



בנק ישראל מזכירות הוועדה המוניתרית

דיווח על הדיון המוניתרי שנערך בבנק ישראל בנושא ניהול יתרות מטבע החוץ שילוב אגרות חוב מסוג High Yield בתיק היתרות

הדיון התקיים ב-9 ביוני 2021

רקע:

בנק ישראל השקיע בשנים האחרונות באגרות חוב בהנפקת חברות שדרוג האשראי שלהן הוא לפחות (BBB-). לאחרונה (2021), אישרה הוועדה המוניתרית קווים מנחים חדשים לניהול יתרות מטבע החוץ. הנוסח החדש של הקווים המנחים נותן משקל גבוה יותר להשגת תשואה ומאפשר נטילת סיכונים השקעה גבוהים יותר יחסית לעבר. הקווים המנחים החדשים מאפשרים גם השקעה באגרות חוב מסוג High Yield (להלן – אג"ח HY) בשיעור של עד 5 אחוזים מתיק יתרות מטבע החוץ. אג"ח של חברות שדרוג האשראי שלהן נמוך מדרוג (BBB-) מוגדרות כאג"ח HY.

תיק היתרות של בנק ישראל כיום כולל בעיקר אגרות חוב המונפקות על ידי מדינות אך גם מניות. התשואה הצפויה וגם הסיכון הצפוי בהשקעה באג"ח HY בארה"ב ובאירופה נמוכים מאלו של השקעה במניות, אך גבוהים מנכסים אחרים בתיק יתרות מטבע החוץ. משבר הקורונה שגרם לתנודות חריפות בשווקים הפיננסיים בשנת 2020 סיפק הזדמנות נוספת לבחון את התכונות המאפיינות של אג"ח HY, ותומך במסקנה לעיל.

אג"ח HY בארה"ב ואירופה הן נכס שמניב פרמיית סיכון של כ-3-4 אחוזים בממוצע יחסית לאגרות חוב המונפקות על ידי מדינה באריכות דומה. פרמיה זו גבוהה מפרמיית הסיכון שמניבות אגרות חוב מסוג Investment Grade (להלן – אג"ח IG) שנעה סביב 1 אחוז, אך נמוכה בדרך כלל מפרמיית המניות. השקעה באג"ח HY כרוכה בהפסדי אשראי שוטפים כתוצאה מכשל אשראי, זאת בניגוד להשקעה באג"ח IG שם סיכון כשל האשראי הוא נמוך מאוד¹. הפסדים כתוצאה מכשל אשראי באג"ח HY הם מאפיין קבוע של ההשקעה בנכס זה, גם בזמנים של פריחה כלכלית.

שילוב של אג"ח HY בתיק יתרות מטבע החוץ, בהינתן יתר ההגבלות והאילוצים בהשקעת היתרות, נמצא כאופטימאלי ולכן שילובם מאפשר הפחתה של הסיכון בתיק, ו/או העלאה של תוחלת התשואה של תיק היתרות עבור רמת סיכון נתונה. מספר בנקים מרכזיים כבר שילבו אג"ח HY בתיקי היתרות שלהם².

¹ בתיק אג"ח IG שמנוהל בבנק ישראל משנת 2014 לא נרשמו עד כה אירועי כשל אשראי.
² לפי סקר HSBC לשנת 2020, הכולל 74 בנקים מרכזיים כ-5% משקיעים באג"ח HY.

דיון:

היתרונות והסיכונים בשילוב אג"ח HY בתיק היתרות הוצגו בהרחבה על ידי חטיבת השווקים. הנתונים שהוצגו כללו את התפלגות דירוגי האשראי של אג"ח HY, ההסתברות לכשל לפי דרוג והתשואה של נכסי HY לפי דרוג - בארה"ב ואירופה, וכן דוגמאות לחברות שאגרות החוב שלהן הוא בדרוג HY. בנוסף הוצגו נתונים לגבי ההפסדים באג"ח HY בשלושת המשברים הגדולים במאה הנוכחית.

חטיבת השווקים העריכה שלאג"ח HY יש פוטנציאל לתרום באופן משמעותי לתשואה של תיק היתרות על פני זמן, וזאת תוך גיוון של מקורות התשואה הצפויה בתיק והפחתה של התלות בתשואת המניות, במיוחד בתנאים של צמיחה כלכלית לא גבוהה. בזמן משבר, ההפסדים בנכס צפויים להיות נמוכים מאלו בתיק המניות. אג"ח HY רגישות פחות ממניות לזעזועים מוניטאריים ופיסקאליים.³

מכיוון שעד היום בנק ישראל לא השקיע באג"ח HY, חטיבת השווקים המליצה לוועדה המוניתארית על מתווה לשילוב הדרגתי של אג"ח HY בשיעור נמוך שילך ויעלה בשנים 2021-2022. החטיבה המליצה שההשקעה תתבצע באמצעות מספר מנהלים חיצוניים שמתמחים בנכס זה שיבחרו במיוחד. השקעה באופן כזה תאפשר פיזור סיכונים ותבסס תהליך של למידה וצבירת ניסיון.

התקיים דיון בהמלצות החטיבה.

החלטות הוועדה המוניתרית:

- לאשר לחטיבת השווקים להשקיע עד 1% מתיק היתרות בשנת 2021 בנכסי HY באירופה ובארה"ב תוך שמירה על רמת הסיכון במונחי CVAR שאושרה לשנה זו.
 - לאשר לחטיבת השווקים להשקיע עד 2% מתיק היתרות בשנת 2022, בנכסי HY באירופה ובארה"ב תוך שמירה על רמת הסיכון במונחי CVAR שתאושר לשנת 2022.
 - לבצע את ההשקעה האסטרטגית באמצעות ניהול חיצוני.
 - סמן ההשקעה יהיה סמן רחב יחיד לכל תיק (דולר ואירו). הסמן יהיה אחד מהסמנים המקובלים בשוק והתואמים את אופק ההשקעה של בנק ישראל.
- ההחלטה התקבלה פה אחד.

³ בנק ישראל מחזיק כבר כיום במניות של חברות שהאג"ח שלהן מדורג HY בהתאם למשקלם במדדי המניות הרחבים בהם הוא משקיע, אולם עד כה בנק ישראל לא השקיע באופן אקטיבי באג"ח של חברות אלו.

השתתפו:

חברי הוועדה המוניטרית

פרופ' אמיר ירון, נגיד בנק ישראל, יו"ר הוועדה המוניטרית

מר אנדרו אביר, המשנה לנגיד בנק ישראל

פרופ' ראובן גרונאו

פרופ' צבי הרקוביץ

פרופ' משה חזן

משתתפים נוספים

מר נדב אשל, חטיבת המחקר

מר טל ביבר, מנהל אגף שווקים בחטיבת השווקים

מר מיקי בלנק, מנהל חדר עסקות, חטיבת השווקים

גב' פרנסואז בן צור, מנהלת האגף הפיננסי בחטיבת השווקים

ד"ר גולן בניטה, ראש מטה הנגיד

גב' גניה דה-מאיו, מנהלת היחידה לסיכונים פיננסיים, חטיבת השווקים

מר אורן הדגיס, חטיבת השווקים

מר מרק יוחאי, ראש היחידה לניהול אסטרטגי, חטיבת השווקים

מר דור לב, חטיבת השווקים

מר ערד מאי, מזכירות הוועדה המוניטרית והמועצה המנהלית

גב' מיכל סיני לזיתן, המחלקה המשפטית

ד"ר עמית פרידמן, יועץ למנהל חטיבת השווקים

מר רן ציון, חטיבת השווקים

גב' טלי קמל, חטיבת השווקים

גב' סיגל ריבון, מנהלת אגף מוניטרי בחטיבת המחקר

גב' גיננה תירוש, חטיבת השווקים