לרמות נמוכות מאוד. הרמה הנמוכה של התשואות-לפדיון מקטינה את רכיב ההכנסה השוטפת (ה-carry), הכלול בתשואת ההחזקה, וכך מפחיתה את התשואה.



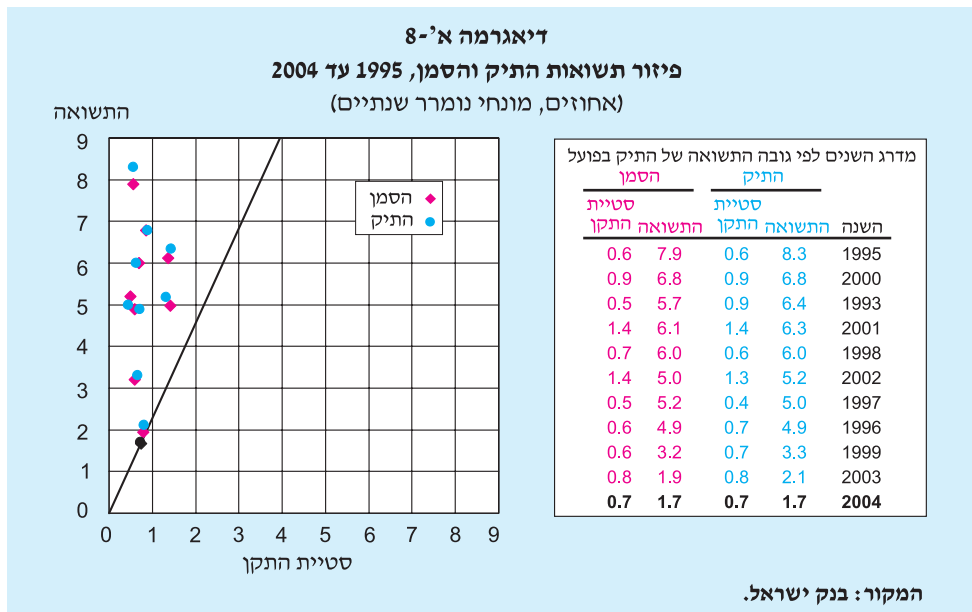


(2) הסמן שנבחר – תשואה וסיכון

תשואת ההחזקה של הסמן הייתה השנה 1.67%, ותנודתיותה – 0.73%. בהינתן ההתפתחויות בשווקים, הסמן הוא הגורם המכריע בקביעת תשואת ההחזקה של התיק. זאת מפני ההיקף הקטן-יחסית של הסיכון המנוהל בתיק, הנובע מהסטיות של הרכב התיק מהרכב הסמן. בדיאגרמה א'-8 מוצגות תשואות ההחזקה של הסמן ושל תיק היתרות והתנודתיות שלהן בכל אחת מהשנים מאז 1995, ומתברר שתשואת התיק והתנודתיות שלה בכל שנה קרובות מאוד לאלו של הסמן. בדיאגרמה בולטות גם התנודות בתשואות ההחזקה השנתיות של הסמן ושל התיק, המושפעות במידה רבה מההתפתחויות בשווקים בשנים השונות. לעומת התנודות בתשואות ההחזקה בין השנים בולטת יציבות יחסית בתנודתיותן התוך-שנתית. עם זאת, ב-2004, בדומה ל-2003, הביאו ההתפתחויות בשווקים לשילוב של תשואת החזקה נמוכה במיוחד עם תנודתיות קרובה לממוצע של השנים האחרונות, תופעה שמשעתה עלייה מסוימת ברמת הסיכון של השווקים בשנתיים האחרונות לעומת השנים שקדמו להן. תופעה זו משתקפת בדיאגרמה א'-8, שבה התצפיות לכל השנים הקודמות נמצאות מעל לקו המחבר את התצפית של 2004 עם ראשית הצירים.

תשואת ההחזקה של הסמן
הייתה השנה 1.67%,
ותנודתיותה – 0.73%.

שנת 2004, בדומה ל-2003,
אופיינה בשילוב של
תשואת החזקה נמוכה
במיוחד ותנודתיות קרובה
לממוצע של השנים
האחרונות, תופעה
שמשתה עלייה מסוימת
ברמה של הסיכון בשווקים.



תיבה א'-2: תוצאות ההחלטה לקצר את אריכות הסמן של תיק הדולר

אריכות המטרה של הסמן בכל מטבע נקבעה בשנת 1999 ברמה קבועה של 16 חודשים בכל המטבעות, על סמך מחקר שלפיו הסמנים בעלי אריכות זו צפויים להניב תשואות החזקה שנתיות הגבוהות מרמת סף מינימום רצוי, בהסתברות של 95% (גישת ה-shortfall). רמת סף המינימום הרצוי הוגדרה כמחצית התשואה של

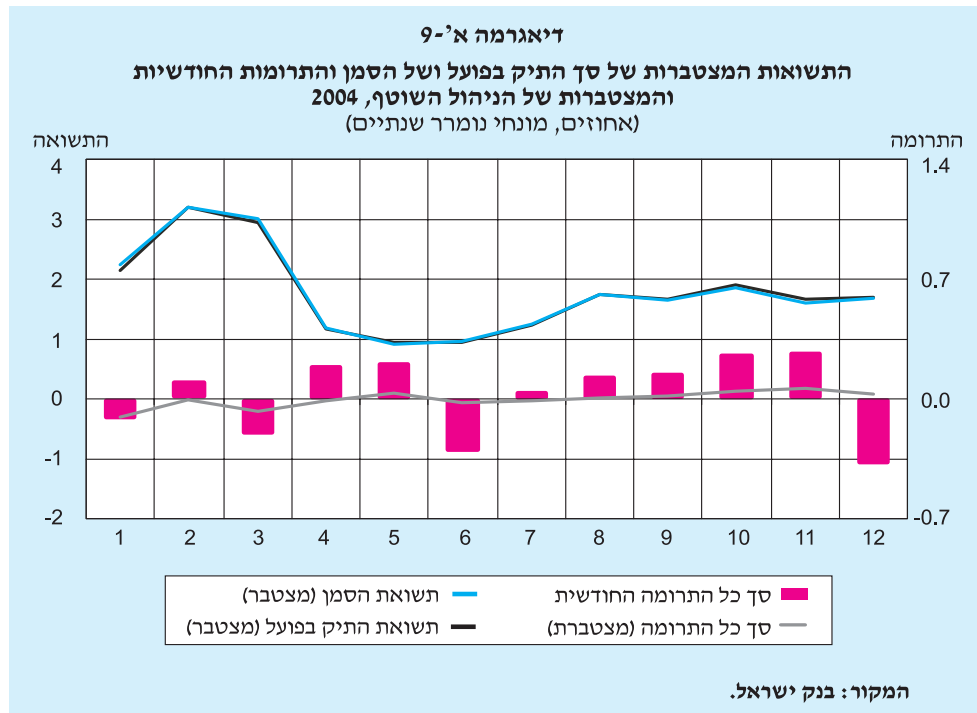
שטר אוצר ל-3 חודשים בשוק האמריקני וכמחצית התשואה של פיקדון בנק לחודש אחד בשווקים האחרים.

לקראת סוף שנת 2002 הוחלט לקצר את אריכות הסמן של התיק הדולרי מ-16 ל-11 חודשים, על רקע הרמה הנמוכה של התשואות-לפדיון בשוק איגרות החוב האמריקני. זאת משום שכאשר התשואות הן כה נמוכות, גם עלייה קטנה-יחסית בהן עלולה ליצור הפסדי הון גבוהים יותר מן ההכנסות מריבית, וכך גדלה הסכנה שסך תשואת ההחזקה על תיק היתרות תהיה שלילית. במקביל לקיצור אריכות הסמן, הוחלט לקצר את הטווח המרבי לפירעון של הנכסים הכלולים בו מחמש שנים לשלוש שנים, כדי למנוע מצב שבו משקל הנכסים הארוכים, בסמן החדש, יהיה קטן מדי. טיב ההחלטות על מבנה הסמן צריך להיבחן רק אחרי תקופה ארוכה די הצורך, שכן הסמן משקף אסטרטגיית השקעה ארוכת טווח. לעומת זאת מן הראוי לבדוק לעתים קרובות יותר את תוצאות ההחלטה לקצר את הסמן הדולרי, שנועדה להגיב על תנאים שהם חריגים וגם, לפי הצפי, זמניים - רמות תשואה-לפדיון נמוכות מאוד.

בשנת 2004 הסמן הדולרי באריכות 11 חודשים, אשר שימש בפועל, הניב תשואת החזקה של 1.11%, ואילו הסמן הדולרי שהיה משמש לולא הוחלט לשנותו, באריכות 16 חודשים, הניב תשואת החזקה של 1.31%. בדעיבר מתברר אפוא, כי החשש אשר בעטיו שונה הסמן לא התממש, שהרי גם הסמן שנבחר וגם הסמן החלופי - המשקף את החלטת הבנק לטווח הארוך - הניבו תשואת החזקה גדולה מאפס. מלבד זאת, שני הסמנים עמדו בקריטריון של סף המינימום, המוגדר בשוק האמריקני כמחצית מתשואת ההחזקה של השקעה בשטרי אוצר לשלושה חודשים, שהסתכמה בשנת 2004 ב-0.56% בלבד.

עלות ההחלטה על קיצור האריכות ועל שינוי בפיזור הסמן על פני העקום מבחינת הווייתור על תשואה הסתכמה, מאז קבלת ההחלטה ועד סוף השנה הנסקרת, ב-33 נקודות בסיס - 13 בשנת 2003 ו-20 ב-2004. זה הפסד לא מבוטל, המצביע על הסכנות הכרוכות בניהול תיק השקעות לשם יעדים סותרים - במקרה זה, להרוויח תשואה נאותה לפי גישת ה-shortfall, מחד גיסא, ולהגביל לרמה נמוכה מאוד את ההסתברות של קבלת תשואה שלילית, מאידך. ראוי לציין גם כי בניגוד לשנת 2003 - שבה ההחלטה לקצר את הטווח המרבי לפירעון של הנכסים הכלולים בסמן הקטינה במידת מה את העלות הכוללת של שינוי הסמן - הרי בשנת 2004 אותה החלטה גרמה כמעט לכל העלות הנרשמת. החלטה זו, שנועדה להבטיח כמות מספקת של נכסים ארוכים בסמן, התקבלה על בסיס שיקולים תפעוליים.

עם עליית התשואות בקצה הקצר של עקום התשואות בארה"ב, במחצית השנייה של 2004, התפתחות שהביאה להשתטחות העקום, השתנה שוב שקלול התמורות בין שתי האפשרויות - הסמן ה"קבוע" באריכות 16 חודשים והסמן ה"זמני" באריכות 11 חודשים; לכן צפוי שהבנק ישוב וישקול את הנושא ב-2005.



(3) סטיות מהסמן

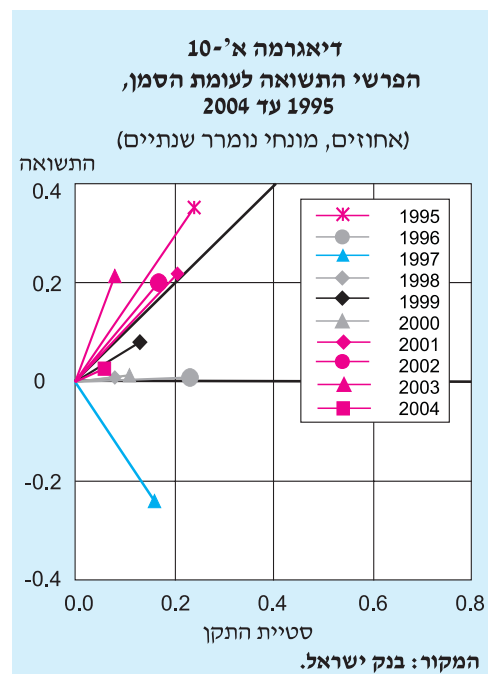
תרומתו של הניהול השוטף לתשואת התיק הייתה השנה 3 נקודות בסיס, והתנודתיות שלה הסתכמה ב-6 נקודות בסיס (לוח א'-2 ודיאגרמות א'-2 וא'-9). תרומת הניהול השוטף היא הפער בין התשואה של הסמן לתשואה של תיק היתרות בפועל. היא מבטאת את ההשפעה של החלטות לגבי הרכבו המטבעי, אריכותו, הנכסים הכלולים בו ופיזורם על פני עקום התשואה - מאפיינים שבהם ניתן לחקות את הרכב הסמן או לסטות ממנו, במסגרת דרגות החופש הקבועות במדיניות ההשקעה. תרומת הניהול השוטף יכולה להיות מושפעת גם מהיבטים תפעוליים, המשליכים על קבלה וביצוע של ההחלטות שהניהול השוטף תלוי בהן. דוגמה בולטת לכך היא העיצומים שנקטו במחלקת מטבע חוץ ב-2004, על רקע סכסוך העבודה בבנק ישראל; השלכת העיצומים הניתנת לכימות נאמדת כאובדן של נקודת בסיס אחת מתשואת התיק (ומהמירווח לעומת הסמן). זאת נוסף על נזקים עקיפים, שהיקף השפעתם משמעותי אך קשה לאמידה.

בחינה של הפרשי התשואה ותנודתיותם לעומת הסמן יכולה ללמד על מיומנות הניהול, והמצב הרצוי הוא השגת תוספת תשואה חיובית בד בבד עם תנודתיות נמוכה-יחסית. בדיאגרמה א'-10 (ובלוח א'-2) מוצגים הפרשי התשואה הממוצעים לעומת הסמן והתנודתיות של הפרשי התשואה בכל אחת מהשנים 1995 עד 2004. היחס בין תוספת התשואה לבין התנודתיות שלה ("יחס המידע" - information ratio) מתבטא בדיאגרמה בשיפוע הקו לכל אחת מהשנים. רצוי שיחס זה יהיה גדול מ-1, שכן אז תוספת התשואה מפצה ויותר על תוספת הסיכון. עיון בדיאגרמה מעלה כי יחס המידע היה גדול מ-1 בשנים 1995, 2001, 2002, ו-2003 (שכן שיפוע הקווים של שנים אלו תלול משיפוע הקו המקווקו העולה - שהוא קו ששיפועו 1). בין 0 ל-1 ב-1999 וב-2004, קרוב ל-0 ב-1996, ב-1998, וב-2000 ושלילי רק בשנה אחת במהלך העשור האחרון - 1997.

תרומתו של הניהול השוטף לתשואת התיק הייתה השנה 3 נקודות בסיס, והתנודתיות שלה הסתכמה ב-6 נקודות בסיס.

הפרשי התשואה לעומת הסמן ותנודתיותם יכולים ללמד על מיומנות הניהול; המצב הרצוי הוא השגת תוספת תשואה חיובית בד בבד עם תנודתיות נמוכה-יחסית.

עלייתו של יחס המידע מ-2001 ואילך היא, ככל הנראה, תוצאה של שינוי תפיסה בתחילת תקופה זו. מעיון בלוח א'-2 עולה כי בחמש השנים האחרונות (2000 עד 2004) התרומה הממוצעת של בחירת נכסים ופיזור הסתכמה ב-18 נקודות בסיס, לעומת ממוצע של 5 נקודות בסיס בשנים 1995 עד 1999. עלייה זו מיוחסת להחלטות להגדיל את המשאבים המופנים לניהול נכסי. בד בבד, צומצם היקף החשיפה, המשתקפת בניהול האריכות (משנת 2000) ובניהול המטבעי (משנת 2001) - תחומי פעילות שהניבו תרומה ניכרת לתשואת התיק בתחילת שנות התשעים, אך הפכו פחות רווחיים לאחר מכן. התוצאות של שינוי



תפיסה זו היו הגדלת מירווח התשואה בין תיק היתרות לסמן שלו תוך הקטנת התנודתיות של המירווח.

ג. התשואה של תיק היתרות לעומת תיקים של מנהלים אחרים

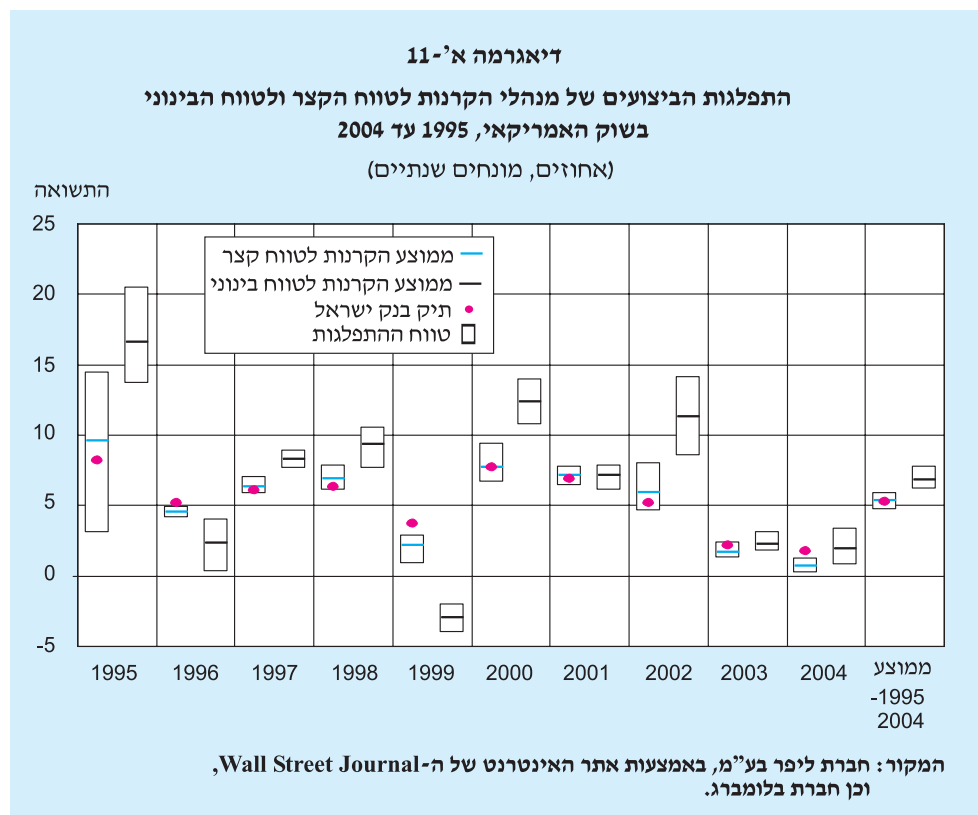
השוואת הביצועים של תיקים שונים היא בעייתית - הן מפני שהם מנהלים בדרך כלל לעומת סמנים שונים והן מפני הבדלים בכללי הניהול החלים עליהם. עם זאת ניתן לקבל קנה מידה מסוים מהשוואת ביצועיהם של תיקים בעלי אופי דומה. בדינו נתונים על ביצועיהן של כמה קרנות שפעלו בשוק האמריקני בשנים 1995 עד 2004. בקבוצה זו 8 קרנות, המשקיעות בעיקר באיגרות חוב ממשלתיות אמריקניות. חלק מהן מסווגות כ"משקיעות בשטרי אוצר קצרים", והחלק האחר - כ"משקיעות בשטרי אוצר 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) מצומצם⁵. תכונות אלו מאפשרות השוואה מסוימת בין ביצועי התיק הדולרי של בנק ישראל לביצועי הקרנות, למרות ההבדלים ביניהם. עם זאת יש לזכור שביצועי הקרנות הם בניכוי עמלה, המשקפת את עלות ההוצאות התפעוליות השוטפות, ואילו ביצועי התיק הדולרי של היתרות מדווחים ללא ניכוי בגין הוצאות מסוג זה.

בדיאגרמה א'-11 מוצגת ההתפלגות של תשואות ההחזקה השנתיות שהניבו הקרנות מאז 1995, בכל אחד מסוגי הקרנות - ה"קצרות" וה"בינוניות". בכל תקופה מוצגות התשואות הנמוכה והגבוהה ביותר בין תשואות התיקים שבקבוצה, התשואה הממוצעת

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

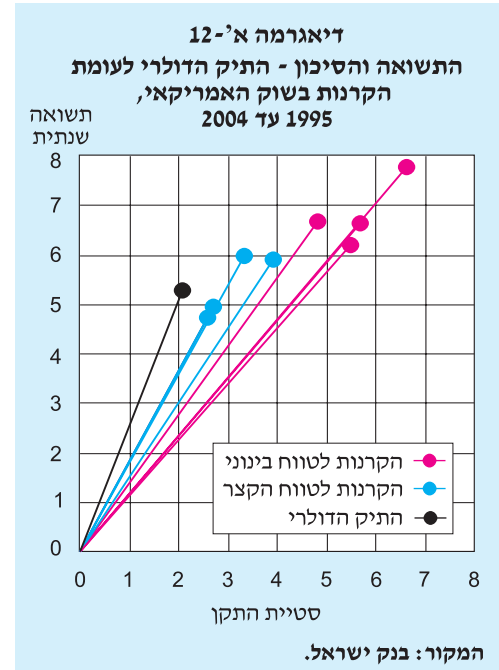
השוואת הביצועים של תיקים שונים היא בעייתית. עם זאת ניתן לקבל קנה מידה מסוים מהשוואת ביצועיהם של תיקים דומים באופיים.

בקבוצה, וכן מוצגים ביצועי התיק הדולרי בתקופות המתאימות. בחינת התפלגותן של התשואות מעלה כי ביצועי התיק הדולרי לאורך התקופה היו בתוך תחום ההתפלגות של תשואות הקרנות, או מעליה. השנים שבהן ביצועי התיק הדולרי עולים על ביצועי כל הקרנות - 1996 ו-1999 - הן שנים אשר במהלכן עלו התשואות-לפדיון של שטרי האוצר האמריקניים. ביצועיו הטובים יותר של התיק הדולרי 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. בשנת 2004 הייתה תשואת ההחזקה של התיק הדולרי בתוך מידרג התשואות של כל הקרנות ומעל לתשואה הגבוהה ביותר שבקרבת הקרנות לטווח קצר. תוצאה זו משקפת, ככל הנראה, שילוב של אריכות קצרה יותר של התיק הדולרי, יחסית לקרנות ה"קצרות", עם הבדלים בהחלטות על הניהול הנכסי בין מנהלי הקרנות ובין מנהלי התיק הדולרי של היתרות. ההסבר להבדל בין הביצועים הטובים יחסית של הקרנות ה"בינוניות" ב-2004 לבין אלה של 1996 ו-1999 הוא שהתשואות עלו השנה בעיקר בקצה הקצר של העקום, וכתוצאה מכך הוא השתטח, ואילו בשנים 1996 ו-1999 עלו התשואות תוך התללה של העקום.



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 מאוד בין שתי הקבוצות. נראה אפוא, כי התמורה לתוספת

האריכות שנוטלות הקרנות ה"בינוניות" היא קטנה יחסית. ממצא זה בולט עוד יותר כשבוחנים את התשואה הממוצעת שהניבה כל קרן לעומת התנודתיות של התשואה בשנים 1996 עד 2004. אלו מוצגות בדיאגרמה א'-12. כן מוצגות בדיאגרמה התשואה הממוצעת שהניב התיק הדולרי והתנודתיות שלה בתקופה הנדונה. ניכר כי יחס התשואה לסיכון בתיק הדולרי גבוה יותר מאשר בכל הקרנות האחרות, דבר המתבטא בדיאגרמה 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 התיק הדולרי לבין הקרנות השונות הם תוצאת טווח השתנות צר יחסית של התשואות, לעומת טווח השתנות רחב של תנודתיותן.



ניכר כי יחס התשואה לסיכון בתיק הדולרי גבוה יותר מאשר בכל הקרנות האחרות. כן ניכר כי יחס התשואה לסיכון בביצועי הקרנות ה"קצרות" גבוה מזה של הקרנות ה"בינוניות".

3. הניהול השוטף של היתרות ותרומתו לתשואת התיק

בניהול השוטף של התיק מתקבלות החלטות על סטיות מהרכב הסמן (פוזיציות). סטייה מהרכב הסמן משמעותה תוספת סיכון לעומת הסמן, שיכולה להיות מתוגמלת על ידי תוספת תשואה לעומתו. בניהול פוזיציה מקובל לקבוע תקרה להפסד אפשרי: הפוזיציה נסגרת אם ההפסד המצטבר בגינה מגיע לתקרה. היקף הפוזיציות בפועל קטן בהרבה מהיקפן בכוח.

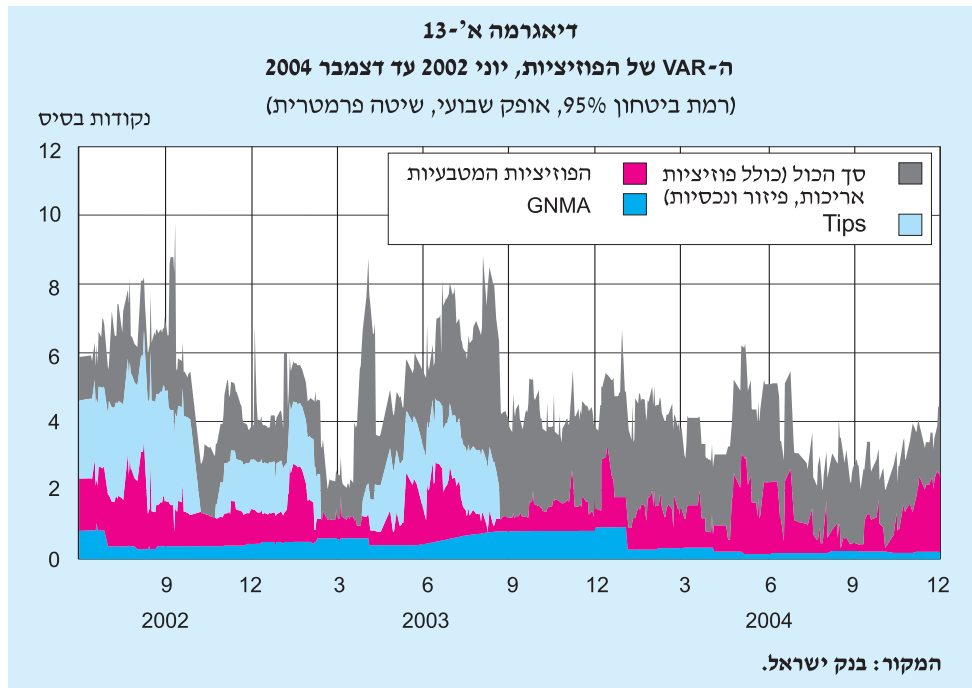
תוספת התשואה מניהול סוגים שונים של פוזיציות מוצגת בלוחות א'-3 וא'-4. תוספת הסיכון הכרוך בניהול פוזיציות בתקופה מסוימת נאמדת בדיעבד לפי תנודתיותה של תוספת התשואה, גישה העומדת ברקע לדיון על יחס המידע. מדד נוסף להערכת הסיכון הכרוך בפוזיציות השונות לעומת הסמן, הניתן לאמידה *ex ante*, הוא ה- VaR (Value-at-Risk) של הפוזיציות, דהיינו ה- VaR של הפער בין התיק בפועל לבין הסמן. ה- VaR הוא אומדן הפסד ההון המרבי שיכול להתממש בתוך פרק זמן מסוים ובהסתברות מסוימת. נתוני ה- VaR של הפוזיציות ושל התיק כולו, המחושבים לפי הנחות שונות, משמשים את המחלקה כמשתני ביקורת, אבל לא ממלאים תפקיד במדיניות ההשקעה הפורמלית של היתרות. דיאגרמה א'-13 מציגה את חלקן ב- VaR של סך הפוזיציות מסוגים שונים

בניהול השוטף של התיק מתקבלות החלטות על סטיות מהרכב הסמן, אשר משמעותן תוספת סיכון לעומתו, תמורת תוספת תשואה פוטנציאלית.

את תוספת הסיכון הכרוך בניהול פוזיציות בתקופה מסוימת ניתן לאמוד לפי תנודתיותה של תוספת התשואה ולפי ה- VaR .

6 התשואות המצטברות מחושבות לתקופה 1996 עד 2004, כי אין בידינו נתונים של התשואות שהניבו שתיים מהקרנות ב-1994 וב-1995.

שנוהלו בתיק מיוני 2002 עד סוף 2004, חלק המוגדר כהפסד הגדול ביותר שצפוי להיספג בתוך שבוע, בהסתברות של 95%. בתקופה זו היחס בין תוספת התשואה מניהול פעיל ל-VaR של הפוזיציות היה רק כ-7%. לעומת זאת היחס הממוצע של הרווחים ל-VaR שהשיגו עשרה בנקים ובנקים להשקעות מפעילות בשוקי מכשירי החוב ומטבע החוץ היה ברביעים השני והשלישי של 2004 כ-17%. היחס הטוב יותר שהשיגו חברות אלה משקף, ככל הנראה, מספר גורמים: הבדלים באופי הפעילות (עשיית שוק לעומת ניהול תיק) מסגרת עבודה (המגזר הפרטי לעומת המגזר הציבורי) ויתרונות הנובעים ממקומם הגיאוגרפי (עתודת כוח אדם מקצועי, קרבה לשווקים וכו').



א. תרומת הניהול המטבעי

ההחלטות בתחום הניהול המטבעי קובעות את הפער בין ההתפלגות המטבעית של התיק לזו של ההרכב המטבעי הניטרלי - הנומרי. פער זה מוגדר כפוזיציה מטבעית. תרומת הניהול המטבעי, הכוללת את הפרשי השערים, הריבית ורווחי ההון על הפוזיציות המטבעיות, הסתכמה בשנת 2004 ב-1.6 נקודות בסיס (לוחות א'-2 וא'-3). במהלך השנה ניהלו מספר פוזיציות מטבעיות, על בסיס שיקולים טקטיים ועל בסיס הערכות של משתנים כלכליים. פוזיציות מטבעיות נוספות ניהלו בעזרת מודלים - כלי לניהול פוזיציות מטבעיות לטווח קצר שבו המחלקה משתמשת מאז אמצע שנת 2000. הסכום המושקע על פי המלצות כל מודל הוא קבוע וקטן יחסית. כמו כן קיימת תקרה, שנקבעה עם תחילת השימוש במודלים, להפסד מצטבר מהשימוש בהם: השימוש

תרומת הניהול המטבעי
הסתכמה בשנת 2004
ב-1.6 נקודות בסיס.
במהלך השנה ניהלו
פוזיציות מטבעיות על
בסיס שיקולים טקטיים
וכלכליים. פוזיציות
מטבעיות נוספות ניהלו
בעזרת מודלים.

7 לפי נתונים של (BCG) Boston Consulting Group, שהתפרסמו באתר הרשת של החברה. לצורך ההשוואה, חושב ה-VaR של הפוזיציות לפי הפרמטרים של BCG - אופק של יום והסתברות של 99%.

במודלים יופסק אם ההפסד המצטבר יגיע לתקרה זו. במהלך תקופת השימוש במודלים נוהלו בעזרתם פוזיציות רבות, שהוחזקו במשך פרקי זמן שונים. הסיכון הכרוך בפוזיציות המטבעיות גדול מזה הכרוך בפוזיציות האחרות המנוהלות בתיק. מעיון בדיאגרמה א'-13 עולה, כי למרות היקפן הקטן של הפוזיציות המטבעיות שנוהלו ב-2004 ביחס לסך כל הפוזיציות שנוהלו בתיק בתקופה הנדונה, ה-VaR שלהן היווה, בממוצע, כמעט שליש מה-VaR של סך כל הפוזיציות. עם זאת, היחס בין תוספת התשואה שהניבו פוזיציות אלו ל-VaR שלהן היה דומה לזה של סך הפוזיציות שנוהלו.

לוח א'-3
התרומות של החלטות הניהול לפער התשואה לעומת הסמן, 2004
(נקודות בסיס, מונחים שנתיים)

תרומות אחרות	הניהול המטבעי	פוזיציות בין שווקים	בחירת נכסים			ניהול האריכות	סך כל התרומה	
			פוזיציות פיזור	השפעת הפיזור	השפעת המירווח			
-1.3	1.6	-0.6	-0.5	-2.0	11.3	-5.4	3.0	סך הכול
			-0.5	-2.0	11.3	-5.4	3.3	סך כל התיקים המטבעיים
			-0.6	-1.4	11.7	-4.9	4.9	התיק הדולרי
			0.1	0.1	-1.7	-0.8	-2.4	תיק האירו
			0.0	-0.7	1.3	0.2	0.8	תיקים אחרים
		-0.6					-0.6	הפוזיציות בין שווקים
	1.6						1.6	הפוזיציות המטבעיות
-1.3							-1.3	תרומות אחרות
המקור: בנק ישראל.								

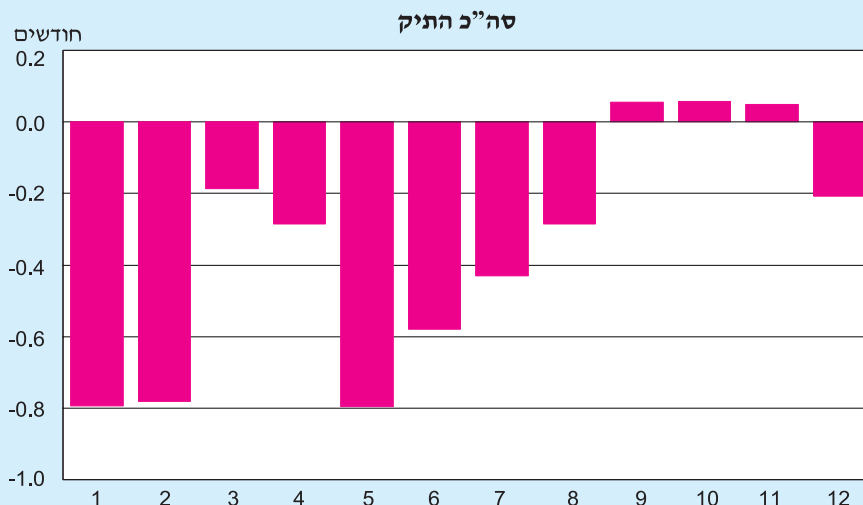
ב. התרומה של ניהול האריכות והפיזור על פני העקום

בשנת 2004 נוהלו בתיקים המטבעיים השונים פוזיציות אריכות שתרומתן לפער התשואה מול הסמן הייתה שלילית בהיקף של 5.4 נקודות בסיס. גם סך כל תרומת הפיזור לעומת הסמן הייתה שלילית, בהיקף של 2.5 נקודות בסיס - מזה 0.5 מפוזיציות פיזור ועוד 2.0 השפעת פיזור שהוא תוצאה של פוזיציות בחירת הנכסים (לוח א'-3 ודיאגרמה א'-14). הפוזיציות בתחום האריכות מתבטאות בהפרש בין האריכות של תיק מטבעי לאריכות הניטרלית שנקבעת לו - אשר הייתה לגבי התיק הדולרי 11 חודשים ולגבי כל אחד מהתיקים המטבעיים האחרים 16 חודשים. הפוזיציות בתחום פיזור הנכסים מורכבות מקניית נכסים באזור אחד של עקום התשואה ומכירת נכסים באזור אחר של העקום, והן בנויות בדרך הממוזעת את ההשפעה של עלייה או ירידה בעקום - בלי שינוי בשיפועו - על רווחיותו. עיקר ההשפעה של שני סוגי הפוזיציות על התשואה נבעה מהפעילות בתיק הדולרי, מפני משקלו הגדול בסך תיק היתרות. במהלך השנים האחרונות הצטמצם מאוד היקף הפוזיציות משני סוגים אלו.

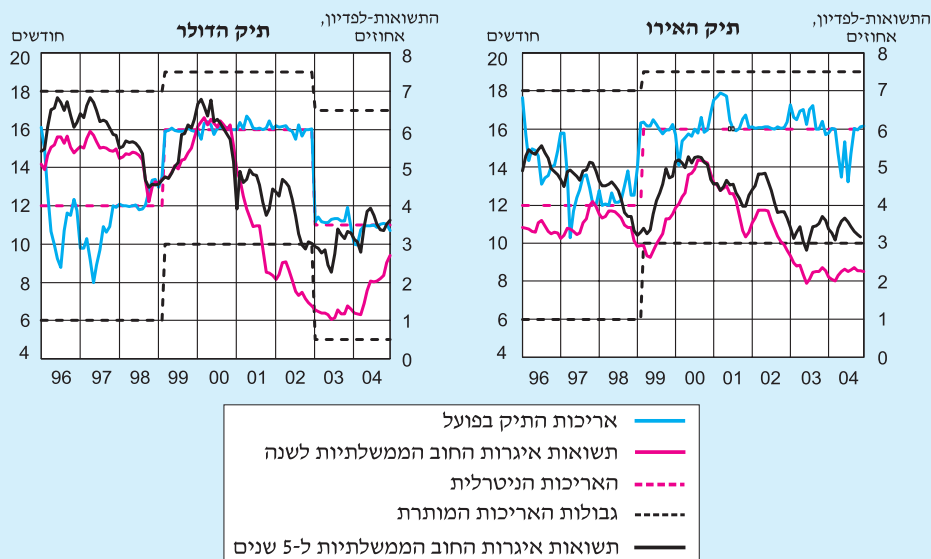
תרומתן של פוזיציות אריכות לפער התשואה מול הסמן הייתה שלילית בהיקף של 5.4 נקודות בסיס. גם תרומת הפיזור לעומת הסמן הייתה שלילית, בהיקף של 2.5 נקודות בסיס.

דיאגרמה א'-14

א. האריכות של סך כל התיק המשוקלל במשקלות הנומרי, 2004
(ממוצעים חודשיים)



ב. האריכות של התיקים המטבעיים העיקריים והתשואות לפדיון בשוקי האג"ח, 1996 עד 2004

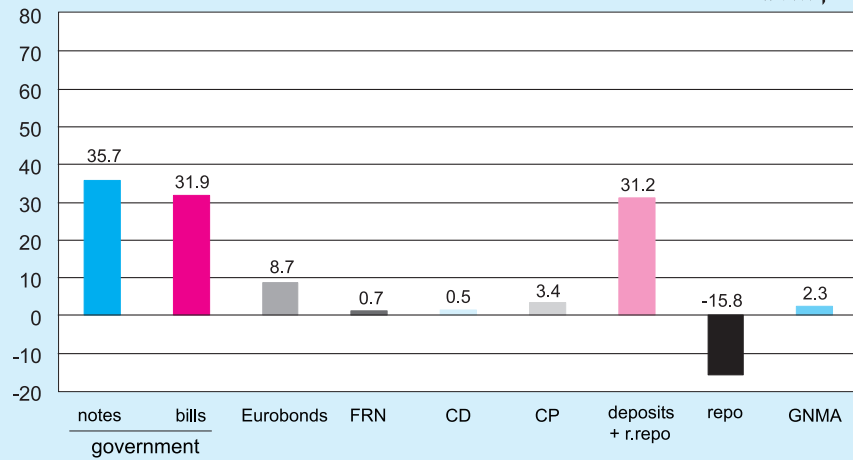


המקור: בלומברג.

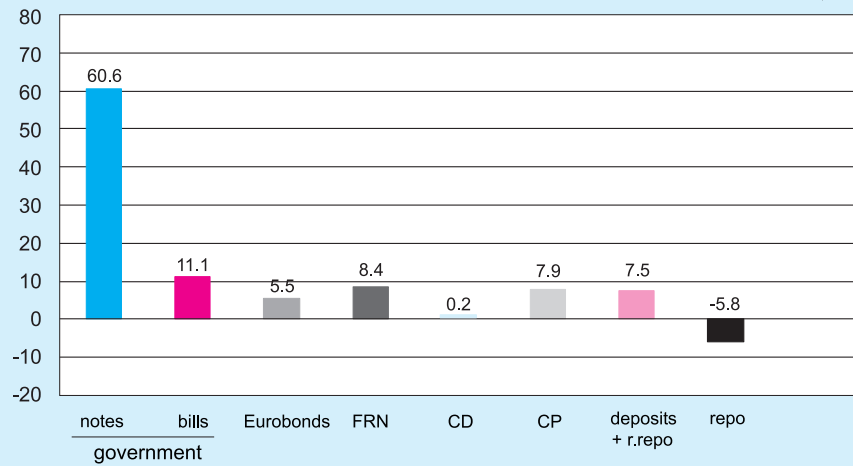
במהלך השנה נוהלו בתיק היתרות מספר פוזיציות בתחום האריכות ופיזור הנכסים, בכיוונים שונים. הפוזיציות השונות ננקטו על בסיס הערכות של המחלקה באשר להתפתחות עקום התשואות, הערכות שהשתנו במהלך השנה. ניהול האריכות ופיזור הנכסים בתיק הדולרי גרם השנה הפסד תשואה של 6.9 נקודות בסיס לתיק היתרות, מתוכן הפסד של 4.9 נקודות בסיס נבע מפוזיציות אריכות ושל 2.0 נקודות בסיס - מפוזר נכסים שונה מאשר בסמן. תרומתם של ניהול האריכות ופיזור הנכסים בתיק האירו

דיאגרמה א'-15
ההתפלגות הנכסית של התיקים המטבעיים, 2004
 (ממוצע שנתי, אחוזים)

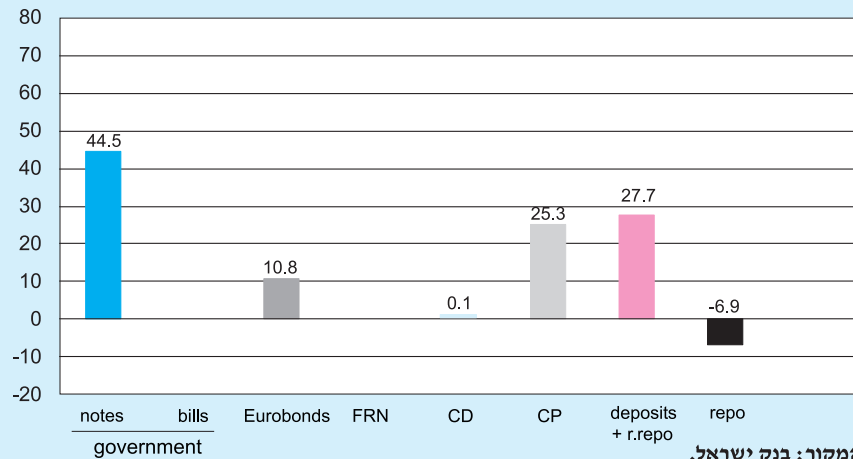
תיק הדולר



תיק האירו



המטבעות האחרים



המקור: בנק ישראל.

ובתיקים אחרים לפער התשואות הסתכמה אף היא בהפסד תשואה, בהיקף של 1.1 נקודות בסיס מתיק היתרות, מתוכן הפסד של 0.6 נקודת בסיס מפוזיציות אריכות ועוד 0.5 נקודת בסיס מפזיזור נכסים שונה מהסמן.

ג. פוזיציות בין שווקים

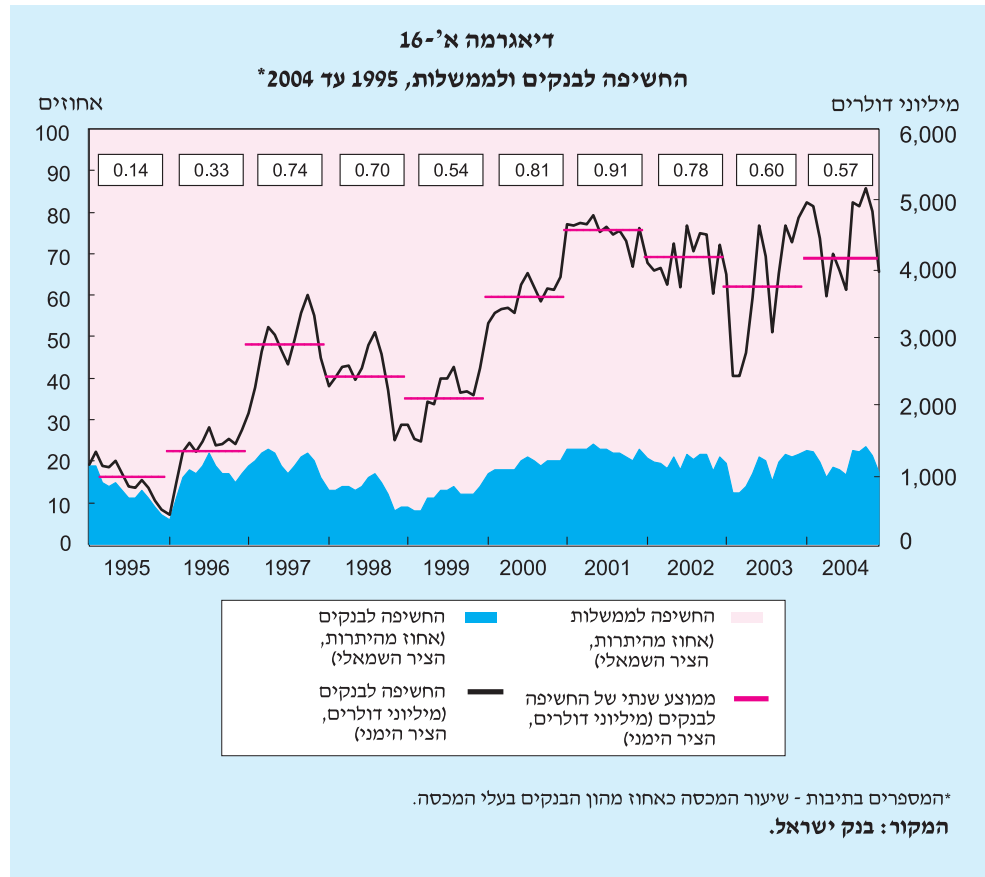
פוזיציות אלו בנויות כך שהיקף הרווחים מהן תלוי בהתפתחות מירווח התשואות בין שני מכשירי חוב. המכשירים נקובים במטבעות שונים, והחשיפה המטבעית הכרוכה בכך מנוטרלת באמצעות מועדית מטבעית (currency forward). בשנת 2004 גרם ניהול הפוזיציות מסוג זה להפסד תשואה של 0.6 נקודת בסיס.

ד. התרומה של בחירת הנכסים

החלטות על בחירת נכסים תרמו לתשואה של תיק היתרות 11.3 נקודות בסיס. התרומה של בחירת נכסי מירווח (נכסים שאינם בסמן) נמדדת על פי הפער בין תשואת ההחזקה שלהם לזו של נכסים בעלי אריכות זהה מקבוצת הנכסים הכלולים בסמן, בהתחשב במשקלם בתיק. מסך התרומה ראוי להפחית את העלות של הבדלים בפזיזור הנכסים על פני העקום הנובעים מהחלטות על בחירת נכסי מירווח, 2.0 נקודות בסיס - גורם שכלול בחישוב תרומת הפזיזור הנדון בסעיף 3' לעיל. התרומה העיקרית הייתה של בחירת הנכסים בתיק הדולרי, שהוא הגדול בתיקים המטבעיים, ובפרט של ההשקעה באיגרות חוב מסוג Eurobonds ובאיגרות חוב מגובות במשכנתאות (GNMA). גם פעילות ההשאלה של ניירות ערך ושינוי הרכב התיק בעקבות שינויים במירווח ה-TED הוסיפו לתיק תשואה

ההחלטות על בחירת נכסים תרמו לתשואה של תיק היתרות 11.3 נקודות בסיס.

לוח א'-4 התרומה של בחירת הנכסים, 2004 (נקודות בסיס, מונחים שנתיים)		
סך כל תיק היתרות		
5.7		פיקדונות, repo ו-reverse repo בדולרים
	2.3	מזה: השאלת ניירות ערך על ידי המחלקה
5.8		Eurobonds
1.1		GNMA
	-0.3	מזה: ניהול פנימי
	1.3	ניהול חיצוני
-1.3		נכסים אחרים
11.3		סך כל התרומה הנכסית
-2.0		פזיזור הנובע מבחירת הנכסים
9.3		סך הכול
המקור: בנק ישראל.		



(לוח א'-4 ודיאגרמה א'-15). המשקל הגדול יחסית של הפוזיציות הנכסיות בכלל הפוזיציות בתיק ובסך כל תוספת התשואה של הניהול השוטף מתבטא גם במשקלן הגדול בתוספת הסיכון הכרוך בניהול הפוזיציות. סיכון זה, במונחי VaR, מוצג בדיאגרמה א'-13. בדומה לבנקים מרכזיים רבים אחרים, רגישותו של בנק ישראל לסיכון האשראי, הכרוך בהשקעה בנכסי מירוח, גבוהה מרגישותו לסיכונים אחרים, כגון סיכון הריבית. השליטה בסיכון האשראי וניהולו ממלאים אפוא תפקיד חשוב בניהול הסיכונים של היתרות. השליטה בסיכון זה וניהולו מתבטאים במגבלות פנימיות של הבנק - תקרות כמותיות על החשיפות השונות ומערכת כללים להשקעה, כפי שמתואר לעיל בדיון על מסגרת הניהול של היתרות - וכן בתמחור הסיכון של נכסי המירוח הסחירים על ידי שיערוכם.

תרומת ההשקעה בניירות מסוג **Eurobonds** הסתכמה השנה ב-5.8 נקודות בסיס. הביצוע הטוב יותר של ניירות הערך מסוג זה לעומת נכסי הסמן נבע מהמירוחים החיוביים שלהם לעומת שטרי האוצר ומהצמצמות המירוחים האלה במהלך השנה. תיאור מאפייני השוק הזה ודיון מורחב על הרקע להצמצמות המירוחים השנה ניתן למצוא בתיבה א'-6. בניגוד לשנים קודמות, לא נוהלה השנה השקעה באיגרות חוב צמודות למדד (TIPS).

תרומת ההשקעה בניירות
מסוג Eurobonds
הסתכמה השנה ב-5.8
נקודות בסיס.

ההשקעה בניירות ערך
המגובים במשכנתאות
מסוג GNMA הניבה
תוספת תשואה של 1.1
נקודות בסיס.

ההשקעה בניירות ערך המגובים במשכנתאות מסוג GNMA הניבה תוספת תשואה של 1.1 נקודות בסיס לעומת הסמן. לתרומה זו שני רכיבים:

- (1) תיק GNMA בניהול חיצוני – תיק זה מנוהל כנגד אותו סמן כמו חלקו הארוך של התיק הדולרי שבניהול פנימי, אבל בפועל מושקע רובו ככולו בניירות ערך המגובים במשכנתאות. הפער בין תשואת הסמן של המנהל החיצוני ובין התשואה שהוא השיג בפועל היה חיובי, ותרם לתיק היתרות תוספת של 1.3 נקודות בסיס.
- (2) פוזיציה ב-GNMA – במהלך השנה נוהלו פוזיציות ב-GNMA בהיקף מצומצם ובאמצעות קנייה ומכירה עתידית (TBA). תרומתה של פעילות זו לתשואת התיק הכולל השנה הייתה שלילית בשיעור של 0.3 נקודות בסיס.

מן הראוי להזכיר שבשנים קודמות, עד דצמבר 2003, נוהל התיק שבידי המנהל החיצוני כנגד סמן שהוא מדד שוק ה-GNMA, ובשנים מסוימות נוהל כנגד סמן זה גם חלק מהתיק הדולרי שבניהול פנימי. הפער בין תשואת הסמן הזה ובין תשואת הסמן לחלקו הארוך של התיק הדולרי בשנים 1995-2003 מיוחס בלוח א'-2 להחלטה אסטרטגית להשקיע חלק מסוים של תיק היתרות באפיק זה – החלטה שהמחלקה קיבלה לפני מספר שנים וביטלה בשלהי 2003.

התרומה של פעילות
המחלקה בתחום השאלת
ניירות ערך הסתכמה ב-2.3
נקודות בסיס.

התרומה של בחירת הנכסים כוללת גם תרומה הנובעת מפעילות של השאלת ניירות ערך על ידי המחלקה, שהסתכמה השנה ב-2.3 נקודות בסיס. פעילות זו, שהמחלקה מנהלת זה כמה שנים, מבוצעת בעיקר בניירות ערך דולריים. בפעילות השאלה 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 מזוג עסקאות כזה נובע מכך שהניירות המושאלים בעסקת ה-repo מבוקשים על ידי גורמים מסוימים בשוק, המוכנים לשאול אותם ולהלוות את תמורתם בעלות נמוכה מן התשואה על הפקדת התקבול. כאשר תמורת ה-repo הופקדה בפיקדון בנקאי, העסקה כרוכה בניצול חלק ממכסת החשיפה של היתרות למערכת הבנקאות. כיוון שאופק ההשקעה בעסקות ההשאלה היה קצר מאוד, גם טווח החשיפה הבנקאית היה קצר מאוד.

פיקדונות בנקאיים הם אחד מנכסי המירווח שמותר להשקיע בהם על פי חוק בנק ישראל. החשיפה של היתרות למערכת הבנקאות, הכוללת את החשיפה לבנקים בגין פיקדונות המופקדים אצלם ובגין עסקאות אחרות הנקשרות עמם, היא חלק חשוב של חשיפת תיק היתרות לסיכון אשראי. חשיפה זו הייתה מוגבלת בשנת 2004 בתקרה של 25% מגודל התיק.

החשיפה של היתרות
למערכת הבנקאות ב-2004
דמתה בגודלה, 19%
מהיתרות בממוצע שנתי,
לזו של השנים האחרונות.

החשיפה של היתרות למערכת הבנקאות ב-2004 דמתה בגודלה, בממוצע שנתי, לזו של השנים האחרונות – 19% מהיתרות. לעומת 18% ב-2003 ו-20% ב-2002 (דיאגרמה א'-16). לעומת זאת, שיעור החשיפה יחסית להון הבנקים שהיתרות מושקעות בהם היה ב-2004 נמוך מאשר בארבע השנים הקודמות. הרמה הנמוכה של ניצול החשיפה הבנקאית בשנים האחרונות באה על רקע רמה נמוכה מאוד של מירווח ה-TED בשוק הדולרי – שכן במצב כזה תוספת התשואה המושגת על ידי הגדלת הסיכון הכרוך בחשיפה הבנקאית היא קטנה.

תיבה א'–3: Eurobonds בהנפקת ריבונים ומוסדות בין-לאומיים

Eurobond היא איגרת חוב הנקובה במטבע של מדינה אחת, שנרשמת למסחר בשווקים של מדינה אחרת. מקורו של שם זה הוא היסטורי: ה-Eurobonds הראשונות, שהונפקו בשנות השישים והשבעים, היו נקובות בדולרים והונפקו בשווקים של מדינות אירופיות. אולם היום, הנפקות גדולות של Eurobonds רשומות למסחר במספר מדינות שבהן נמצאים שווקים פיננסיים מרכזיים, ולא דווקא במדינות אירופיות בלבד¹. Eurobond יכולה להיות רשומה למסחר גם במדינה של המטבע שהיא נקובה בו, נוסף על מדינות אחרות; במקרה זה היא נקראת Global bond. החזקה במשמרת (safekeeping) של Eurobonds היא בדרך כלל בבנקים ייעודיים באירופה שהוקמו במיוחד לשם כך.

Eurobonds מונפקות בעיקר על ידי חברות פרטיות, אבל גם מדינות ומוסדות פיננסיים בין-לאומיים משתמשים בכלי זה לגיוס הון. כזכור, חוק בנק ישראל מאפשר להשקיע את יתרות מטבע החוץ במכשירי חוב של מדינות או בערבות מלאה שלהן. לכן Eurobonds הן ערוץ השקעה מקובל של היתרות, כשמנפיק איגרת החוב הוא מדינה ריבונית או מוסד בין-לאומי שחברותיו ערבות לחוב שלו, או כשמדינה נותנת ערבות מלאה ומפורשת להנפקה של חברה פרטית או חצי-ציבורית, כגון נמל תעופה. כל זאת בכפיפות לעמידה בכללים שנקבעו במדיניות ההשקעה של הבנק ולבדיקה משפטית קפדנית של קיומה ומהותה של הערבות המדינית, במקרה שהיא דרושה.

אותן Eurobonds שהיתרות מושקעות בהן הן חלק מנתח שוק מוכר, הידוע כ-Eurobonds של ריבונים ומוסדות בין-לאומיים (Sovereigns and Supranationals - SAS). המנפיקים הפעילים ביותר בנתח שוק זה הם מוסדות בין-לאומיים, ואחריהם מדינות בעלות דירוג אשראי גבוה מאוד, המעוניינות לגוון את מקורות המימון לחוב הלאומי שלהן. בניגוד לאיגרות חוב ממשלתיות במטבע מקומי, SAS Eurobonds אינן מונפקות על פי בלוח זמנים קבוע, אלא לפי צורכי המנפיק בגיוס הון וכשיש הזדמנויות לגייס בשוק במחיר אטרקטיבי. כמובן, לא כל Eurobond שהיא חלק מנתח שוק SAS עונה על הקריטריונים להשקעה של היתרות. עם זאת, ניתן להסיק מהתפתחויות בתחום ה-SAS בכללותו גם לגבי ה-Eurobonds שבהן מושקע חלק מהיתרות.

Eurobond היא נכס מירווח, משמע שהתשואה-לפדיון שלה ניתנת לפירוק לשני גורמים: (1) התשואה-לפדיון הצפויה של איגרת חוב ממשלתית באותה מטבע לפדיון באותו מועד; (2) מירווח תשואה, המבטא את המאפיינים של מנפיק ה-Eurobond, ומשתנה, בדרך כלל, ברציפות ובמתינות. מירווחי התשואה של SAS Eurobonds בעלות דירוג אשראי גבוה דומים ברמותיהם ובתנודתיותם

1 אין כל קשר בין שם מכשיר פיננסי זה לבין השם שנבחר בסוף שנות התשעים למטבע המשותף של האיחוד המוניטרי האירופי - האירו.

למירווחי התשואה על איגרות החוב של הסוכנות הפדרליות בארה"ב (ה-Agencies) יותר מאשר לאלו של איגרות חוב קונצרניות בעלות אותו דירוג. לכן מנהלי תיקים מגוונים של מכשירי חוב רואים לעתים קרובות את איגרות החוב של ה-Agencies ואת ה-SAS Eurobonds כתחליפיות זו לזו. המסחר ב-SAS Eurobonds בשנת 2004 התאפיין בעליית נפח ההנפקות לעומת 2003, בעיקר במחצית הראשונה של השנה, ובמגמות של צמצום מירווחי התשואה לאורך השנה. בשוק המשני ניכרה ירידה ברמת הנזילות, ששיקפה נטייה גוברת של משקיעים להחזיק את הניירות עד לפירעון. בין הגורמים שעמדו ברקע להתפתחויות אלו ניתן למנות:

- גידול הסכומים המנוהלים על ידי מוסדות פיננסיים רשמיים באסיה (ראו סעיף 4א' להלן), וכתוצאה מכך - גידול הסכומים המופנים לשוק ה-Eurobonds-SAS.
 - דאגות לגבי עתידן של ה-Agencies בארה"ב, בגלל דוח קשה של הרגולטור על איכות הדיווח הפיננסי של אחת מהן, ולנוכח הוויכוח הציבורי הרחב יותר על המעמד הראוי ל-Agencies בכלל בשנים הבאות. התפתחויות אלו הביאו להעברת כספים משוק ה-Agencies לשוק ה-SAS Eurobonds.
 - רצונם של משקיעים מוסדיים במדינות מסוימות להחזיק במשמרת את השקעותיהם, או חלק מסוים שלהן, מחוץ לארה"ב, על רקע חששות שונים בתחום הגיאופוליטי, אשר הביאו להסטת השקעות דולריות משוקי שטרי האוצר וה-Agencies לשוק ה-SAS Eurobonds.
- צמצום מירווחי התשואה של ה-Eurobonds, שבהן הושקעו חלק מיתרות מטבע החוץ של ישראל, הניב רווחים לתיק היתרות, כפי שמתואר בגוף הדוח לעיל.

ה. רמת הנזילות של היתרות⁸

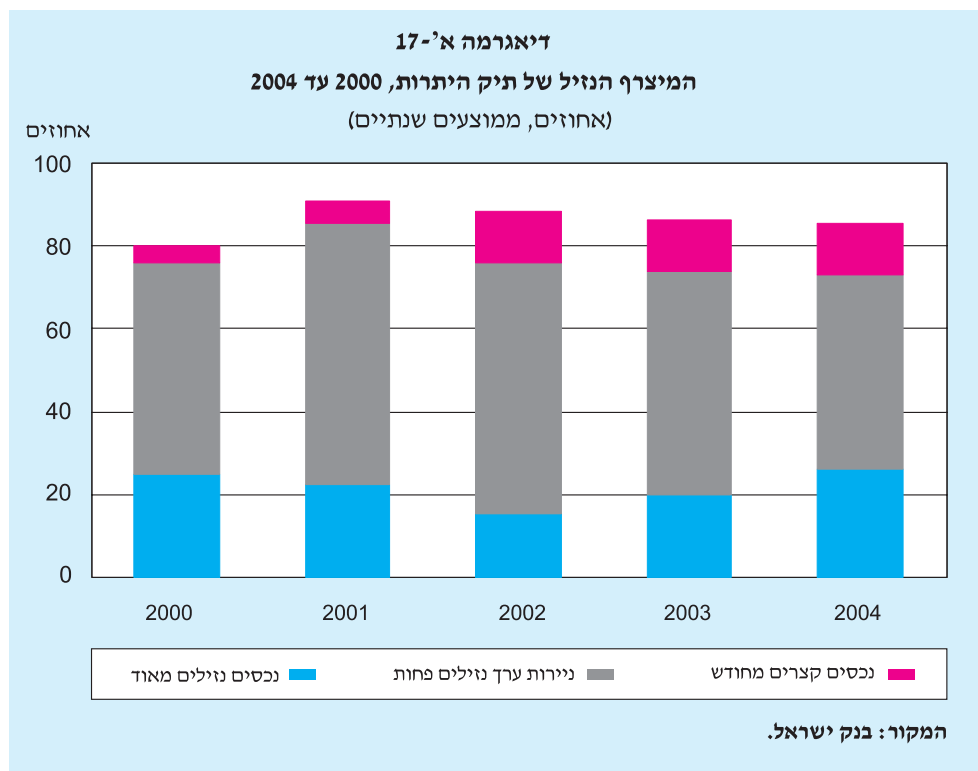
מידת הנזילות של תיק היתרות היא אומדן לחלק התיק שניתן לממש במהירות וללא פגיעה בערכו. כדי לאפשר מעקב על פני זמן אחר רמת הנזילות של תיק היתרות בכללותו, מוינו הנכסים השונים הכלולים בתיק לארבע קבוצות על פי מידת נזילותם, כלומר על פי האפשרות לממשם ללא הפסד הנובע מעצם המימוש. הקריטריונים המשמשים למיון הנכסים לרמות שונות של נזילות הם המירווח שבין מחיר הקנייה למחיר המכירה לגבי ניירות ערך סחירים, והטווח 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 "פחות נזילים" - בעלי מירווח של 3-5 נקודות בסיס או 3-6 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. ההבחנה בין מידות הנזילות של הקבוצות הכלולות במצרף זה אינה חד-משמעית: כיוון שהנזילות נבחנת,

מידת הנזילות של תיק היתרות היא אומדן לחלק התיק שניתן לממש במהירות וללא פגיעה בערכו.

⁸ דיון מורחב בנושא רמת הנזילות של היתרות וניהול הנזילות בהן ימצא הקורא בתיבה א'-2 של דוח מחלקת מטבע חוץ לשנת 2002.



כאמור, לפי שתי אמות מידה – התקופה-לפירעון ומירווח הקנייה-מכירה – ההשוואה בין מידת הנזילות של הקבוצה השלישית לבין זו של שתי הקבוצות הראשונות נתונה לשיקול דעת. לעומת זאת ברור כי נזילות הקבוצה השנייה נמוכה מזו של הראשונה.

המצרף הנזיל של היתרות
הסתכם בשנת 2004,
בממוצע, בכ-85% מכלל
היתרות, לעומת כ-88%
ב-2003.

המצרף הנזיל של היתרות הסתכם בשנת 2004, בממוצע, בכ-85% מכלל היתרות, לעומת כ-88% ב-2003 (דיאגרמה א'-17). מתוך שיעור זה הושקעו כ-26% בנכסים בעלי רמת הנזילות הגבוהה ביותר, כ-47% הושקעו בנכסים שגם הם בעלי נזילות גבוהה, אך במידה פחותה מהקבוצה הראשונה, וכ-12% – בנכסים שהזמן עד לפירעונם קצר מחודש. לעומת 2003 ניכרת ירידה של כ-7% בהיקף הקבוצה השנייה (ה"פחות נוזלים") ועלייה מקבילה בקבוצה הראשונה (ה"נוזלים מאוד"). שינוי זה הוא המשך של מגמה רב-שנתית, שניתן לייחס חלקית לירידה בהפרש התשואות בין נכסי מירווח העומדים לפירעון בתוך זמן קצר (CP ו-CD; ראו בנספח) לבין שטרי אוצר הנפרעים במועדים דומים. הצטמצמות מירווח זה מפחיתה את הכדאיות של השקעה בנכסי מירווח קצרי מועד הנחשבים ל"פחות נוזלים" וגורמת להסתת חלק מההשקעה בהם לאיגרות חוב ממשלתיות קצרות המועד, הנחשבות לנכסים "נוזלים מאוד".

כ-15%, בממוצע, מתיק היתרות בשנת 2004 הושקעו בנכסים שלא סווגו כחלק מהמצרף הנזיל של היתרות, משום שמידת נזילותם נמוכה יחסית. ניכרת מגמת עלייה מתונה של היקף קבוצה זו מאז 2001, השנה שבה הוא הגיע לשפל של 9% מהיתרות. קבוצה זו מורכבת מניירות ערך מסוג Eurobonds, מכספים שנמסרו לניהול חיצוני (המושקעים בעיקר בניירות ערך מסוג GNMA) ומפיקדונות בנקאיים לתקופה ארוכה מחודש, ובשנים קודמות היא כללה גם ניירות ערך GNMA בניהול פנימי ואיגרות חוב

צמודות של ממשלת ארה"ב (TIPS). הפעילות ב-TIPS צומצמה, משיקולים של כדאיות כלכלית, עד להפסקתה במהלך 2003, גורם שהגדיל את חלק המצרף הנזיל של היתרות ב-2004.

לנוכח המטרות של החזקת יתרות מטבע החוץ והיכולת לממש חלק גדול שלהן בתוך זמן קצר מאוד וללא פגיעה בערכן, נראה כי רמת הנזילות שלהן גבוהה די הצורך, למרות הפער שבין הרמה של היתרות בפועל לרמתן הרצויה. הרמה הגבוהה של נזילות היתרות נובעת משני גורמים עיקריים: האחד הוא חוק בנק ישראל ומדיניות ההשקעה הנגזרת מרוח החוק, שמכתיבים גישה שמרנית לניהול הסיכונים הפיננסיים, ובמיוחד לניהול סיכון האשראי. כך מושג למעשה אחד היעדים העיקריים בניהול היתרות. הגורם השני הוא שיקולי כדאיות כלכלית, המתבססים בעיקר על רמת המירווחים הפיננסיים של נכסי המירווח השונים ועל הצפי להתפתחותם, יחסית לרמת הסיכון הכרוך בהם. על בסיס שיקולים אלו, ניצול דרגות החופש להשקעה בנכסי מירווח שנוילותם נמוכה הוא, בשנים האחרונות, חלקי בלבד.

4. סוגיות שונות

א. ההשפעה של ניהול תיקי יתרות על ידי בנקים מרכזיים על השווקים הפיננסיים

בשנים האחרונות הופנתה בעולם תשומת לב רבה להשפעה ההולכת וגדלה של ניהול תיקי יתרות על השווקים הפיננסיים. משקיעים, אנליסטים, פרשנים ומתווכים פיננסיים עוקבים בקפידה אחר שינויים בתיקי יתרות כדי לעמוד על השפעתם האפשרית על שערי חליפין, מחירי איגרות חוב, ריביות וכדומה. מעקב זה אחר ההתנהגות של בנקים מרכזיים כמשקיעים וכמנהלי תיקים חובר עתה אל המעקב אחר פעילותם של בנקים מרכזיים כרשויות המנהלות מדיניות מוניטריות.

מאז ומתמיד ניסו בנקים מרכזיים במכוון להשפיע על שערי חליפין, ריביות ומחירי נכסים בשווקים המקומיים שלהם. כוונה זו נבעה מעצם סיבת קיומם של בנקים מרכזיים – לנהל מדיניות מוניטרית. במסגרת זו הם ניסו להשפיע על שערי החליפין של מטבעותיהם על ידי התערבות ישירה בשוק מטבע החוץ באמצעות רכישה או מכירה של המטבע שלהם תמורת מטבע חוץ, ולהשפיע על שיעור הריבית במשק באמצעות פעולות בשווקים המקומיים – קביעת שיעור הריבית המוניטרית, ניכיון שטרות, פעילות בשוק הפתוח וכו'. לאחרונה, כתוצאה מהגידול המהיר של יתרות מטבע החוץ וניהול פעיל יותר של היתרות, משפיעים בנקים מרכזיים על מחירי נכסים ועל שערי חליפין כתוצאה מניהול יתרות מטבע החוץ שלהם – כלומר משפיעים על שווקים זרים ללא כל השפעה על נכסים מקומיים ובלי כל קשר למדיניות המוניטרית. מטרתם להפיק רווחים, לצמצם סיכונים, וכיוצא באלה – בדיוק כמו כל משקיע פרטי.

ההשפעה הגדולה של בנקים מרכזיים נובעת בראש ובראשונה מגודל היתרות שברשותם. יתרות מטבע החוץ של כל הבנקים המרכזיים יחד הסתכמו בסוף מארס 2004 ב-3.36 טריליוני דולרים; ברור ששינוי, אפילו לא גדול, בהרכב היתרות האלה עשוי להשפיע בעוצמה רבה על השווקים הפיננסיים ברחבי העולם. סך היתרות העולמי גדל בקצב מהיר בשנים האחרונות, כמעט ב-100 אחוזים מאז סוף 1998. כתוצאה מכך, בנקים מרכזיים היו צריכים להשקיע כספים חדשים בסכומים ההולכים וגדלים, בנוסף על

לנוכח המטרות של החזקת יתרות מטבע חוץ והיכולת לממש חלק גדול מהן בתוך זמן קצר מאוד וללא פגיעה בערכן, נראה כי רמת הנזילות שלהן גבוהה די הצורך.

בשנים האחרונות הופנתה בעולם תשומת לב רבה להשפעה ההולכת וגדלה של ניהול תיקי יתרות על השווקים הפיננסיים.

ההשפעה הגדולה של בנקים מרכזיים נובעת בראש ובראשונה מגודל היתרות שברשותם, שהסתכמו בסוף מארס 2004 ב-3.36 טריליוני דולרים.

"גילגול" התיקים הקיימים.

סיבה נוספת להשפעה הגדולה של תיקי היתרות על השווקים נעוצה בריכוזיות הגדולה של היתרות במספר קטן יחסית של מדינות ובשוקי יעד מסוימים. כמעט 200 מדינות בעולם מדווחות על תיק היתרות, מספר קטן של מנהלים לעומת בעלי הון אחרים - חברות, קופות פנסיה, חברות ביטוח, בנקים, משקיעים פרטיים, קרנות ועוד. בפועל הריכוזיות גבוהה הרבה יותר: רק כ-25 מדינות (ובתוכן ישראל) מחזיקות יתרות מטבע חוץ (לא כולל זהב) המסתכמות ביותר מ-20 מיליארדי דולרים, ו-15 המדינות בעלות היתרות הגדולות ביותר מחזיקות כ-2.7 טריליוני דולרים - או 80% מסך כל היתרות בעולם. כיוון שמקבלי החלטות כה מועטים שולטים בסכומים כה גבוהים, ובדרך כלל פועלים לפי שיקולים דומים, ברור שביכולתם להשפיע על השווקים הפיננסיים.

זאת ועוד, יתרות מטבע החוץ מושקעות בדרך כלל במספר קטן של שווקים, ואינן מפוזרות על פני העולם כולו. כמעט כל היתרות מושקעות במטבעות ספורים, הנקראים "מטבעות זרובה", ולא בכדי. בסוף 2003 היו כ-64% מושקעים בדולרים של ארה"ב, כ-20% באירו, כ-5% בליש"ט וכ-4% ביין יפני. נוסף על כך החזיקו בנקים מרכזיים כ-918 מיליוני אונקיות זהב, ששוויין, במחירי שוק, כ-385 מיליארדי דולרים. לפי הערכות, בנקים מרכזיים מחזיקים כרבע ממלאי הזהב הקיים בעולם. יתירה מכך, בנקים מרכזיים בדרך כלל משקיעים בסוגי נכסים ספציפיים מאוד. לרוב הם אינם משקיעים במניות או איגרות חוב קונצרניות, אלא בפיקדונות בנקאיים או בניירות ערך בעלי דירוג גבוה, שהונפקו או גובו על ידי המדינות המפותחות. אפיק השקעה עיקרי הוא שוק ניירות הערך של ממשלת ארה"ב - U.S. Treasuries. בסוף 2004 החזיקו בנקים מרכזיים כ-1.3 טריליוני דולרים באיגרות חוב של ממשלת ארה"ב, שליש מכל השוק - גידול ניכר לעומת 1999, שבה הם החזיקו כ-600 מיליארדי דולרים, פחות מ-20% מהשוק.

על רקע גודלם ומשקלם העצום של הבנקים המרכזיים בשווקים אלו, ברור שלהחלטה של בנק מרכזי לעבור ממטבע השקעה אחד לאחר או להגדיל את ההשקעה בנכס אחד על חשבון נכסים אחרים, שימושו, יש השלכות מרחיקות לכת על השווקים. בשנת 2004 עקבו השווקים בדריכות אחרי החלטות אפשריות של הבנקים המרכזיים של יפן, סין, רוסיה ואחרים לגבי ההרכב המטבעי של יתרותיהם. ציפיות או אפילו רמזים שבנקים אלו יעבירו חלק מהיתרות שלהם מהדולר האמריקני למטבעות אחרים חוללו שינויים גדולים בשערי החליפין של מטבעות בשווקים. כך, למשל, כאשר, בנובמבר 2004, בכיר בבנק המרכזי של רוסיה אמר בריאיון לעיתון שהבנק שלו בודק אפשרות להמיר חלק מהיתרות הדולריות שלו לאירו, הגיב שער החליפין של האירו מייד והגיע לשיא חדש. מאוחר יותר באותו חודש, דחף חבר הנהלת הבנק המרכזי של סין את הדולר לירידה חדה ולשפל של ארבע שנים ברומזו כי הבנק יאט את קצב רכישת הדולרים שלו, והאי-שקט בשוק לא שכך עד שההודעה הוכחשה.

יחד עם הפוטנציאל להשפיע על השווקים, יש מספר גורמים המגבילים את השפעת הבנקים המרכזיים בפועל. הראשון שבהם הוא שנאת הסיכון המאפיינת, בדרך כלל, בנקים מרכזיים ומניעה אותם לנקוט מדיניות שמרנית מאוד. השינויים שהם נוטים לעשות, אם בכלל, הם אטיים וממושכים. לא תמיד הם פועלים משיקולי רווח והפסד, וברוב המקרים מתחשבים גם בגורמים אחרים - בהם יציבות השווקים ויחסים עם מדינות אחרות. ולבסוף, יש לזכור שהבנקים המרכזיים הגדולים מוגבלים בחופש פעילותם מפני

סיבה נוספת להשפעה הגדולה של תיקי היתרות על השווקים נעוצה בריכוזיותם במספר קטן יחסית של מדינות ובשוקי יעד מסוימים.

להחלטה של בנק מרכזי לעבור ממטבע אחד לאחר או להגדיל את ההשקעה בנכס אחד על חשבון נכסים אחרים, שימושו, יש השלכות מרחיקות לכת על השווקים.

מספר גורמים מגבילים את השפעת הבנקים המרכזיים בפועל - שנאת הסיכון המאפיינת אתם, התחשבותם ביציבות השווקים הבין-לאומיים ומגבלות הנעוצות בעצם גודלם.

גודלם, שבגללו ניסיון לשנות את הרכב השקעותיהם היה "מכניס להם גול עצמי" בשווקים: הואיל והם מחזיקים כמויות עצומות של דולרים, למשל, כל הקטנה, ולו במעט, של חלק הדולר ביתרותיהם הייתה מביאה לירידת ערך הדולר, וכך מסבה להם הפסדים גדולים.

ב. שקיפות בניהול יתרות מטבע החוץ

שקיפות - מסירת מידע מרבי לציבור אודות המדיניות, הפעילות והתוצאות העסקיות - נחשבת היום לחלק מרכזי וחשוב בניהול תקין של כל ארגון. ההכרה בחשיבותה של השקיפות גדלה הן לגבי פעילות המגזר העסקי - על רקע החשיפה של דוחות כוזבים ופשיטות רגל של כמה חברות גדולות בשנת 2002 - והן לגבי פעילות המגזר הציבורי: ממשלות ובנקים מרכזיים רבים אימצו מדיניות של שקיפות בתחומים שונים.

השינוי הגדול ביותר בבנקים המרכזיים, מבחינה זו, היה בתחום המדיניות המוניטרית: עם המעבר למשטר של יעד אינפלציה במדינות רבות, שקיפות לגבי המדיניות המוניטרית הפכה לחלק אינטגרלי במאמץ של בנקים מרכזיים לרכוש אמינות ולהשפיע על ציפיות הציבור ועל התנהגותו.

המגמה להגדלת השקיפות בניהול יתרות מטבע החוץ התחילה מאוחר יותר, מסיבות שונות, ובאופן כללי היא מוגבלת הרבה יותר. תהליכי הגלובליזציה והגידול העצום של תנועות ההון בין-לאומיות הגדילו מאוד את הביקוש של הקהילה הפיננסית הבין-לאומית למידע עדכני ואמין על יתרות מטבע החוץ של מדינות רבות. המשברים הפיננסיים הרבים במדינות המתפתחות בסוף שנות התשעים, והעובדה שחלק מהמדינות הסתירו את המצב האמיתי של היתרות, הבליטו את הצורך בנתונים אמינים ובני השוואה על רמת היתרות וזמינותן בעת משבר, והגידול הניכר של היקף היתרות הגביר את העניין של ממשלות ושל הציבור בטיב ניהולן ובהכנסות שהן מניבות.

עם זאת, ישנם גורמים כבדי משקל המגבילים את הרצון או היכולת של בנק מרכזי לחשוף פרטים מסוימים על ניהול היתרות. ראשית, יש קשר הדוק בין ניהול היתרות למשטר שער החליפין, ובמיוחד להתערבות בשוק מטבע החוץ, נושא שלעיתים קרובות הוא אפוף סודיות. שנית, להחלטות השקעה רבות יש ערך עסקי ומסחרי רב, ואי אפשר לחשוף אותן ברבים בלי לפגוע בביצועי התיק וביחסים התקינים עם מוסדות פיננסיים המספקים לבנק המרכזי שירותים. שלישית, תיתכן רגישות מדינית או פוליטית להחלטות מסוימות. ולבסוף, ישנם מקרים שבהם ודאי נוח יותר למנהל היתרות שלא להציג או להסביר את החלטותיו או את תוצאותיהן.

למרות כל ההסתייגויות, ניכרת בשנים האחרונות מגמת הגדלה מדודה של השקיפות בניהול היתרות. המידע על ניהול היתרות הוא משלושה תחומים: מידע על גודל היתרות ועל הרכבן; מדיניות ההשקעה והחלטות ההשקעה; תוצאות הניהול. על רקע המשברים הפיננסיים שהוזכרו לעיל, הציעה קרן המטבע הבין-לאומית מענה לנושא הרמה וההרכב של היתרות בהשקת ה-"reserves data template" כחלק מפרויקט ה-"Special - SDDS" Data Dissemination Standards: מתכונת אחידה ואמינה לפרסום מיגוון של נתונים על גודל היתרות על ידי כל מדינה ומדינה. כ-60 מדינות, וביניהן ישראל, הצטרפו באופן וולנטרי ל-SDDS. כיום שוררת מידה גדולה יחסית של שקיפות ואמינות לגבי הגודל והרכב של יתרות מטבע החוץ של רוב מדינות העולם.

ממשלות ובנקים מרכזיים רבים הנהיגו שקיפות בתחומים שונים.

המגמה להגדלת השקיפות בניהול יתרות מטבע החוץ התחילה מאוחר יחסית והיא מוגבלת יחסית.

גורמים כבדי משקל מגבילים את הרצון או היכולת של בנק מרכזי לחשוף פרטים מסוימים על ניהול היתרות.

על רקע משברים פיננסיים שהתרחשו, הציעה קרן המטבע הבין-לאומית מענה לנושא הרמה וההרכב של היתרות, כחלק מפרויקט ה-SDDS.

לגבי השקיפות של
מדיניות השקעה והחלטות
השקעה אין כללים או
תקנים, ומידת השקיפות
נמוכה יחסית.

המצב לגבי מדיניות השקעה והחלטות השקעה שונה מאוד. אין כללים או תקנים, ומידת השקיפות נמוכה יחסית. ישנן מדינות החושפות חלקית את מדיניות ההשקעה או את מסגרת הניהול שלהן, ואף זאת רק בקווים כלליים. בהעדר סטנדרטים להגדרות מוסכמות קשה מאוד להשוות בין מדינות שונות. השקיפות לגבי ההחלטות בפועל קטנה עוד יותר, ולמעשה כמעט אינה קיימת. ולבסוף, רק מדינות בודדות – ביניהן ישראל – חושפות מידע כלשהו על תוצאות הניהול, כלומר על התשואה של השקעת היתרות. המידע החשוף אינו מספיק כדי לערוך השוואה בין מדינות, מהסיבות שצוינו לעיל. המקורות העיקריים למידע על ניהול היתרות הם, מלבד קרן המטבע הבין-לאומית, (ה-SDDS), דוחות שנתיים של בנקים מרכזיים, פרסומים מזדמנים ואתרים ברשת; החשיבות של האחרונים הולכת וגדלה במהירות.

המגמות הנזכרות לעיל באות לידי ביטוי בסקירה שנערך לגבי 19 מדינות שונות (לוח א'-5). כל המדינות מפרסמות מידע מלא על היקף היתרות, אבל רק ישראל ואוסטרליה מספקות מידע חלקי או מלא בכל עשר הקטגוריות שנבדקו. רק שתי מדינות מספקות

לוח א'-5																
דרגות גילוי המידע על ניהול יתרות מטבע חוץ במדינות נבחרות																
אוסטרליה	ברזיל	בריטניה	הממק	דרום קוריאה	הודו	הונג-קונג	ישראל	לטביה	מז-זילנד	נורבגיה	פינלנד	צ'ילה	הרפוב' הציכית	קולומביה	קנדה	הוסייה
ECB	האילנד	האילנד	האילנד	האילנד	האילנד	האילנד	האילנד	האילנד	האילנד	האילנד	האילנד	האילנד	האילנד	האילנד	האילנד	האילנד
+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
היקף היתרות	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
הרמה הרצויה של היתרות	ח	-	-	ח	-	-	+	-	-	-	ח	ח	ח	+	-	ח
סוגי הנכסים וחלקם ביתרות (פיקדונות, אג"ח אוצר	ח	-	ח	ח	-	ח	+	ח	-	ח	ח	ח	ח	ח	ח	ח
ארה"ב ואחרות, TIPS, GNMA והשאלה)	ח	-	ח	ח	-	ח	+	ח	-	ח	ח	ח	ח	ח	ח	ח
מבנה הנומרי המטבעי והרכבו	+	-	-	-	-	-	ח	-	-	-	-	-	-	-	-	-
תשואת ההחזקה ותרומת סוגי הנכסים השונים	ח	-	-	-	-	-	ח	-	-	+	ח	ח	ח	ח	ח	ח
אריכות הסמן ותשואתו	+	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	+	-	-	-
ניתוח תשואת ההחזקה ביחס לסמן (לפי ניהול	ח	-	-	-	-	-	ח	-	-	-	-	-	ח	ח	ח	ח
מטבעי, נכסי ואריכות)	+	-	-	-	-	-	ח	-	-	+	ח	ח	ח	ח	ח	ח
מידת הנזילות של היתרות	+	-	ח	ח	-	-	+	-	-	+	ח	ח	ח	ח	+	-
מידת החשיפה למגזר הבנקאי	+	-	-	ח	-	-	-	+	-	-	ח	ח	ח	ח	+	-
הסיכון התפעולי	+	ח	-	+	ח	-	+	ח	ח	ח	ח	ח	ח	-	+	-
+ = מידע מלא ח = מידע חלקי - = אין מידע																
המקור: דוחות שנתיים ואתרי רשת של הבנקים המרכזיים ועיבודי בנק ישראל.																

מידע על ההרכב המטבעי של היתרות, ורק ארבע נותנות מידע על אריכות תיק היתרות שלהן. רמת השקיפות גדולה יחסית בנושאים כלליים, אבל קטנה ככל שהנושא מתקרב לפרטים התפעוליים, להחלטות מעשיות או לתוצאות. השקיפות במדינות מתועשות גדולה יותר מאשר במדינות מתפתחות.

ישראל היא מן המדינות המובילות בכל הקשור לשקיפות בניהול יתרות מטבע החוץ. בלוח אפשר לראות שבנק ישראל מפרסם מידע מלא על תשעה מתוך עשרה נושאים אשר נבדקו ומידע חלקי על הנושא הנותר, בעוד שהמדינה הבאה אחרינו, אוסטרליה, נותנת מידע מלא בשבעה נושאים וחלקי בשלושה, ושאר המדינות – הרבה פחות. סקרים שערכו גופים בין-לאומיים שונים ציינו את השקיפות הרבה של בנק ישראל. בעוד שמדינות כמו אוסטרליה ונורווגיה, הנחשבות כמובילות בתחום השקיפות, מקציבות לניהול תיק היתרות כ-4-5 עמודים בדוחות השנתיים שלהן, בנק ישראל מפרסם בשנים האחרונות את הדוח הנוכחי, ובו עשרות עמודים על ניהול יתרות מטבע החוץ. נראה שלעת עתה בנק ישראל השיג איזון רצוי בין "זכות הציבור לדעת" לבין צרכיו התפעוליים בניהול היתרות.

ישראל היא מן המדינות המובילות בכל הקשור לשקיפות בניהול יתרות מטבע החוץ.

ג. טכנולוגיית המידע בניהול היתרות

מהפכת טכנולוגיית המידע של השנים האחרונות לא פסחה, כידוע, על המגזר הפיננסי, והשפיעה עליו אף יותר מאשר על מגזרים רבים אחרים. מובן אפוא, שטכנולוגיית המידע מעוררה בכל שלבי הניהול של יתרות מטבע החוץ: קליטת מידע ממקורות רבים ומגוונים, ניתוח מידע זה וקבלת החלטות על בסיסו, מימוש ההחלטות שנתקבלו בפעולות מול מוסדות פיננסיים אחרים ומעקב אחר התוצאות. חשוב לציין שכל עבודתה של מחלקת מטבע חוץ בתחום זה מתואמת עם מחלקת טכנולוגיית המידע של בנק ישראל ומתנהלת בהדרכתה. המחלקה גם מקדישה ממשאביה לפרויקטים בין-מחלקתיים שמובילה מחלקת טכנולוגיית המידע, כגון הכנת מערך גיבוי המידע של הבנק.

טכנולוגיית המידע מעוררה בכל שלבי הניהול של יתרות מטבע החוץ: קליטת מידע ממקורות רבים, ניתוח וקבלת החלטות על בסיסו, מימוש ההחלטות שנתקבלו בפעולות מול מוסדות פיננסיים ומעקב אחר התוצאות.

מתוך סוגי המידע שמתקבל, הדרוש לניהול ראוי של התיק, ניתן למנות: חדשות פיננסיות, המתפרסמות דרך סוכנויות חדשות בין-לאומיות; שיערים עדכניים והיסטוריים בכל השווקים הפיננסיים שהיתרות מושקעות בהם ובשווקים אחרים שיכולים להשפיע בעקיפין על שוקי ההשקעה, כגון מניות ונפט; מחקרים, ניתוחים ומודלים שבנקים ובנקים להשקעות מספקים למבחר לקוחותיהם (לרבות בנק ישראל) כשירות; שירותי מידע ייעודיים בתחומים של סיכון האשראי וסיכון השוק, המסופקים על ידי חברות פרטיות תמורת תשלום; הוראות מהלקוחות של בנק ישראל (משרדי הממשלה ויחידות הסמך) לביצוע פעולות במטבע חוץ, המגיעות באמצעי תקשורת ממוגנים.

הכלים המשמשים לניתוב מידע למחלקה, לניתוח ולתמיכה בקבלת החלטות הם משלושה סוגים: מערכות רחבות היקף המיועדות לאספקת נתוני שוק ולביצוע ניתוחים, אתרי רשת ממוגנים ותוכנות המותקנות במחשבי הבנק.

הכלים המשמשים לניתוב מידע זה למחלקה, לניתוח ולתמיכה בקבלת החלטות על בסיסו הם משלושה סוגים: (א) חברות ידועות, כדוגמת Reuters ו-Bloomberg, מספקות מערכות רחבות היקף המיועדות הן לאספקת נתוני שוק – חדשות ושיערים – והן לביצוע ניתוחים גרפיים ומתמטיים של מכשירים פיננסיים, על בסיס נתוני שיערים אמיתיים או היפותטיים. מאפיין חיוני של מערכות כאלה הוא עדכון נתוני השוק בזמן אמת, משום שכותרת של חדשות – פרסום נתון כלכלי, אמירה של פקיד בכיר, או כיוצא באלה – יכולה לקבל ביטוי מידי ומשמעותי בשערים השוררים בשווקים. (ב) כלים אחרים מסופקים לבנק באמצעות אתרי רשת ממוגנים, המאפשרים הרצת ניתוחים ומודלים

במחשבי הספק (בדרך כלל, מוסד פיננסי). (ג) במחשבי הבנק מותקנות תוכנות, שבאמצעותן ניתן לערוך חישובים פיננסיים, סטטיסטיים וכלכליים לצורך ניהול היתרות. בין האחרונות ראוי לציין תוכנה לקליטת עסקאות וניהול תיקים שנרכשה לפני מספר שנים, הממלאת תפקיד מרכזי בפעילות המשרד הקדמי והמשרד האמצעי של המחלקה. המידע שהיא מפיקה משמש גם בסיס עצמאי לקבלת החלטות וגם קלט למערכות אחרות, שתיזכרנה להלן.

ביצוע ההחלטות מתחלק לפעילות של המשרד הקדמי (חדר העסקאות) ושל המשרד האחורי, ובשתי הסביבות התחוללו בשנים האחרונות שינויים רחבים, בעקבות ההתקדמות בטכנולוגיית המידע. במשרד הקדמי חלק ניכר מהפעילות, שהיה מתבצע בעבר דרך הטלפון, עבר למערכות תקשורת ייעודיות, המקנות רמת אבטחה גבוהה, תורמות ליעילות השווקים ולצמצום מירווחי הקנייה-מכירה ומספקות תיעוד מלא של פרטי העסקה שנקשרה - דבר המקטין את הסיכון התפעולי. במשרד האחורי הוראות לקבל או למסור כסף וניירות ערך נשלחות באמצעי תקשורת מוצפנים, שפותחו עבור הקהילה הבנקאית הבין-לאומית, אף הם בעלי רמת אבטחה גבוהה. רשת עולמית זו שודרגה לאחרונה, ובנק ישראל נדרש, כמובן, שלא להישאר מאחור. התאמת מערכות הבנק להתקדמות העולמית בתחום זה הייתה מוקד חשוב בעבודת המחלקה בנושאי טכנולוגיית המידע בשנת 2004.

מעקב אחר תוצאות ביצוע ההחלטות שנתקבלו מתחלק אף הוא למשימות של המשרד האמצעי ושל המשרד האחורי. עבודת המשרד האמצעי מתמקדת בניתוח כלכלי לצורך ניהול היתרות, באמצעות אותם כלים המשמשים את המשרד הקדמי, ובמעקב שוטף אחר תשואות תיק היתרות ופירוקה לפי התרומות של גורמים שונים. המעקב אחר תשואות תיק נעשה בעזרת מערכות אחסון מידע ועיבודו, הניזונות מהמערכת לניהול תיקים שנזכרה לעיל. מערכות אלו פותחו בבנק ישראל, במאמץ משותף של מחלקת מטבע חוץ ומחלקת טכנולוגיית המידע. במשרד האחורי המעקב אחר התוצאות של ביצוע ההחלטות הוא חשבונאי יותר מכלכלי, והוא נתמך על ידי כלים מתאימים. בהקשר זה נזכיר את קפיצת המדרגה באחסון מסמכים ושליפתם, שבעבר התנהל בקלטרים ועל דפי מיקרופיש, והיום - בתוכנות ארכיון אלקטרוני.

ההתקדמות בטכנולוגיית המידע הביאה לשינויים רחבים באופן ביצוע ההחלטות, הן במשרד הקדמי (חדר העסקאות) והן במשרד האחורי.

גם המעקב אחר התוצאות של ביצוע ההחלטות שהתקבלו, במשרד האמצעי ובמשרד האחורי נתמך על ידי כלים טכנולוגיים מתאימים.

נספח א'-1: מונחים והבהרות

איגרות חוב הנמכרות בשווקים הפיננסיים שמחוץ לארץ של המטבע שבו הן נקובות. ראו תיבה א'-3 לעיל.	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 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
קיצור של Value-at-Risk; ההפסד הגדול ביותר הצפוי, בהסתברות נתונה, בתוך פרק זמן מוגדר.	VaR
היחס בין שינוי קטן בערך של מכשיר חוב, כאחוז מערכו הקודם, ובין השינוי בתשואה-לפדיון (בסימן ההפוך) של המכשיר, המלווה אותו. נמדדת ביחידות זמן. מונח נרדף: מח"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. אולם לפי הגדרתה, האריכות מודדת רגישות לשינויים מקבילים וקטנים בעקום התשואות. בפועל, תזוזות העקום מלוות לעתים קרובות בשינויים בשיפועו. האריכות החלקית באזור ספציפי של העקום מתקבלת על ידי הכפלת האריכות של הנכסים המושקעים באותו אזור במשקלם בתיק, והיא מודדת את סיכון התיק לשינוי מקביל באזור בלבד. סכום האריכויות החלקיות על פני העקום שווה לאריכות של התיק כולו.	אריכות של תיק, אריכות חלקית portfolio duration, partial 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

פרק א': השקעת יתרות מטבע החוץ

מדיניות השקעה investment policy	הנהלים והשיטות שקבע משקיע לגבי השקעותיו, בהתאם להעדפות, ליעדים ולאסטרטגיות ארוכות הטווח שלו. בהקשר של היתרות: ההנחיות העיקריות לניהול חשיפת תיק היתרות לסיכונים שונים ודרגות החופש שנקבעו לפעילות שוטפת של מחלקת מטבע חוץ.
מונחי מטבע (למשל מונחי דולרים) currency terms (e.g. US dollar terms)	שיעור התשואה המתקבל כשהערכים השוטפים של כל הנכסים מוכפלים בשערי ההמרה השוטפים של מטבע או סל מסוים.
מונחים שנתיים annual terms	שיעור התשואה שהיה מתקבל אילו קצב השינוי ששרר בתקופה הנדונה היה נמשך במשך שנה אחת.
מועדית forward	הסכם לקנות או למכור נכס מסוג מסוים, כגון מטבע חוץ, במחיר ובתאריך בעתיד ידועים מראש.
מירווח החלף swap spread	ההפרש בין התשואות-לפדיון של איגרת חוב ממשלתית ובין הריבית הקבועה שצד אחד משלם לשני בעסקת החלף ריבית לתקופה דומה.
מירווח תשואה yield spread	ההפרש בין התשואות-לפדיון של שני מכשירי חוב.
מירווח TED spread	קיצור של מירווח Treasury-Eurodeposit. ההפרש בין התשואה-לפדיון של איגרת חוב ממשלתית העומדת לפירעון בתוך זמן קצר לבין הריבית על פיקדון הנפרע במועד דומה.
נייר ערך מסחרי commercial paper (CP)	איגרת חוב ללא קופון, הנמכרת בניכיון, שהזמן-לפירעון המקורי שלה קצר מ-270 יום (כתשעה חודשים). הבנק רשאי להשקיע את יתרות מטבע החוץ בניירות ערך מסחריים בתנאי שהם הונפקו על ידי ממשלה זרה או שנתונה לגביהם ערבות של ממשלה זרה.
נומרי numeraire	ההרכב המטבעי שנקבע כסמן לתיק היתרות. ראו פרק א'-1 לעיל.
נוזלות liquidity	היכולת לממש נכסים ללא דיחוי וללא פגיעה בערכם. ראו תיבה א'-2 בדין וחשבון של מחלקת מטבע חוץ לשנת 2002.

הערך של תכונה מסוימת של תיק כשהוא במצב של העדר סיכון.	ניטרלי neutral
נכס שתשואתו לפדיון מורכבת מהתשואה של נכס אחר (כגון איגרת חוב ממשלתית) ועוד מירווח תשואה, המשתנה, בדרך כלל ברציפות ובמתינות, בהתאם לשינויים בהיצע ובביקוש של נכסים מהסוג הנדון.	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. ראו תיבה א' 7- בד"ח וחשבון של מחלקת מטבע חוץ לשנת 2001.	סיכון אשראי credit risk
החשיפה לאפשרות של הפסד כתוצאה משינויים בשערי החליפין.	סיכון מטבעי currency risk
החשיפה לאפשרות של הפסד הנובע מניסוח החוזה, בטעות, שלא לטובת המשקיע.	סיכון משפטי legal risk
החשיפה לאפשרות של הפסד כתוצאה משינויים בשיעורי הריבית או בתשואות-לפדיון.	סיכון ריבית interest-rate risk
החשיפה לאפשרות של הפסד בגלל כשל מערכות, טעויות אנוש וכדומה.	סיכון תפעולי operational risk
תיק היפותיטי, הבנוי על פי כללים מוסכמים מראש, ומשמש קנה מידה להערכת ביצועיו של מנהל תיק השקעות ועוגן לניהול הסיכונים של התיק.	סמן benchmark portfolio
הסכם להעביר או לשעבד את הבעלות על נכסים פיננסיים, כגון מטבע חוץ או נייר ערך.	עסקה trade

פרק א': השקעת יתרות מטבע החוץ

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