



דיווח על הדיונים המוניתריים שנערכו בבנק ישראל
בנושא ניהול יתרות מטבע החוץ

הדיונים התקיימו ב-11 באפריל 2018, ב-16 וב-30 בינואר 2019

הקצאת הנכסים בסמן הוועדה המוניתרית – ההמלצה לשנת 2019.

הוועדה המוניתרית אישרה את ההמלצה של חטיבת השווקים לשנת 2019 בנוגע להקצאת הנכסים בסמן הוועדה. הרכב הסמן שאושר כולל:

- 77% באג"ח ממשלתיות באריכות ממוצעת של 2.3 שנים בארה"ב ושל 1.5 שנים באירופה. (מתוכם 1.2% באג"ח ממשלתיות ומטבעות של מדינות שאושרו על ידי הוועדה)
- 15% בסמן מניות.
- 8% באג"ח קונצרניות בדירוג השקעתי, מתוכם 5.3% בשוק האמריקאי ו-2.7% בשוק האירופי.

זאת לעומת הרכב סמן הוועדה שהיה בשנת 2018:

- 81.5% באג"ח ממשלתיות באריכות ממוצעת של שנתיים בארה"ב ושל 1.5 שנים באירופה.
- 12.5% בסמן מניות.
- 6% באג"ח קונצרניות בדירוג השקעתי, מתוכם 4.5% בשוק האמריקאי ו-1.5% בשוק האירופי.

השינויים בסמן הוועדה, וכתוצאה מכך השינויים בהשקעת יתרות מטבע החוץ, ייעשו בהדרגה בהתאם לתנאי השוק ולפי שיקול דעתה של חטיבת השווקים.

רקע:

מסגרת ניהול ההשקעה של תיק היתרות מתבססת על שני סמנים הממלאים תפקידים שונים: **הסמן הבסיסי וסמן הוועדה**. סמן הינו תיק רעיוני, בר השקעה, הכולל מגוון רחב של נכסים ובנוי על פי כללים ידועים וקבועים. השימוש בסמנים נועד למדידת הביצועים של החלטות ההשקעה, כפי שמתקבלות ע"י הוועדה המוניתרית וחטיבת השווקים בהתאם לחלוקת הסמכויות ביניהן. **הסמן הבסיסי** מייצג הרכב נכסי שמרני, בר השקעה, העומד בשני היעדים הראשונים של מדיניות השקעת היתרות: שמירה על כוח הקנייה של היתרות וניהולן ברמת נזילות גבוהה וברמת סיכון נמוכה. על מנת להשיג את מטרותיו, הסמן הבסיסי מורכב מאג"ח ממשלתיות של מטבעות הנומרה¹ עם אריכות קצרה²;

¹ אג"ח של ארה"ב, בריטניה, גרמניה, צרפת והולנד.
² אריכות מטרה של 6 חודשים

הסמן הבסיסי מספק קנה מידה לביצועי החלטות הוועדה – בשל אופיו השמרני, הסמן הבסיסי מייצג תיק חסר סיכון בר השקעה. לכן, ההפרש בין תשואת סמן הוועדה לזו של סמן זה מייצגת את פרמיית הסיכון של סמן הוועדה.

סמן הוועדה הינו תיק רעיוני, בר השקעה, המשקף את ההרכב האסטרטגי של הנכסים בתיק היתרות, הנבחר על ידי הוועדה המונית. הרכב הנכסים בסמן נקבע במטרה להשיא את תשואת תיק היתרות בכפוף לפרופיל הסיכון שנקבע על ידי הוועדה. וזאת תוך עמידה בשני היעדים הראשוניים של מדיניות השקעת היתרות. המטרות המרכזיות של הסמן הן: (1) לתרגם את ההעדפות ופרופיל הסיכון של הוועדה להקצאה אסטרטגית של הנכסים, וזאת בכפוף לקווים המנחים ועל בסיס הערכת הסביבה המקרו-כלכלית והפיננסית הצפויה; (2) להתוות מסגרת לניהול תיק היתרות. בחירת הסמן קובעת למעשה את המאפיינים המרכזיים של תיק היתרות ובכללם, ההרכב המטבעי, ההרכב הנכסי ואריכות המטרה לכל סמן מטבעי. חטיבת השווקים מנהלת את ההשקעה בפועל של תיק היתרות במסגרת דרגות החופש שניתנו לה על ידי הוועדה תוך עמידה בפרופיל הסיכון. לפיכך, **סמן הוועדה מספק קנה מידה להערכת הביצועים של מנהלי התיק בפועל.**

תהליך בחירת ההרכב המומלץ של סמן הוועדה ל-2019 התחיל בהערכת הגורמים הצפויים להשפיע על הסביבה המקרו-כלכלית. על בסיס הערכה זו החטיבה בנתה שלושה תרחישים לסביבה המקרו כלכלית: בסיסי, אופטימי ופסימי. בניית **התרחיש הבסיסי** התבצעה על סמך:

1. ניתוח **תמונת המצב הנוכחית** בכלכלה העולמית.
 2. זיהוי **הגורמים המרכזיים**, שצפויים להשפיע הכלכלה, והערכת כיוון התפתחותם ומידת השפעתם בסבירות הגבוהה ביותר.
- בניית התרחישים החלופיים התבססה על העקרונות הבאים:
1. התממשות הסיכונים המרכזיים (כלפי מעלה / מטה) הגלומים בתרחיש הבסיסי.
 2. להתממשותם צפויה להיות השפעה ניכרת על התשואה והסיכון של התיק.

לאחר מכן החטיבה העריכה את התנאים הפיננסיים הצפויים בשלושת התרחישים (שינויים בעקומי התשואות ובמרווחי האשראי, רווחיות החברות וכו'). זאת בהתבסס על מודלים פנימיים, סקירות אסטרטגיות של בתי השקעות והערכות שיפוטיות. על בסיס כל אלה, החטיבה גזרה את התחזיות לתשואות האחזקה על הנכסים השונים בכל אחד מהתרחישים.

בהינתן תחזיות החטיבה לתשואות הנכסים, ובהינתן הסיכון שלהם והמתאמים ביניהם, החטיבה בחנה הרכבים שונים של נכסים המשיאים את התשואה על תיק יתרות, עבור רמת הסיכון הרצויה. הרכב התיק המומלץ נבחר על בסיס ניתוח התוצאות, ובכלל זה ניתוחי רגישות, בחינת תרחישי קיצון והפעלת שיקול דעת.

ההקצאה האסטרטגית ל-2019 נעשתה במסגרת הנוסח החדש של הקווים המנחים³, המדגיש את החשיבות של השגת היעד של שימור כוח הקנייה של היתרות בטווח הבינוני. הגדלת המשקל של המניות והאג"ח הקונצרניות בסמן הוועדה נעשו מתוך ראייה ארוכת טווח ובמטרה להגביר את הסיכוי להשיג את היעד של שימור כוח הקנייה של היתרות בטווח הבינוני. וזאת לאור התשואות הריאליות הנמוכות ואף שליליות הצפויות בטווח הבינוני על השקעה באג"ח ממשלתיות במרבית המדינות המפותחות.

הוועדה המוניתרית בוחנת את ההקצאה לפחות פעם בשנה, וכן בכל עת שהיא תראה לנכון, בהתאם להתפתחויות בשווקים.

החלטת הוועדה המוניתרית:

הוועדה אישרה את המלצות חטיבת השווקים.

השתתפו:

חברי הוועדה המוניתרית

פרופ' אמיר ירון, נגיד בנק ישראל ויו"ר הוועדה המוניתרית⁴ (למעט בדיון שהתקיים ב-11 באפריל 2018)

ד"ר קרנית פלוג, נגידת בנק ישראל היוצאת אשר שימשה כיו"ר הוועדה המוניתרית⁵ (בדיון שהתקיים ב-11 באפריל 2018)

ד"ר נדן בודו טרכטנברג, המשנה לנגיד

מר אנדרו אביר, מנהל חטיבת השווקים

פרופ' ראובן גרונאו

פרופ' צבי הרקוביץ

פרופ' משה חזן

משתתפים נוספים

מר אדי אזולאי, ראש מטה הנגיד (למעט בדיונים שהתקיימו ב-11 באפריל 2018 וב-30 בינואר 2019)

מר יוסף איסלר, כלכלן בכיר, חטיבת השווקים (למעט בדיון שהתקיים ב-11 באפריל 2018)

מר ברק אטינגר, חטיבת השווקים (למעט בדיון שהתקיים ב-11 באפריל 2018)

מר טל ביבר, מנהל אגף השווקים, חטיבת השווקים

מר מיקי בלנק, מנהל יחידת העסקאות, חטיבת השווקים

גב' פרנסואז בן צור, מנהלת האגף הפיננסי, חטיבת השווקים

ד"ר גולן בניטה, מנהל היחידה לניהול אסטרטגי, חטיבת השווקים

מר ניצן גד שנער, חטיבת השווקים (בדיון שהתקיים ב-11 באפריל 2018)

גב' גניה דה מאיו, מנהלת היחידה לניהול סיכונים, חטיבת השווקים

³ הנוסח נכנס לתוקף ב-23 בינואר 2019.

⁴ פרופ' אמיר ירון החל לכהן כנגיד בנק ישראל וכיו"ר הוועדה המוניתרית בתאריך 24 בדצמבר 2018.

⁵ ד"ר קרנית פלוג הפסיקה לכהן כנגידת בנק ישראל וכיו"ר הוועדה המוניתרית בתאריך 12 בנובמבר 2018.

מר חנוך דננברג, מנהל יחידת מעקב וניתוח, חטיבת השווקים (למעט בדיון שהתקיים ב-11 באפריל 2018)

מר דוד הופמן, כלכלן, חטיבת השווקים (למעט בדיון שהתקיים ב-11 באפריל 2018)

מר אמיר ולר, חטיבת השווקים (בדיון שהתקיים ב-30 בינואר 2019)

גב' חגית ווקנין, חטיבת השווקים (למעט בדיון שהתקיים ב-11 באפריל 2018)

מר מרק יוחאי, כלכלן בכיר, חטיבת השווקים

גב' קטי כהן, חטיבת השווקים (למעט בדיון שהתקיים ב-16 בינואר 2019)

מר דור לב, כלכלן, חטיבת השווקים

מר רועי לוי, כלכלן ביחידה לניהול סיכונים, חטיבת השווקים

מר מרק נולמן, כלכלן בכיר, חטיבת השווקים (בדיון שהתקיים ב-11 באפריל 2018)

פרופ' מישל סטרבצ'נסקי, מנהל חטיבת המחקר

גב' מיכל סיני לויטן, המחלקה המשפטית (בדיון שהתקיים ב-30 בינואר 2019)

מר חנן פנקס, חטיבת השווקים (בדיון שהתקיים ב-30 בינואר 2019)

ד"ר עמית פרידמן, יועץ למנהל חטיבת השווקים (למעט בדיון שהתקיים ב-11 באפריל 2018)

מר רן ציון, חטיבת השווקים (למעט בדיון שהתקיים ב-11 באפריל 2018)

גב' אסתי שורץ, מזכירת הוועדה המוניתרית והמועצה המינהלית