



בנק ישראל

השקעת יתרות מטבע החוץ

דין וחשבון 2018

תוכן העניינים

עיקרי הדברים.....	3
א. הרמה של יתרות מטבע החוץ.....	4
1. רמת היתרות והשינויים בה.....	4
2. רמת היתרות הנאותה.....	6
ב. מסגרת ניהול יתרות מטבע החוץ.....	7
1. מטרות החזקתן של היתרות והקווים המנחים לניהולן.....	7
2. רמת הסיכון המרבית של היתרות.....	8
3. הסמן הבסיסי, ההקצאה האסטרטגית וההרכב בפועל.....	12
ג. תשואת ההחזקה של היתרות.....	15
1. תנאי הרקע הכלכליים והפיננסיים.....	15
2. תשואת תיק היתרות.....	19
3. תשואת תיק היתרות במדידה רב-שנתית.....	20
ד. תרומת הניהול הפעיל - התשואה העודפת למול הסמן הבסיסי.....	23
1. מניות.....	25
2. אריכות ופיזור.....	26
3. נכסי מרווח.....	27
3. אג"ח תאגידיות.....	27
ה. מדדים שונים לסיכון ולתשואה המותאמת לסיכון.....	29
1. תנודתיות תיק היתרות, הניהול הפעיל ומדד ה-CVaR.....	29
2. תרומת הניהול הפעיל המותאמת לסיכון.....	31
נספח 1 : הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית.....	32
נספח 2 : הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ.....	37
נספח 3 : מילון מונחים.....	42
תיבה 1 : הנוסח החדש של הקווים המנחים.....	9

עיקרי הדברים

1. יתרות מטבע החוץ של ישראל הסתכמו בסוף 2018 ב-115.3 מיליארדי דולרים - גידול של 2.3 מיליארדי דולרים במהלך השנה.
2. רמת היתרות בסוף השנה גדלה במקצת מהקצה העליון של טווח רמת היתרות הנאותה שנקבעה: 70 עד 110 מיליארדי דולרים – ונותרה ברמה יציבה של 31% ביחס לתוצר.
3. בשנת 2018, בממוצע, 63.4% מהיתרות הושקעו בנכסים ממשלתיים, 12.8% במניות, 5.9% באג"ח קונצרני, 11.8% באג"ח ארוכים של גופים ציבוריים אחרים והיתרה בנכסים קצרים.
4. תשואת ההחזקה של תיק היתרות בשנת 2018 הסתכמה ב-0.18% במונחי הנומור, שהוא סל מטבעות המורכב בעיקר מהדולר ומהאירו. תשואת התיק היתה נמוכה מבשנים האחרונות, בעיקר בשל הירידות בשוקי המניות בחודשים האחרונים של שנת 2018.

לוח 1

תשואות ההחזקה של תיק היתרות במבטים שנתי ורב-שנתי, 2014 עד 2018

2018	2016 עד 2018	2014 עד 2018
0.18	1.58	1.33
1.06	0.52	0.38
-0.87	1.06	0.95

5. התשואה העודפת למול הסמן הבסיסי השנה הייתה -0.87%. ההשקעה במניות גרעה 1.10% ומנגד, אריכות גבוהה מהסמן הבסיסי וירידת התשואה לפדיון של תיק האירו, יחד עם השקעות קצרות טווח בתיק הדולרי תרמו תרומה חיובית של 0.27%.
6. ההפסד שנרשם השנה בשל השקעה במניות, הוא ביטוי לסיכון הכרוך בהשקעה בנכסים מסוכנים יחסית לאג"ח ממשלתיים, אך בעלי תוחלת תשואה גבוהה בטווח הבינוני והארוך. זאת במסגרת רמת הסיכון שאישרה הוועדה המוניתרית. במבט רב-שנתי, בחמש שנים האחרונות, התיק בפועל ביצע טוב יותר מהסמן הבסיסי בכמעט אחוז שלם במונחים שנתיים.
7. ההחלטה של בנק ישראל להשקיע חלק מיתרות המט"ח במניות, התקבלה בשנת 2012 מתוך ראייה ארוכת טווח¹, על רקע העלייה ברמת היתרות וסביבת הריביות הנמוכה. שיעור ההשקעה במניות עלה בהדרגתיות עד לרמה של כ-12.5%. ואכן, מאז, ההשקעה במניות תרמה כ-66% מסך התשואה העודפת הכוללת.
8. בתחילת 2019 אישרה הוועדה המוניתרית נוסח חדש לקווים המנחים²: רמת הסיכון המרבית (CVaR(5% לאופק של שנה, הועלתה מ-400 נ"ב ל-475 נ"ב; הודגשה החשיבות של השגת יעד שימור כוח הקנייה גם בטווח הבינוני, ושיעור ההשקעה המרבי במניות הועלה מ-15% ל-17.5%; ההקצאה הנכסית ל-2019 נקבעה במסגרת הנוסח החדש של הקווים המנחים.

¹ ראה תיבה 1 בדוח השקעת יתרות מטבע החוץ לשנת 2017.

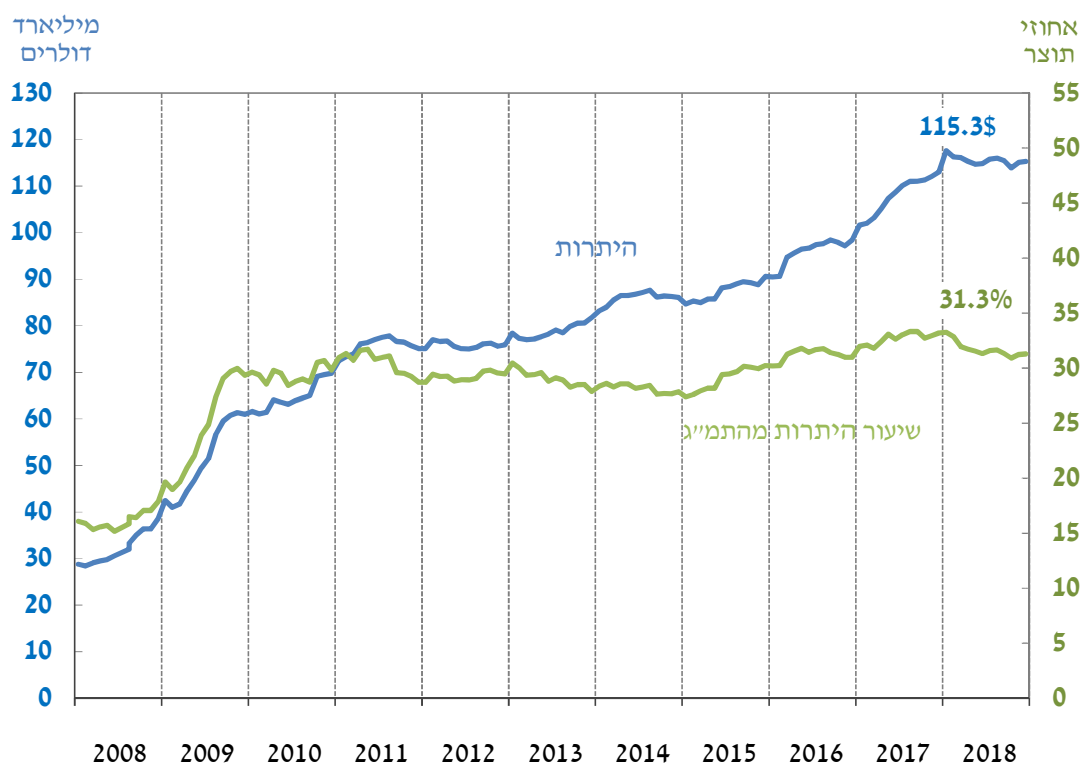
² ראה תיבה 1 בדוח זה.

א. הרמה של יתרות מטבע החוץ

1. רמת היתרות והשינויים בה

בשנת 2018 גדלו יתרות מטבע החוץ של ישראל ב-2.3 מיליארדי דולרים – מ-113 מיליארדי דולרים בסוף שנת 2017 ל-115.3 מיליארד בסוף 2018³. היתרות הגיעו לשיאן בתחילת השנה וקטנו בהמשכה. גידול היתרות השנה היה קטן משמעותית מהגידול בשנה הקודמת (איור 1).

איור 1
יתרות המט"ח של ישראל ושיעורן מהתמ"ג, 2008 עד 2018
(יתרה לסוף חודש)



המקור: בנק ישראל.

עיקר הגידול ביתרות נבע מרכישות מטבע חוץ של בנק ישראל בסכום של 3.3 מיליארדי דולרים, אך שיערוך היתרות גרע מהן 1.6 מיליארדי דולרים (לוח 2). השיערוך הוא השינוי ביתרות בדולרים המיוחס לרווחים שמומשו מהכנסה מריבית ומרווחי הון, וכן לשינוי השווי מהפרשי מחירי נכסים והפרשי שערים של מטבעות, בהן מושקעות היתרות, מול הדולר. השנה, בשל

³ רמת היתרות לאורך כל הסקירה, כוללת את ההקצאות של זכויות משיכה על ידי קרן המטבע הבין-לאומית למדינות החברות בקרן (Allocation SDRs) ואת ה-Reserve Tranche בקרן. רמתן הגיעה בסוף שנת 2018 ל-1.8 מיליארדי דולרים. עוד בעניין זה ראו: "בנק ישראל – דין וחשבון כספי לשנת 2018".

התחזקות הדולר מול האירו והליש"ט, מטבעות שבהם מושקעים כ-30% מהיתרות, ובשל ירידת שווי של המניות, נרשמה ירידה בהיקף של כ-3.4 מיליארדי דולרים בחשבון השיערוך. ירידה זו קוּזְזָה במקצת על ידי הכנסות מריבית ומרווחי הון שמומשו, בהיקף של 1.8 מיליארדי דולרים. הפקדות הממשלה, בין היתר מכספי שתי הנפקות בחו"ל, הוסיפה 0.6 מיליארדי דולרים ליתרות.

לוח 2

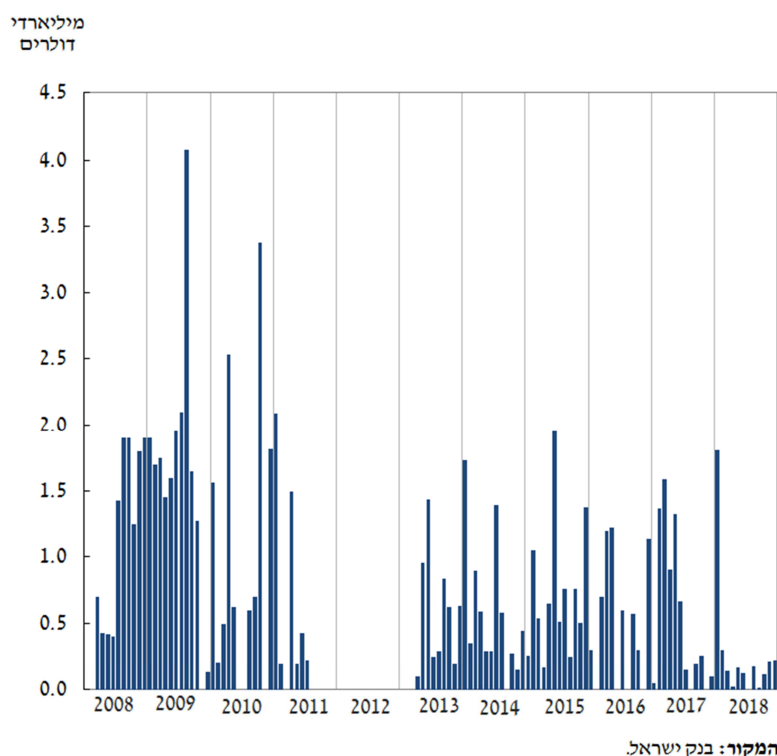
רכיבי השינויים ביתרות, 2018 (מיליוני דולרים)

3,319	המט"ח שבנק ישראל רכש
-1,605	שיערוך
-24	המגזר הפרטי
578	הממשלה
2,268	סך השינוי
המקור: בנק ישראל	

רכישות בנק ישראל בוצעו במסגרת המדיניות המוניטרית⁴ והיו נמוכות משמעותית מן הרכישות בשנת 2017 (6.6 מיליארדי דולרים) (איור 2).

איור 2

המט"ח שבנק ישראל רכש, ינואר 2008 עד דצמבר 2018



⁴ ראו תיבה "מדיניות שער החליפין של בנק ישראל: הסיבות, התוצאות, ותהליך קבלת ההחלטות" ב-

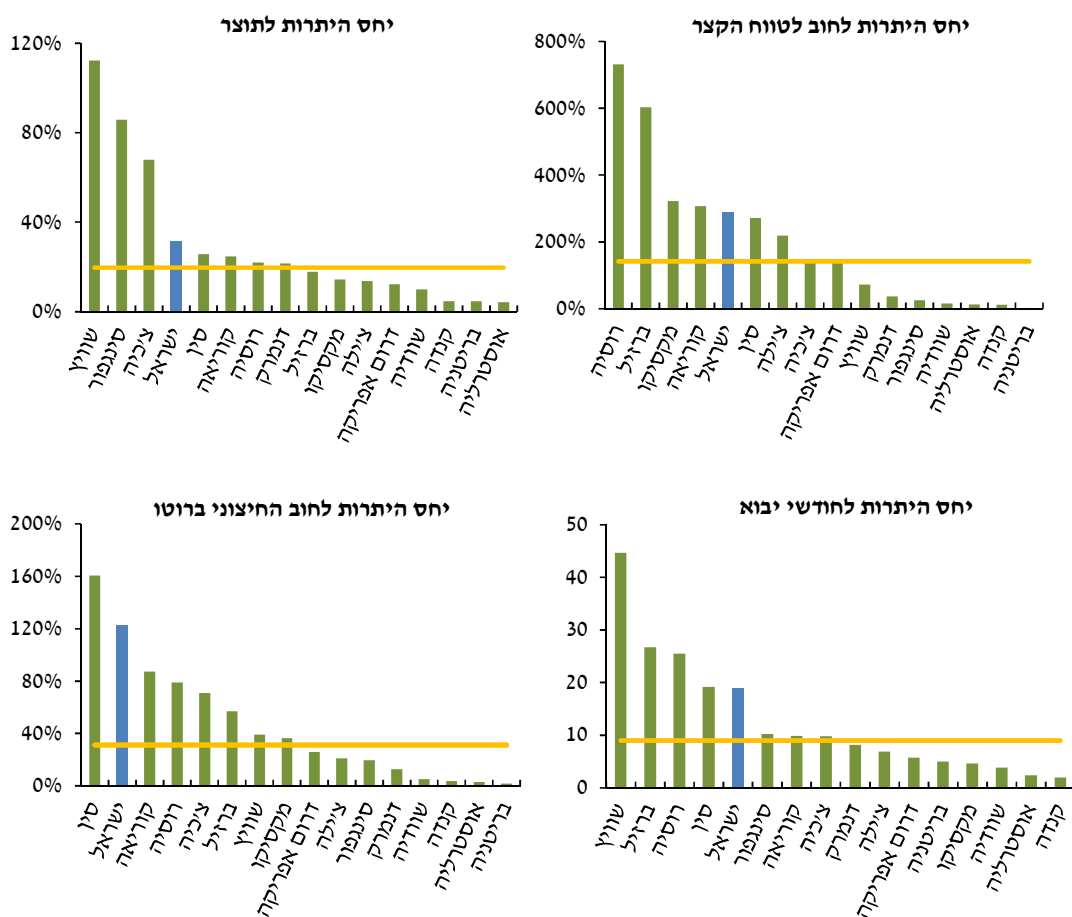
<http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/RegularPublications/DocLib3/MonetaryPolicyReport/MPR201602h.pdf>

2. רמת היתרות הנאותה

רמת היתרות בסוף שנת 2018 הייתה גבוהה במקצת מהגבול העליון של הרמה הנאותה⁵ שנקבעה, 70–110 מיליארדי דולר (איור 1), וזאת כתוצאה מצעדי המדיניות המוניטרית. רמת היתרות ביחס לתמ"ג נשארה בתחום הרמה היציבה השוררת מאז 2009, והשנה היא אף ירדה בכ-2 נקודות האחוז ל-31.3%, וזאת על רקע הגידול בתוצר ולמרות גידול מסוים ביתרות.

באיור 3 מוצגות היתרות של ישראל ושל מדינות נוספות ביחס למצרפים כלכליים, שיחסית אליהם מקובל למדוד את היתרות.

איור 3
היחס בין היתרות¹ למצרפים כלכליים בסוף 2018, ישראל לעומת מדינות נבחרות



⁵ את הרמה הנאותה של היתרות קובע הנגיד בהתאם למטרות החזקתן, בהסתמך על עקרונות שאישרה הוועדה המוניתרית. ראה נספח 2 בדוח השקעת יתרות מטבע החוץ לשנת 2017. – העקרונות לקביעת הרמה הנאותה.

ב. מסגרת ניהול יתרות מטבע החוץ

1. מטרות החזקתן של היתרות והקווים המנחים לניהולן

על פי **חוק בנק ישראל התש"ע-2010** הבנק מופקד על החזקת יתרות מטבע החוץ של המדינה וניהולן. הוועדה המוניתרית, שבראשה הנגיד וחברים בה גם נציגי ציבור, מופקדת על התוויית **הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של היתרות** (נספח 2), בהתייעצות עם שר האוצר, ועל המעקב אחר יישום מדיניות זו. הוועדה גם מאשרת ומעדכנת את חלוקת הסמכויות בנושא מדיניות ההשקעה של היתרות בינה לבין חטיבת השווקים.

הקווים המנחים כוללים את פירוט הנכסים, פרופיל הסיכון ומגבלות כמותיות ואיכותיות על סוגי הנכסים המותרים להשקעה. יש להדגיש כי הקווים המנחים אינם בבחינת המלצה לשיעור ההשקעה בפועל בסוגי הנכסים השונים. שיעור ההשקעה בפועל נגזר מההקצאה האסטרטגית השנתית ומסטריות מהקצאה זו במסגרת דרגות החופש לניהול שניתנו לחטיבת השווקים על ידי הוועדה המוניתרית. ההקצאה האסטרטגית נקבעת בכפיפות לרמת הסיכון שקבעה הוועדה ומבוססת על הערכות לגבי התנאים הצפויים בשווקים הפיננסיים הרלוונטיים (הרחבה לגבי תהליך ההקצאה בסעיף 3 של פרק זה).

יתרות מטבע החוץ שמדינות מחזיקות ממלאות שלושה תפקידים מרכזיים:

- הן מקנות למשק מלאי חירום של מטבע חוץ בהיקף המספיק לעת משבר (למשל, במקרה של מלחמה או אסון טבע). בעת כזאת ייתכן צורך לקיים את היבוא או להגדילו במהירות ובמידה משמעותית כדי להתמודד עם מצב החירום, ואילו היצוא עלול להיפגע קשות, כך שההכנסות במטבע חוץ יהיו נמוכות. בנסיבות כאלה, הממשלה והמגזר הפרטי יתקשו לגייס מטבע חוץ בחו"ל, כך שיתרות מטבע החוץ יישארו המקור העיקרי של המדינה למימון במטבע חוץ.
- מאפשרות לבנק המרכזי להתערב בשוק מטבע החוץ בנסיבות שבהן (1) שער החליפין סוטה ממוחל הרמות המתיישב עם שיווי המשקל הבסיסי של המשק; או (2) שוק מטבע החוץ אינו פועל כיאות (כשל שוק).
- מאפשרות לבנק המרכזי לפעול בשוק מטבע החוץ לשם מיתון ההשפעה של תנועות הון משמעותיות מצד תושבי חוץ או תושבים מקומיים, העלולות לערער את היציבות בשווקים הפיננסיים, ולכן – לפגוע ביציבות של המשק (מקרה פרטי של הנקודה הקודמת).

כדי למלא תפקידים אלה, מדיניות השקעתן של היתרות מקיימת שלושה עקרונות בסיסיים:

- שמירה על כוח הקנייה של היתרות;
- ניהול היתרות ברמה גבוהה של נזילות;

- השגת תשואת החזקה נאותה על תיק היתרות, כל עוד אין הדבר פוגע בשמירה על שני העקרונות הקודמים (כמפורט בנספח 2 – הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ).

2. רמת הסיכון המרבית של היתרות

רמת הסיכון המרבית בתיק היתרות (פרופיל הסיכון), נקבעת על ידי הוועדה המוניתרית על פי הערכתה לגבי הסיכון הראוי והיא מוגדרת כרמת ההפסד המרבית שהוועדה מוכנה לספוג ביתרות, מבלי שהפסד זה יפגע בהשגת היעדים שלשמן הן מוחזקות. מטרתה להגביל מראש את חשיפתן של היתרות לסיכונים הפיננסיים השונים – סיכון המחיר⁶, סיכון המרווח והאשראי, הסיכון המטבעי וסיכון הנזילות.

מדד הסיכון **CVaRp (Conditional Value at Risk)** משמש למדידת רמת סיכון השוק (סיכון המחיר והסיכון המטבעי) במונחי תוחלת ההפסד בתיק ההשקעה, בהינתן טווח זמן מסוים והסתברות מסוימת (p). מדד **CVaRp** הוא אמנם מדד צופה פני עתיד (ex ante), המושפע משינויים בהחזקות התיק ובתנודתיות הנכסים המוחזקים בו, אך הוא נסמך על רמת התנודתיות בעבר.

הוועדה המוניתרית קבעה בקווים המנחים את רמת סיכון המרבית של היתרות, כך שבהינתן 5% של תוצאות ההשקעות הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד באופק של שנה – ה-CVaR5% – לא יעלה על 400 נ"ב. הוועדה המוניתרית בוחנת באופן שוטף את התנאים שלפיהם נקבעה רמת הסיכון ועשויה לשנות רמה זו, אם חלו שינויים מהותיים בתנאים.

הוועדה המוניתרית קובעת בתחילת כל שנה את **רמת הסיכון שתשמש לקביעת ההקצאה האסטרטגית לאותה שנה**, על בסיס תנאי הרקע המקרו-כלכליים והפיננסיים הצפויים. לשנת 2018, בחרה הוועדה ברמת סיכון נמוכה יותר מאשר בשנה הקודמת – 300 נ"ב לעומת 350 נ"ב. זאת בשל החשש שרמת התנודתיות בשווקים תעלה בשנת 2018, לנוכח הרמות הנמוכות מאוד של התנודתיות ששררו בשנת 2017. עם זאת חשוב להדגיש, שלמרות רמת הסיכון הנמוכה יותר שנבחרה, שיעור ההשקעה בנכסי הסיכון נותר כמעט ללא שינוי, וזאת כתוצאה מהגידול הניכר בכרית הספיגה להפסדים שנבעה בעיקר מעליית הריבית בארה"ב.

בינואר 2019 אישרה הוועדה המוניתרית **נוסח חדש לקווים המנחים** (ראה תיבה 1): רמת הסיכון המרבית (CVaR(5% הועלתה מ-400 נ"ב ל-475 נ"ב; הודגשה החשיבות של השגת יעד שימור כוח הקנייה גם בטווח הבינוני; שיעור ההשקעה המרבי במניות הועלה מ-15% ל-17.5%; ההקצאה הנכסית ל-2019 נקבעה במסגרת הנוסח החדש של הקווים המנחים.

⁶ סיכון המחיר של אג"ח הוא סיכון הריבית הנמדד במונחי אריכות (משך החיים הממוצע).

תיבה 1 : הנוסח החדש של הקווים המנחים (שנכנס לתוקף בינואר 2019)

בינואר 2019, אישרה הוועדה המוניתרית את הנוסח החדש של הקווים המנחים לאחר תהליך התייעצות עם שר האוצר כמתחייב מהחוק. להלן השינויים שהוחלו בקווים המנחים :

1. **מגבלת הסיכון** – רמת הסיכון המרבית הועלתה מ- $CVaR(5\%)^7$ של 400 נ.ב. ל- $CVaR(5\%)$ של 475 נ.ב.

2. הוסף המשפט הבא המדגיש את חשיבותו של השגת יעד שימור כוח הקנייה בטווח הבינוני, במכלול השיקולים המובאים בחשבון בקביעת פרופיל הסיכון של תיק היתרות :
"רמת סיכון זו נקבעה במטרה להגביל את הסיכון בטווח הקצר ולהגדיל את הסיכוי לעמידה ביעד שימור כוח הקנייה בטווח הבינוני"

3. **מגבלת ההשקעה במניות** – שיעור ההשקעה המרבי במניות הועלה מ-15% ל-17.5%⁸.

4. הוסף המשפט הבא המדגיש את החשיבות הקיימת במתן משקל לביצועי תיק היתרות בטווח הבינוני, בכפוף לעמידה במגבלות הבטיחות והנזילות בטווח הקצר :
"אסטרטגיית ההשקעה של תיק היתרות תגובש תוך מתן משקל הן לפרופיל הסיכון ולביצועי תיק היתרות בטווח הקצר והן לפרופיל הסיכון ולביצועי התיק בטווח הבינוני. זאת בכפוף לעמידה במגבלות הבטיחות והנזילות בכל רגע נתון"

חשוב להדגיש שהקווים המנחים מתייחסים לרמת הסיכון ולשיעור ההשקעה המרבי במניות ואינם מתווים בהכרח את רמת הסיכון ושיעור ההשקעה במניות בפועל. אלה נקבעים במסגרת ההקצאה האסטרטגית השנתית.

השיקולים בבסיס ההחלטה על השינויים בקווים המנחים

המשתנים הבסיסיים של מדיניות השקעה : יעדי ההשקעה, אופק ההשקעה ופרופיל הסיכון – נקבעו כאשר רמת היתרות עמדה על כ-75 מיליארדי דולרים. מאז גדלה רמתן ובסוף 2018 היא עמדה על רמה של 116 מיליארדי דולרים (איור-3 בפרק א).

המשתנים הבסיסיים של מדיניות ההשקעה אמורים להיות מושפעים מרמת היתרות ביחס לרמת השימושים הפוטנציאליים בעת משבר. המטרה המרכזית של החזקת היתרות היא לספק למשק בשעת חירום מטבע חוץ בהיקף מספיק, כך שהיתרות יהוו את המקור העיקרי של המדינה למימון במטבע חוץ. כדי להשיג מטרה זו, בנק ישראל, בדומה לבנקים מרכזיים רבים אחרים, הגדיר את יעדי ההשקעה בסדר העדיפות הבא : בטיחות (שמירה על כוח הקנייה של היתרות), נזילות והשגת תשואה נאותה. הגידול ברמת היתרות אינו אמור בהכרח להביא לשינוי בסדר העדיפויות, אך הוא עשוי להשפיע על המשקל והדגשים הניתנים לכל אחד מהיעדים. כך, למשל, חשיבותו של יעד הבטיחות פוחתת עם הגידול ביתרות שכן, הסיכון, שרמת היתרות תרד מתחת לרמה הנדרשת, פוחת.

לנוכח הגידול שחל בשנים האחרונות ברמת היתרות, בחנה הוועדה המוניתרית מחדש את המשתנים הבסיסיים של מדיניות ההשקעה ובפרט, את אופק ההשקעה ופרופיל הסיכון. להלן השיקולים המרכזיים בבחינת מדיניות ההשקעה :

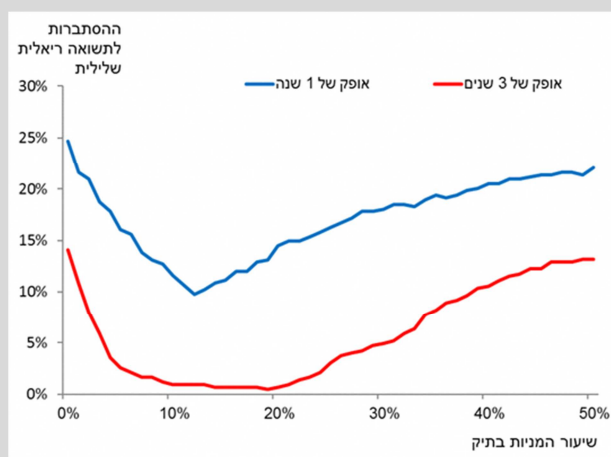
⁷ מדד $CVaR(5\%)$ אומד את ממוצע ההפסד הצפוי בתיק היתרות בהסתברות של 5% דהיינו, הממוצע של 5% של התצפיות הצפויות הגרועות ביותר.

⁸ נציין שהמגבלה על סה"כ שיעור ההשקעה במניות ובאג"ח קונצרניות לא שונתה.

1. **רמת היתרות ואופק ההשקעה:** מאחר שגם במשבר החמור ביותר השימוש ביתרות צפוי להיות הדרגתי ולהתפרס על פני זמן, לא כל היתרות צריכות להיות זמינות לשימוש מיידי. ככל שרמת היתרות גבוהה יותר, קטן החלק היחסי של היתרות הדרוש להיות זמין לשימוש מיידי בשעת חרום ולכן ניתן ואף ראוי להשקיע חלק מהיתרות לאופק השקעה ארוך יותר. זאת ועוד, ככל שרמת היתרות גבוהה יותר, ישנה "כרית" גדולה יותר לספיגת הפסדים. כרית זו מאפשרת להשקיע בנכסים תנודתיים יותר כגון מניות, ועל ידי כך ליהנות בטווח הארוך מפרמיית הסיכון הגלומה בנכסים אלו.
 2. **רמת היתרות והשגת תשואה נאותה:** החשיבות של השגת תשואה נאותה גוברת ככל שרמת היתרות גבוהה יותר. כאשר רמת היתרות גבוהה, התועלת השולית מהחזקתן, הנובעת מהורדת פרמיית הסיכון של המדינה והקטנת ההסתברות למשבר, פוחתת עם גידולן. לעומת זאת עלות האחזקה שלהן – הפער בין עלות המימון ובין התשואה שמניב תיק היתרות – אינה משתנה במונחים יחסיים, אך עולה במונחים אבסולוטיים. כך שבמאזן של עלות-תועלת, התרומה השולית למשק מהחזקת היתרות פוחתת עם גידולן. לכן, כאשר רמת היתרות עולה גוברת החשיבות של השגת תשואה נאותה שתקטין את עלות החזקתן, וזאת גם במחיר של עלייה מסוימת ברמת הסיכון בטווח הקצר.
 3. **התנודתיות בטווח הקצר והביצועים בטווח הבינוני:** ניהול תיק היתרות רק במטרה למזער את הסיכון בטווח הקצר, מבלי להתייחס לביצועיו בטווח הבינוני, לא זו בלבד שעלול להוביל לתשואה נמוכה יותר על פני זמן, אלא אף עלול להגדיל את רמת הסיכון של התיק בטווח הבינוני (כפי שיוצג בהמשך). לפיכך, בקביעת רמת הסיכון של תיק היתרות, ראוי לאזן בין התנודתיות קצרת הטווח של תשואות הנכסים ובין פרמיית הסיכון הגלומה בהם בטווח הבינוני.
 4. **שימור כוח הקנייה של היתרות:** לנוכח רמות השפל של התשואות לפדיון הנוכחיות במרבית המשקים המפותחים ובאירופה בפרט, סביר להניח שבטווח הנראה לעין הן יעלו ולבטח הן לא ירדו בשיעורים שבהן ירדו בעשרים השנים האחרונות. בהנחה סבירה שבטווח הבינוני התשואות לפדיון יעלו בהדרגה והאינפלציה במדינות המפותחות תתכנס ליעדי הבנקים המרכזיים, יש לצפות לתשואות החזקה ריאליות נמוכות ואולי אף שליליות בהשקעה באג"ח ממשלתיות. כתוצאה מכך, בשונה מהעבר, שמירה על כוח הקניה של היתרות באמצעות השקעה באג"ח ממשלתיות בלבד, צפויה להיות מאתגרת.
- שילוב מניות בתיק היתרות עד לשיעור מסוים, צפוי לשפר את ביצועיו בטווח הבינוני ולהגדיל את הסיכוי להשגת היעד של שימור כוח הקנייה.** ניתן להדגים טיעון זה על ידי השוואת הביצועים ההיסטוריים של תיקים עם שיעורי השקעה שונים במניות. איור-1 מציג את ההסתברות להשגת תשואה ריאלית שלילית על בסיס הנתונים ההיסטוריים של תשואות הנכסים (1980-2018) באופק של שנה ובאופק של שלוש שנים, בתיקים עם שיעורי השקעה משתנים באג"ח ממשלתיות⁹ ומניות עם התפלגות מטבעית הדומה לזו של הנומר¹⁰. כך למשל ההסתברות לתשואה ריאלית שלילית באופק של שלוש שנים בתיק עם 20% מניות היא אפסית.

⁹ עם פירעון של 1-5 שנים.

איור-1: ההסתברות לתשואה ריאלית שלילית בתיקים המורכבים משיעורי השקעה משתנים באג"ח ממשלתיות ובמניות (1980-2018)



מהנתונים ההיסטוריים המובאים באיור-1 עולה כי שילוב של מניות בתיק עד לשיעור של כ-20%, צפוי להפחית את ההסתברות לתשואה ריאלית שלילית באופק השקעה של שלוש שנים. מכאן ניתן להסיק שהשילוב של מניות עד לשיעור זה בתיק היתרות, צפוי להגדיל את הסיכוי להשגת היעד של שימור כוח הקנייה בטווח הבינוני. לעומת זאת, שיעור ההשקעה במניות הממזער את ההסתברות לתשואה ריאלית שלילית באופק של שנה, עומד על כ-13%. כפי שנדון לעיל, ברמת היתרות הנוכחית, ראוי לאזן בין הסיכון של התיק בטווח הקצר ובין הביצועים שלו בטווח הבינוני, ומכאן ניתן להסיק ששיעור המניות בתיק צריך לנוע בטווח של 13%-20%.

ניתן להדגים את התרומה של המניות להשגת היעד של שימור כוח הקנייה בטווח הבינוני גם באמצעות הביצועים הריאליים של תיק היתרות מ-2012 ועד היום. איור-2 מציג את התשואות הריאליות והנומינליות המצטברות של תיק היתרות ושל הסמן הבסיסי המייצג הרכב נכסי שמרני בר השקעה (ומורכב רק מאג"ח ממשלתיות קצרות)¹¹. מהנתונים המובאים באיור עולה כי התשואה הריאלית המצטברת של הסמן הבסיסי בתקופה זו הייתה כ-(-7%). לפיכך, אילו היינו משקיעים את היתרות בסמן הבסיסי הן היו נשחקות במהלך התקופה בכ-7% במונחים ריאליים. לעומת הסמן הבסיסי התיק בפועל שמר על ערכו הריאלי ברוב הזמן. למרות שיעור המניות הקטן יחסית בתיק היתרות בתקופה זו¹², כמחצית מהתשואה המצטברת הגיעה מההשקעה במניות. נתונים אלו ממחישים את החשיבות של שילוב מניות בתיק היתרות, במטרה להגדיל את הסיכוי להשגת היעד של שימור כוח הקניה.

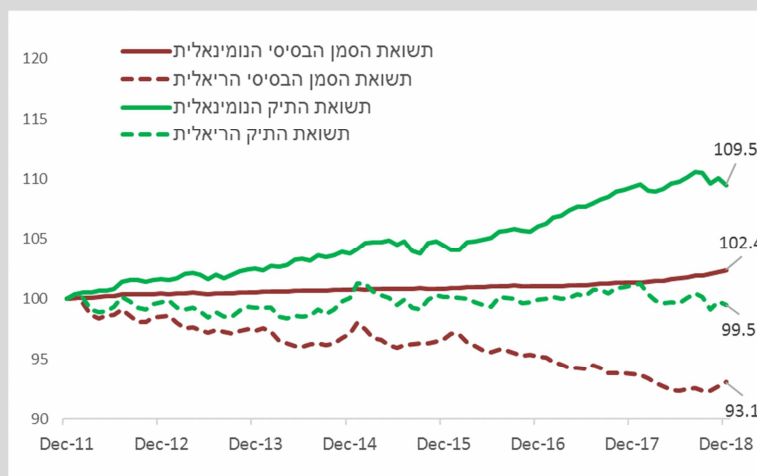
¹⁰ התפלגות מטבעית של 65% דולר ו-35% אירו. ההשקעה בנכסים דולרים מיוצגת על ידי השקעה באג"ח ממשלתיות של ארה"ב ובמדד ה-S&P1500, וההשקעה בנכסי אירו מיוצגת על ידי השקעה באג"ח ממשלתיות של גרמניה ובמדד ה-CDAX. ההתפלגות של התשואות הריאליות בתיקים מחושבת באמצעות התשואה הריאלית התקופתית (השנתית והתלת שנתית) הנעה של התצפיות החודשיות.

¹¹ ראה גם פרק 3 בסקירה זו.

¹² שיעור המניות עלה בהדרגה מ-3% ב-2012 עד ל-13% ב-2018.

איור-2: התשואה הנומינלית והריאלית המצטברת של הסמן הבסיסי ושל תיק היתרות,

2018-2012



לסיכום, לנוכח הרמה הנוכחית הגבוהה של היתרות, ראוי להשקיע את חלקן לאופק השקעה ארוך יותר. לאור זאת, גוברת החשיבות של איזון נכון בין התנודתיות קצרת הטווח של תשואות הנכסים ובין פרמיית הסיכון הגלומה בהם בטווח הבינוני. זאת ועוד: לנוכח הרמה הנמוכה של הריביות הריאליות הצפויה בטווח הנראה לעין, גוברת החשיבות של שילוב מניות בתיק היתרות, במטרה להגדיל את הסיכוי לעמידה ביעד של שימור כוח הקנייה. שיקולים אלו עמדו בלב ההחלטה של הוועדה המוניתרית לעריכת השינויים לעיל בקווים המנחים.

ההקצאה הנכסית האסטרטגית ל-2019 נקבעה במסגרת הנוסח החדש של הקווים המנחים. השיקולים שהנחו את החלטת הוועדה המוניתרית להעלות את שיעור ההשקעה המרבי בנוסח החדש של הקווים המנחים, היו בין השיקולים שהובאו בחשבון בהחלטתה להעלות שיעור ההשקעה במניות בהקצאה האסטרטגית ל-2019 מ-12.5% ל-15%.

3. הסמן הבסיסי, ההקצאה האסטרטגית וההרכב בפועל

ניהול תיק היתרות על ידי בנק ישראל, בדומה לניהול של משקיעים אחרים בעולם, מושתת על שימוש ב**סמן** כנקודת ייחוס למדידת ביצועי החלטות ההשקעה של מנהל התיק והסיכונים שנטל. **סמן** (benchmark) הוא תיק רעיוני, בר השקעה, המורכב מנכסים שונים ובנוי על פי כללים ידועים וקבועים.

הסמן הבסיסי מייצג הרכב נכסי שמרני בעל רמת סיכון מינימלית, בר-השקעה, העומד בשני היעדים הראשונים של מדיניות השקעת היתרות – שמירה על כוח הקנייה שלהן וניהולן ברמה

גבוהה של נזילות. להשגת מטרותיו הסמן הבסיסי מורכב מאג"ח ממשלתיות נבחרות באריכות קצרה (6 חודשים)¹³, בדירוג גבוה, בעלות נזילות גבוהה ובהרכב מטבעי זהה להרכב הנומרי.

תהליך שנתי של הקצאה אסטרטגית בתיק היתרות קובע את הרכב התיק לשנה הקרובה. להקצאה הנבחרת תוחלת תשואה צפויה נאותה במסגרת רמת הסיכון הרצויה ובמגבלות הקווים המנחים. ההקצאה האסטרטגית היא תהליך שבו מוערכות הסביבה הכלכלית והפיננסית הצפויה והשפעתן על מחירי הנכסים ועל הרכב התיק האופטימלי הנגזר מכך. היא נשענת על מגוון רחב של נתונים ועל מודלים סטטיסטיים, וכרוכה במידה של חוסר ודאות. מעבר לתוצאות המודלים מופעל שיקול דעת בבחירת ההקצאה על סמך ניתוח רגישות לתוצאות המודלים וניתוח תרחישי קיצון. **ההקצאה האסטרטגית קובעת את המאפיינים המרכזיים של תיק היתרות**, ובכללם ההרכב המטבעי, ההרכב הנכסי, ואריכות המטרה לכל סמן מטבעי.

במסגרת ההקצאה האסטרטגית ל-2018, החליטה הוועדה להותיר את שיעור המניות ללא שינוי על 12.5%, להקטין את סך ההקצאה לאג"ח תאגידיות מ-8% ל-6% ולהאריך את אריכות התיק הדולרי (ראה לוח 3).

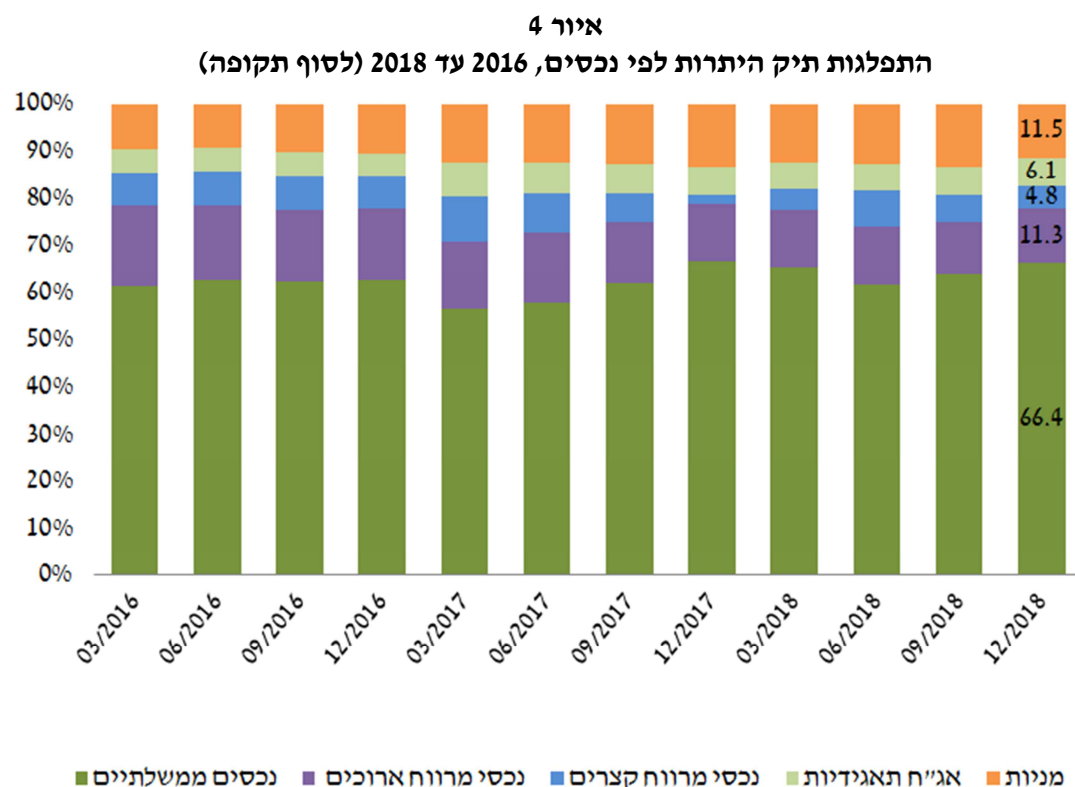
לוח 3
ההקצאה האסטרטגית לשנת 2017 ולשנת 2018

2018	2017	
1.80	1.70	אריכות (בשנים):
2.00	1.80	דולר
1.50	1.50	אירו
1.50	1.50	ליש"ט
81.5%	79.5%	אג"ח
12.5%	12.5%	מניות
7.4%	7.5%	ארה"ב
0.9%	0.8%	גרמניה
0.8%	0.8%	אנגליה
0.9%	0.8%	צרפת
1.2%	1.1%	יפן
0.3%	0.3%	הונג קונג
0.4%	0.4%	שוויץ
0.3%	0.3%	אוסטרליה
0.4%	0.5%	קנדה
6.0%	8.0%	אג"ח תאגידיות
4.5%	6.5%	ארה"ב
1.5%	1.5%	אירופה

המקור: בנק ישראל

¹³ לפני מרץ 2014, אריכות הסמן הבסיסי היתה זהה לאריכות תיק היתרות.

ראוי לציין כי הוועדה המוניתרית מאפשרת לחטיבת השווקים דרגות חופש להשקעת היתרות, כך שההרכב בפועל עשוי להיות שונה במידה מסוימת מזה שנקבע במסגרת ההקצאה. בסוף שנת 2018, 66.4% מהיתרות הושקעו בנכסים ממשלתיים¹⁴ ו-11.5% הושקעו במניות (איור 4). שיעור ההשקעה בנכסי מרווח קצרים היה 4.8% ושיעור ההשקעה באג"ח תאגידיות היה ברמה של 6.1%. בשנת 2018, בממוצע, 63.4% מהיתרות הושקעו בנכסים ממשלתיים, 12.8% במניות, 5.9% באג"ח קונצרני בארה"ב ובאירופה, 11.8% בנכסי מרווח ארוכים והיתרה בנכסי מרווח קצרים.



המקור: בנק ישראל.

¹⁴ כולל פיקדונות ומזומן בבנקים מרכזיים שרמת הסיכון הגלומה בהם שקולה לסיכון המדינה הגלום באג"ח ממשלתי.

ג. תשואת ההחזקה של היתרות

1. תנאי הרקע הכלכליים והפיננסיים

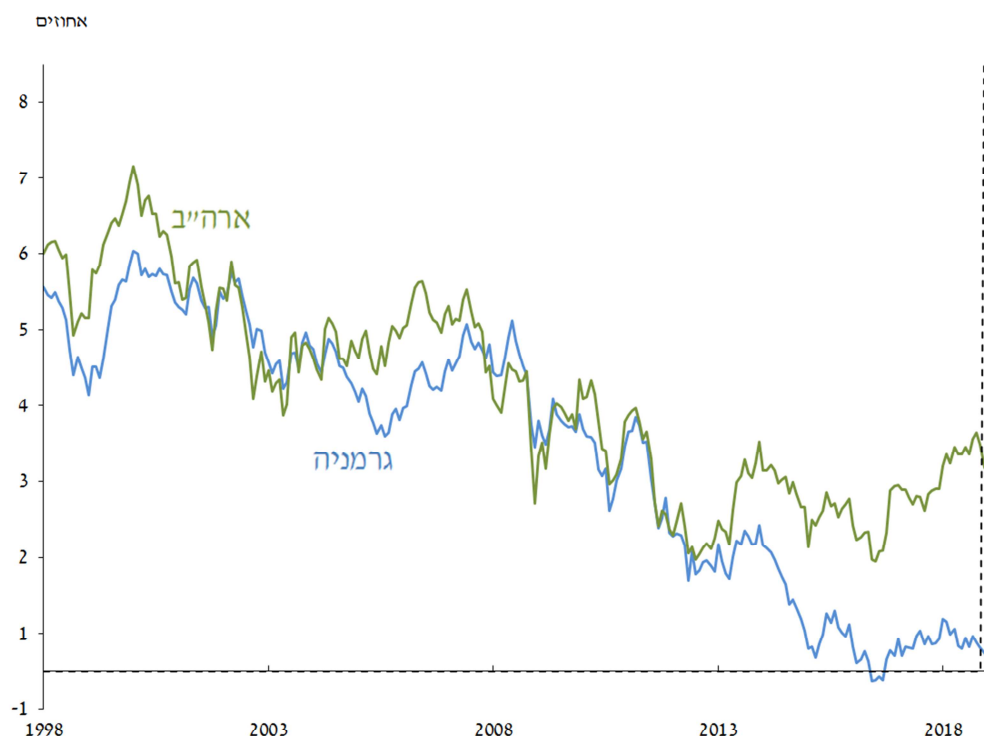
קצב הצמיחה בכלכלה הגלובלית נותר השנה כמעט ללא שינוי (ירד מ-3.7% ל-3.6%¹⁵) וסביבת האינפלציה נותרה מתונה. ארה"ב בלטה לטובה ומנגד נרשמה התמתנות בקצב הצמיחה ביתר הגושים העיקריים (איור נ-1 בנספח 1). המדיניות המוניטרית נותרה מרחיבה באירופה וביפן, אך בארה"ב נמשכה היציאה מהמדיניות המרחיבה. רמת הסיכון גדלה בהשפעת ההחרפה במלחמת הסחר, המשך תהליך העלאת הריבית בארה"ב וההתפתחויות פוליטיות באירופה. איבוד התנופה בסביבה המקרו-כלכלית והגידול ברמת הסיכון הובילו לסנטימנט שלילי בשווקים, ושוקי המניות בעולם רשמו ירידות שערים חדות יחסית, בעיקר בסוף השנה. מרווחי אג"ח תאגידיות עלו ונכסי הסיכון נסחרו בתנודתיות גבוהה. הדולר התחזק השנה (איור נ-4 בנספח 1) מול רוב המטבעות וב-4.4% מול מדד DXY¹⁶, על רקע היציאה מנכסי הסיכון והעליה בתשואות הדולריות הקצרות. ירידה חדה נרשמה בסוף השנה במחיר הנפט, על רקע הגידול בהיצע והחשש מהתמתנות בפעילות הכלכלית שתוביל לירידה בביקושים.

כלכלת ארה"ב האיצה השנה בהובלת הצריכה הפרטית מ-2.2% ל-2.9%, על רקע התמריצים הפיסקליים עליהם הודיעה ממשלת ארה"ב. ה-FED העלה את הריבית ארבע פעמים במהלך השנה, על רקע התבססות אינפלציית הליבה סביב היעד של 2% והוביל לגידול בתשואות האג"ח ולהמשך ההשתטחות של עקום התשואות (איור 5 ואיור נ-5 בנספח 1). **בגוש האירו** הפעילות הכלכלית הוסיפה לצמוח בשנת 2018 בקצב נאה של 1.9% אך מתון מקצב הצמיחה של 2.4% שנרשם ב-2017. ה-ECB סיים את תוכנית רכישות האג"ח ואינפלציית הליבה נותרה מתונה. **בבריטניה** נרשמה התמתנות בצמיחה בשנת 2018 מ-1.7% ל-1.3%, על רקע אי-הוודאות סביב ה-Brexit. ה-BOE העלה במהלך השנה את הריבית ב-0.25 נקודת אחוז בלבד.

¹⁵ נתוני הצמיחה בסקירה זו מבוססים על "Global Economic Prospects" של ה-World Bank מינואר 2019.
¹⁶ הדולר התחזק ב-4.4% מול מדד ה-DXY (Dollar Index Spot) - ממוצע משוקלל של שערי המטבעות הבאים מול הדולר : אירו, ליש"ט, פרנק שוויצרי, ין יפאני, דולר קנדי וקרוונה שוודית.

איור 5

תשואות האג"ח הממשלתיות לעשר שנים בארה"ב ובגרמניה, 1998 עד פברואר 2019



המקור: בלומברג.

המגמות בשווקים הפיננסיים הורעו בסוף השנה, בעיקר בארה"ב, למרות שבתנאי הרקע המקרו-כלכליים לא נרשמה הרעה משמעותית ביחס לשנה הקודמת. בין ההסברים האפשריים לכך: רמה גבוהה של מחירי נכסי סיכון בתחילת השנה, החשש מסיום מחזור העסקים המתקדם, אי-הודאות וקצב מהיר מהצפוי של עליית ריבית ה-FED ואי-וודאות פוליטית, ביחוד "מלחמת הסחר". התחזקות החששות קיבלה ביטוי בגידול התנודתיות מרמת השפל בשנת 2017 לרמה גבוהה יותר בנכסים שונים ובתקופות שונות במהלך השנה (איור 8 ואיור 14 בפרק ה').

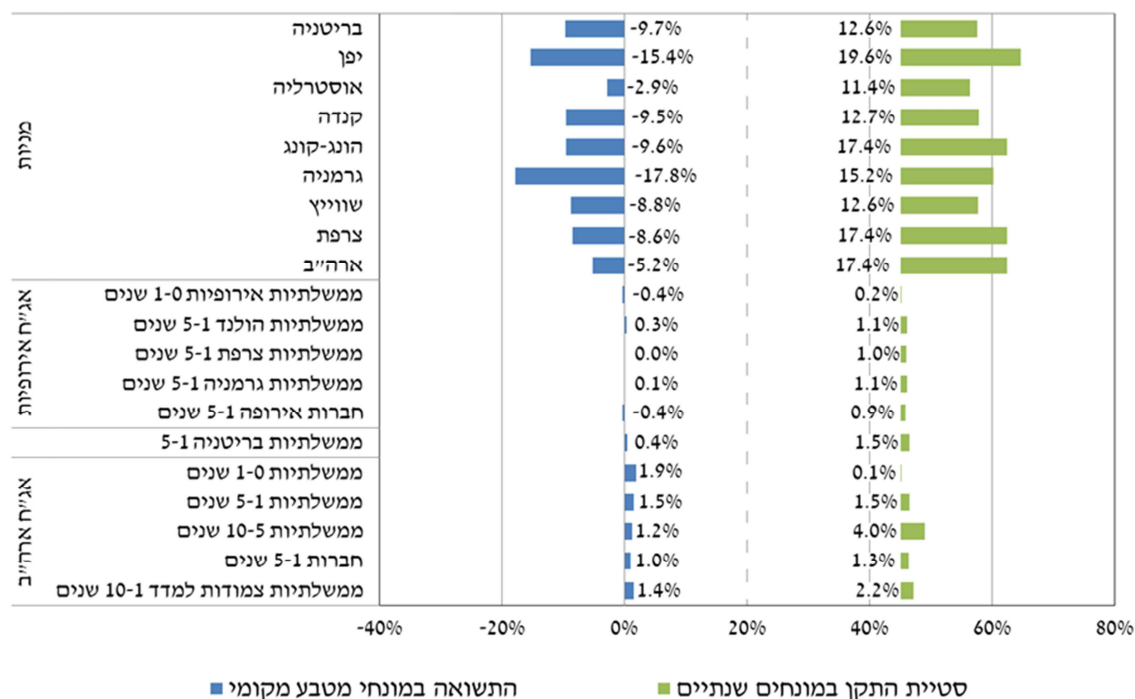
נספח 1 מציג ניתוח מפורט יותר של הסביבה הכלכלית והפיננסית.

בשנת 2018, לרוב סוגי הנכסים בתיק, למעט אג"ח אמריקאיות, הייתה תשואת החזקה שלילית (איור 6 – התשואות מוצגות במונחי המטבע המקומי). הנכסים שהניבו את תשואות החזקה הגבוהות בשנת 2018 היו אג"ח של ממשלת ארה"ב, המהוות את מרבית התיק. בתחילת 2019 שבו מדדי המניות והתאושש בשיעור ניכר (ראה איור 7) והניבו תשואה חיובית לתיק.

מניות ואג"ח אירופיות לטווח קצר רשמו תשואות החזקה שליליות. התנודתיות (סטיית התקן) של המניות הייתה כצפוי גבוהה יחסית ליתר הנכסים ויותר מכפולה בהשוואה לתנודתיות בשנה הקודמת (איור 8).

איור 6

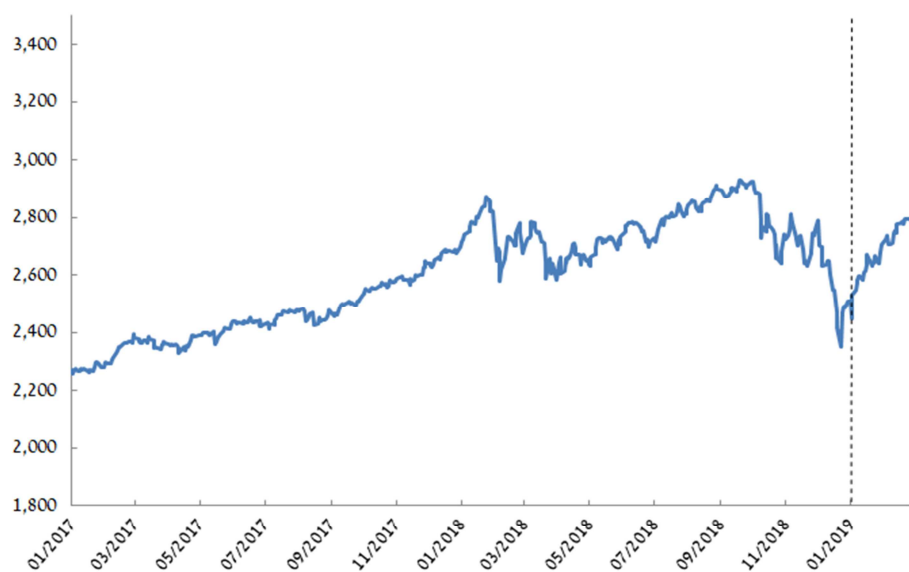
תשואות ההחזקה¹ וסטיית התקן של מדדי הנכסים העיקריים בתיק היתרות, 2018



¹ כולל תשלומי ריבית, דיווידנד ורווחי/הפסדי הון.
המקור: בנק ישראל ובלומברג.

איור 7

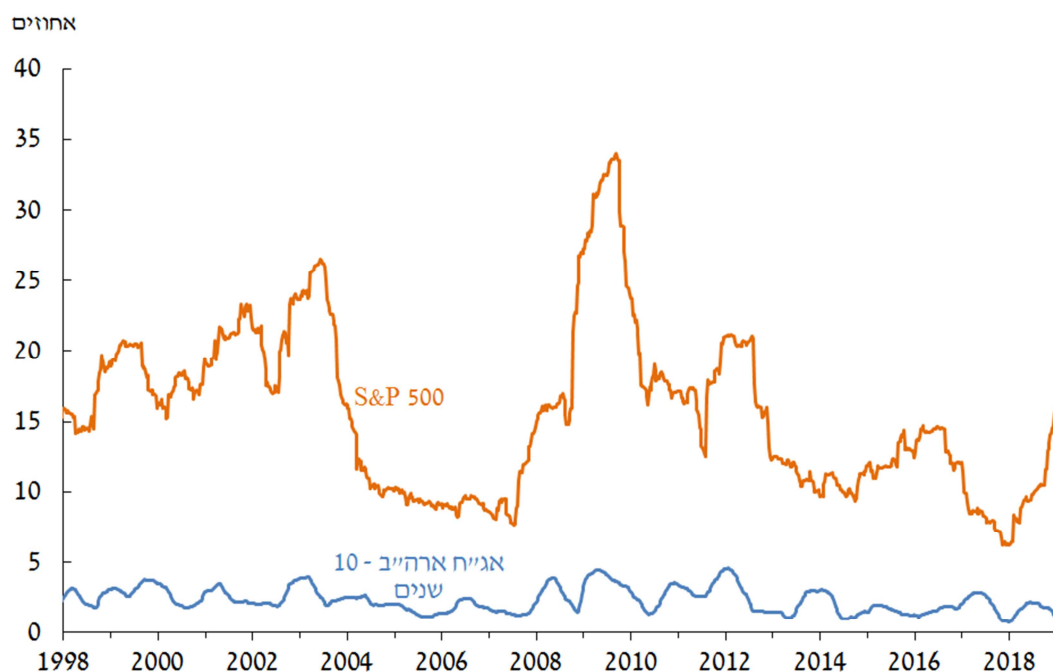
מחירי מניות מדד S&P 500, מ-2017 ועד פברואר 2019



המקור: בנק ישראל ובלומברג.

איור 8

סטיות התקן¹ של מדד ה-S&P 500 ושל האג"ח האמריקאיות ל-10 שנים,
1998 עד פברואר 2019

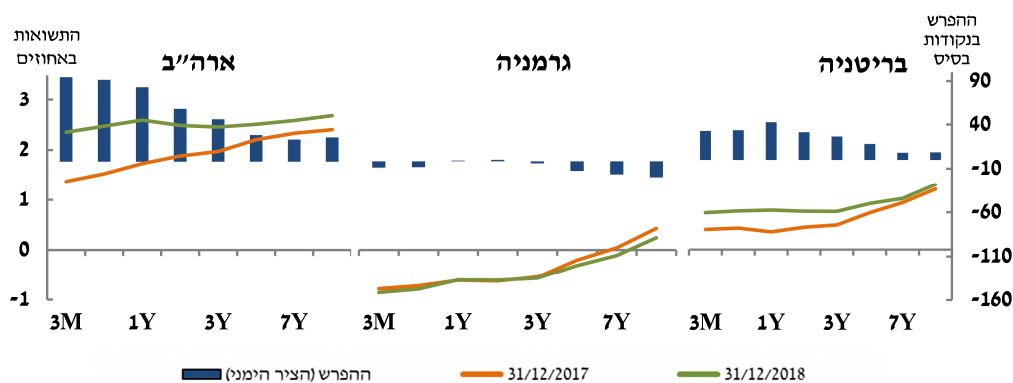


¹ סטיות התקן השבועיות של תשואת ה-S&P 500 ושל התשואה-לפדיון על האג"ח האמריקאיות ל-10 שנים, במונחים שנתיים, ממוצע נע לשנה.
המקור: בנק ישראל ובלומברג.

בארה"ב, התשואה לפדיון לטווח הקצר עלתה באופן משמעותי (בכ-100 נ"ב) והשפיעה באופן ניכר על השווקים הפיננסיים ועל תשואת תיק היתרות. לעומת זאת, התשואה לטווח הארוך עלתה רק במקצת ונרשמה "השתטחות העקום". גם בבריטניה נרשמה התפתחות דומה ואילו באירופה התשואה לפדיון ירדה מעט (איור 9).

איור 9

עקומי התשואות-לפדיון של האג"ח הממשלתיות בארה"ב, גרמניה ובריטניה והשינוי בהם, 2018



המקור: בלומברג.

2. תשואת תיק היתרות

תשואת ההחזקה של תיק היתרות בשנת 2018 הייתה הנמוכה ביותר שנרשמה מאז 2009.
התשואה הסתכמה ב-0.18% במונחי הנומרי ותשואת הסמן הבסיסי הסתכמה ב-1.06% (לוח 4).

התשואה במונחי נומרי היתה חיובית, בניגוד לשיערוך השלילי שנרשם במונחים דולרים (ראה לוח 2). התשואה נמדדת במונחי נומרי מאחר שהתפלגות הנומרי משקפת את התפלגות השימושים האפשריים של היתרות בעת חירום. מנגד, התרומה השלילית של רכיב השיערוך לשינוי היתרות בדולרים (בהיקף של 1,605 מיליוני דולרים) נגרמה בשל הפרשי שערים שליליים, כתוצאה מהחלשות המטבעות, בהם מושקעות היתרות, מול הדולר. הפרשי שער אלו אינם נכללים בתשואה במונחי נומרי.

הנומרי הוא סל מטבעות הכולל שלושה מטבעות שהתפלגו, בממוצע על פני השנה, כדלקמן: 66.6% דולר, 30.8% אירו ו-2.6% ליש"ט. הרכב הנומרי נגזר מהשימושים האפשריים של היתרות בעת הצורך ומהעקרונות המשקפים את מטרות החזקתן. תשואת ההחזקה של יתרות מטבע החוץ נמדדת במונחי נומרי, ולכן מבחינת מנהל תיק היתרות, הרכבו נחשב לחסר סיכון. הרכב הנומרי נבחן לפחות אחת לשנה ומעודכן בעת הצורך באישורה של הוועדה המוניתרית. הנומרי מוגדר באופן כמותי (סל של כמויות מטבע), ולכן הרכבו המטבעי משתנה מדי יום, עם שינוי שערי החליפין של המטבעות המרכיבים אותו.

התשואה שהתקבלה הושגה בתנאים פיננסיים של גידול בתשואות לפדיון של אג"ח דולריות בהן מושקע חלק הארי של היתרות, של תשואות שליליות באג"ח אירופאיות ושל הגידול בתנודתיות במניות מרמות השפל ההיסטוריות הקודמות שלהן. בשל כך, תנודתיות התיק הייתה גבוהה השנה מזו שנרשמה בשנתיים הקודמות, אף כי שיעור נכסי הסיכון בתיק לא גדל.

לוח 4

ביצועי תיק היתרות לעומת הסמן הבסיסי, 2009 עד 2018
(אחוזים, מונחי נומרר שנתיים, בסוגריים סטיות התקן השבועיות במונחים שנתיים)

	התשואה		הפרש התשואות ¹
	(1)	(2)	(1)-(2)
	תיק היתרות	הסמן הבסיסי	תרומת הניהול הפעיל
2009	1.91	0.81	1.10
	(0.60)	(0.65)	(0.22)
2010	1.73	1.19	0.54
	(0.57)	(0.36)	(0.53)
2011	1.28	1.07	0.21
	(0.80)	(0.39)	(0.71)
2012	1.59	0.42	1.17
	(0.57)	(0.17)	(0.52)
2013	0.87	0.07	0.80
	(0.80)	(0.16)	(0.74)
2014²	1.28	0.22	1.06
	(0.85)	(0.09)	(0.88)
2015	0.64	0.10	0.54
	(1.29)	(0.12)	(1.29)
2016	1.56	0.21	1.35
	(1.33)	(0.13)	(1.33)
2017	3.03	0.30	2.73
	(0.80)	(0.10)	(0.77)
2018	0.18	1.06	-0.87
	(1.67)	(0.16)	(1.69)

¹ בסוגריים - סטיות התקן של התשואות השבועיות במונחים שנתיים

² במרץ 2014 קוצרה אריכות הסמן הבסיסי מ-10 ל-6 חודשים ופעלה להגדלת ההפרש בין תשואת הסמן לתשואת תיק היתרות
המקור: בנק ישראל

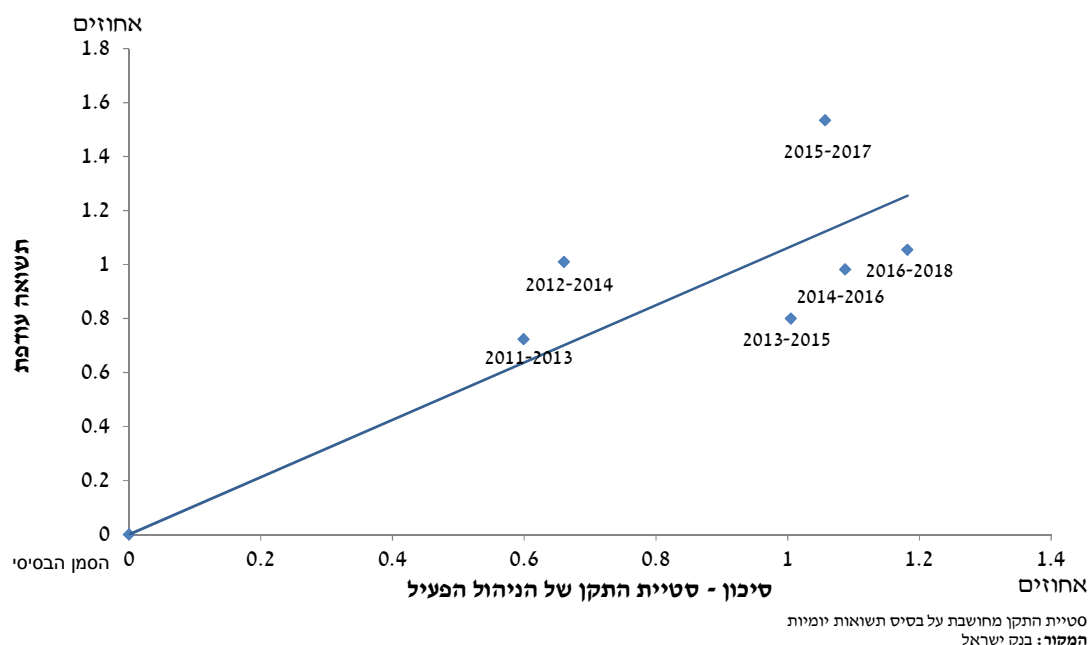
3. תשואת תיק היתרות במדידה רב-שנתית

התנודתיות הגבוהה של נכסי הסיכון ביחס לאג"ח הממשלתיות מגבירה את ההשפעות של תזמון הכניסה להשקעה ושל מועד מדידת התשואה. השפעה חזקה יותר מתקבלת כשמודדים את התשואה השנתית הקלנדרית. הגדלת שיעור ההשקעה בנכסי סיכון בתיק היתרות בשנים האחרונות, מעצימה השפעות אלו ומגבירה את התופעה. **מדידת תשואה רב-שנתית** מחלישה את החשיבות של תזמון ההשקעה והמדידה. כך לדוגמא, השנה בלטה ירידת התשואה בשל הירידות שנרשמו בסוף השנה בשוקי המניות.

התשואה של נכסי סיכון צפויה להיות חיובית בממוצע רב-שנתי, אך הם תנודתיים מטבעם, ובשנים מסוימות, בייחוד בעת משבר, יש לצפות להפסדים. התמקדות במדידה רב-שנתית, עשויה

למתן את הלחץ המתקיים בעת כזו לצמצום ההחזקות¹⁷. במדידה תלת-שנתית ניתן להבחין בבירור רב יותר, כי נשמר הקשר הצפוי בין סיכון גבוה לתשואה גבוהה (איור 10).

איור 10
תרומה שנתית נעה ממוצעת באורך תלת-שנתי של הניהול הפעיל מול סטיית התקן שלו,
2009 עד 2018



תשואת ההחזקה התלת-שנתית הממוצעת של תיק היתרות קטנה השנה ועמדה על 1.58% במונחי הנומרי (לוח 5). תרומת הניהול הפעיל קטנה אף היא ועמדה על 1.06%. התשואה הנמוכה יחסית והתרומה השלילית שנרשמו השנה, משכו את התשואות והתרומות התלת-שנתיות מטה. רמת הסיכון התלת-שנתית שנמדדה, עלתה יחסית לשנה הקודמת.

¹⁷ בנושא ההשקעה במניות ראה גם תיבה 1 בדוח השקעת יתרות מטבע החוץ לשנת 2017.

לוח 5

תשואת התיק ותרומת הניהול הפעיל - מדידה שנתית ומדידה תלת שנתית¹

מדידה שנתית	מדידה שנתית	מדידה תלת שנתית, ממוצע שנתי	מדידה תלת שנתית, ממוצע שנתי	
2013	0.87	1.25	0.80	0.72
	(0.80)	(0.70)	(0.74)	(0.60)
2014 ²	1.28	1.25	1.06	1.01
	(0.85)	(0.74)	(0.88)	(0.66)
2015	0.64	0.93	0.54	0.80
	(1.29)	(1.04)	(1.29)	(1.01)
2016	1.56	1.16	1.35	0.98
	(1.33)	(1.09)	(1.33)	(1.09)
2017	3.03	1.74	2.73	1.53
	(0.80)	(1.06)	(0.77)	(1.06)
2018	0.18	1.58	-0.87	1.06
	(1.67)	(1.14)	(1.69)	(1.14)

¹ בסוגריים - סטיות התקן של התשואות השבועיות במונחים שנתיים

² במרץ 2014 קוצרה אריכות הסמן הבסיסי מ-10 ל-6 חודשים ופעלה להגדלת ההפרש בין תשואת הסמן לתשואת תיק היתרות

המקור: בנק ישראל

ד. תרומת הניהול הפעיל - התשואה העודפת למול הסמן הבסיסי

תרומת הניהול הפעיל היא בעיקר תרומתן של ההחלטות להשקיע במדינות נוספות, או במשקל שונה או בנכסים נוספים שלא נכללים בסמן הבסיסי, או באריכות ובפיזור שונים מהסמן הבסיסי. את הניהול הפעיל ניתן לסווג לרכיבי סיכון הבאים – אריכות, מניות, נכסי מרווח, אג"ח תאגידיות וחשיפות מטבעיות ואחרות.

לתרומת הניהול הפעיל, התשואה העודפת למול הסמן הבסיסי, יש מאז 2012 את ההשפעה הרבה ביותר על התשואה בתיק היתרות ואילו תשואת הסמן הבסיסי נמוכה ויציבה. הודות לפרמיית הסיכון – התשואה העודפת של נכס סיכון מעל לריבית חסרת סיכון – הגדלת רכיבי הסיכון בתיק מגדילה גם את תוחלת התשואה בטווח הארוך הגלומה בהם. עם זאת צפויה גם עליה פוטנציאלית של תנודתיות תרומת הניהול הפעיל, המושפעת גם מהמתאם בין הנכסים בתיק.

הניהול הפעיל גרע השנה 0.87% מהתשואה בתיק היתרות לעומת תרומה חיובית של 2.73% בשנה הקודמת (לוח 4) – התרומה השלילית היחידה בעשור האחרון (איור 11).

לוח 6

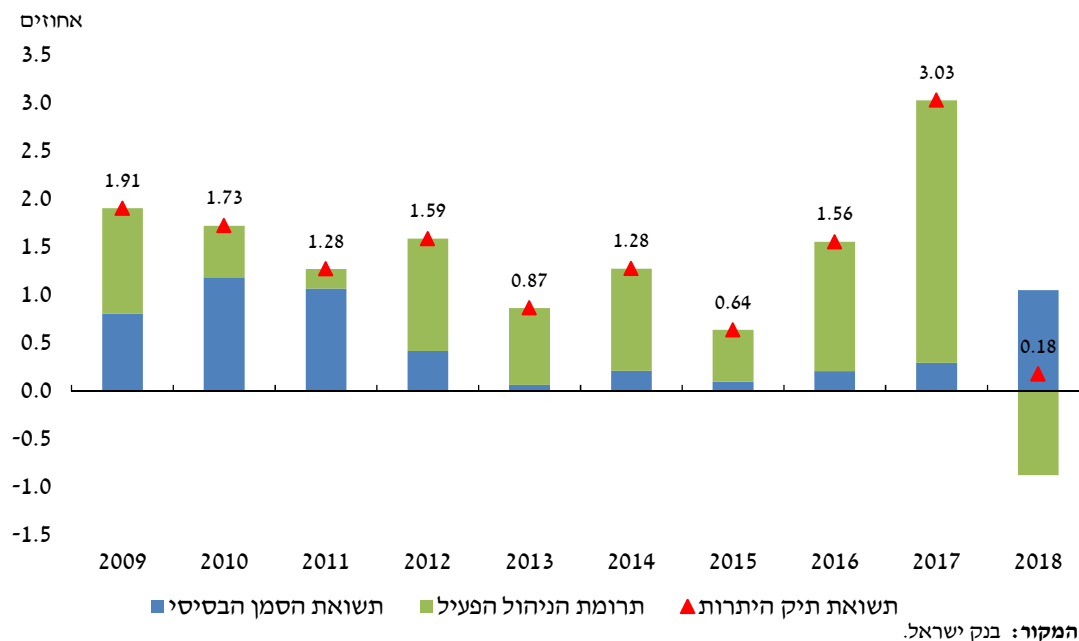
תרומת הניהול הפעיל לפי רכיביו, 2016 עד 2018
(נקודות בסיס, במונחי סל מטבעות הנומרי, שנתי)

2018	2017	2016	
-110	219	94	המניות
15	19	19	האריכות והפיזור
12	27	22	נכסי המרווח
-7	10	7	אג"ח תאגידיות
2	-1	-7	החשיפות המטבעיות והנכסיות
-87	273	135	סה"כ

המקור: בנק ישראל

איור 11

תשואת תיק היתרות, תשואת הסמן הבסיסי ותרומת הניהול הפעיל, 2009 עד 2018
(במונחי הנומרי)



התרומה השלילית של המניות היתה המשמעותית ביותר מבין תרומות נכסי הסיכון – 110 - נ"ב (לוח 6). לעומת זאת, יתר רכיבי הסיכון תרמו 23 נ"ב. מבין נכסי המרווח בלטה גם השנה תרומת ההשקעה בנכסים קצרים ואילו ההשקעה באג"ח תאגידיות גרעה מהתשואה (7 - נ"ב).

להשקעה במניות יש השפעה רבה מאוד על התשואה בתיק היתרות ועל תנודתיותו (איור 12), על אף שיעורן הנמוך יחסית בתיק היתרות. זאת בייחוד בסביבת התשואות הנמוכה יחסית בחלק הלא-מנייתי, המייצרת תשואה שוטפת נמוכה. מאז תחילת ההשקעה במניות ב-2012, היא תרמה 66% מסך התרומה הכוללת של הניהול פעיל (4.5% מסך של 6.8%).

איור 12
מדדים לתשואת תיק היתרות ולתשואת המניות בתיק היתרות בשנת 2018
 (100 = 1.1.2018)



המקור: בנק ישראל.

נציין כי קיים מתאם שלילי, בעיקר בעתות משבר, בין רכיבי הסיכון, האריכות והמניות, המצמצם את סיכון ההשקעה. זאת מאחר שבתקופות של תנודתיות בשווקים הפיננסיים שבהם נרשמים ירידות במחירי המניות, נרשם במקביל ביקוש לאג"ח ממשלתיות בטוחות יותר. אריכות אג"ח גבוהה יותר תגרור תרומה מפצה גבוהה יותר, כשנרשמות ירידות במניות.

1. מניות

השקעת היתרות במניות החלה בשנת 2012 והיא עוקבת אחר מדד מניות רחב של משקים מפותחים, המבוסס על מדד MSCI Developed. השקעות במניות בשווקים שאינם נקובי מטבעות הנומרי, מגודרות נגד השפעת שינוי בשער החליפין של הדולר מול מטבעות השווקים השונים.

תרומת ההשקעה במניות השנה היא שלילית בסך של כ-110 נ"ב והיא המשמעותית בגודלה מבין שאר רכיבי הסיכון (לוח 7). התרומה השלילית נרשמה לאחר ששוקי המניות העיקריים נחלשו בסיכום השנה בשיעורים גבוהים (איור 6 ואיור נ-3 בנספח 1). במהלך השנה נרשמה תנודתיות רבה. ברביע הראשון נרשמו ירידות, החדות מאז 2012. לאחר מכן שוקי המניות שבו והתאוששו ואיתם תרומתם ליתרות (איור 12) - אך בסוף השנה שוקי המניות נפלו ביתר שאת. נציין כי לאחר תקופת הדו"ח, בחודשים הראשונים של 2019, מדדי המניות עלו באופן ניכר. הרווח המרבי שרשם מדד המניות בתיק היתרות במהלך השנה היה כ-7% וההפסד המרבי שרשם היה כ-12%. למרות התנודתיות הרבה, הוחלט לאורך השנה לשמור על שיעור ההשקעה במניות ברמה שנקבעה בהקצאה האסטרטגית, בהתאם למטרות ההשקעה ארוכות הטווח.

התרומה השלילית הגדולה ביותר נרשמה בארה"ב ולאחריה ביפן. התרומה היא תוצאה של שיעור ההשקעה בשוק מסוים ושל השינוי במדד המניות בשוק זה. חלק הארי מושקע במניות בארה"ב בשיעור של 7.0% בסוף 2018, שיחד עם ירידה במחיר בשיעור של כ-5.2%, גרעו כ-51 נ"ב מהתרומה (לוח 7). תרומת ההשקעות בגרמניה וביפן הייתה שלילית וגדולה יחסית, על אף שיעורן הנמוך יחסית בתיק. זאת כתוצאה מירידה ניכרת במדדי המניות שם במהלך השנה.

לוח 7

שיעור ההחזקה במניות לפי מדינות ותרומתם לתיק היתרות בשנת 2018

שיעור ההחזקה באחוזים				
תרומת ההשקעה במניות (נ"ב)	שיעור שינוי המדד ב-2018	סוף 2018	סוף 2017	
-51	-5%	7.0	7.3	ארצות הברית
-15	-18%	0.7	0.9	גרמניה
-6	-9%	0.8	0.9	צרפת
-9	-10%	0.7	0.9	בריטניה
-18	-15%	1.0	1.8	יפן
-4	-10%	0.4	0.5	קנדה
-1	-3%	0.3	0.3	אוסטרליה
-3	-10%	0.3	0.3	הונג קונג
-3	-9%	0.4	0.4	שוויץ
-110		11.6	13.3	סה"כ

המקור: בנק ישראל

2. אריכות ופיזור

האריכות (המח"ס) של תיק השקעות באג"ח היא מדד מקובל למדידת סיכון הריבית שאליו חשוף התיק. תרומת האריכות והפיזור מיוחסת להחלטה להשקיע את היתרות באריכות שונה מאריכות הסמן הבסיסי ולהחלטה לפזר את הנכסים באופן שונה על פני העקום בהשוואה לסמן הבסיסי. אריכות גבוהה יותר בתיק מאפשרת לרוב ליהנות מתשואה שוטפת גבוהה משל הסמן, מקנה רווחי הון במצב של ירידה בתשואות, לוקה בהפסדי הון במצב של גידול בתשואות ומעלה את תנודתיות התיק. הוועדה המוניתרית החליטה בתחילת השנה להאריך את התיק הדולרי מ-21.6 חודשים ל-24 חודשים ולהותיר את אריכות האירו והליש"ט ברמה של 18 חודשים.

תרומת האריכות והפיזור עמדה השנה על 15 נ"ב. אריכות תיק היתרות עמדה השנה בממוצע על כ-21 חודשים, לעומת כ-19 חודשים בשנה הקודמת ולעומת אריכות הסמן הבסיסי, שעמדה על 6 חודשים. ככלל נרשמה עליה מסוימת בעקומי התשואה של מטבעות הדולר והליש"ט וירידה בעקום התשואה של מטבע האירו (אזור 9). רוב התרומה (9 נ"ב) נבעה בעיקר מירידה בתשואה של עקום האירו לטווח ארוך. בתיק הדולר נרשמה תרומה חיובית, (6 נ"ב) בזכות הגידול בתשואה השוטפת בשל עליית הריבית בארה"ב. בנוסף, הארכת התיק בסוף השנה לאחר גידול מתמשך בתשואות, הניבה רווחי הון כשהתשואות שבו וירדו חדות. במהלך השנה נרשמה תנודתיות רבה בתרומת רכיב סיכון זה.

עקום התשואות בארה"ב עלה ב-2018 והשתטח בשל גידול חד בתשואה לפדיון בטווח הקצר. במהלך השנה עלתה התשואה ארוכת הטווח לרמות שיא, על רקע המשך הצמיחה וההידוק המוניטרי, אך ירדה לקראת סוף השנה, על רקע התמתנות הציפיות לאינפלציה והירידות בשוקי המניות ברביע האחרון שלוו בתנודתיות גבוהה. בגרמניה עלתה התשואה הארוכה בתחילת השנה, אך באמצע השנה נרשמה ירידה בתשואות על רקע אי-הודאות הפוליטית מול איטליה. לאחר מכן שבו התשואות ועלו במקצת, אך סיימו את 2018 ברמה נמוכה מאשר בתחילת השנה. בבריטניה עלו העקומים מעט ביחס לשנה הקודמת ונצפתה השתטחות.

3. נכסי מרווח

נכסי מרווח הם מכשירי חוב שאינם נכללים בסמן הבסיסי¹⁸ כגון מנפיקים רב-לאומיים ומנפיקים מהמגזר הציבורי. לנכסים אלו יש מרווח תשואה מעל אג"ח ממשלתיות עם תקופה דומה לפירעון. המרווח מבטא בעיקר פרמיית סיכון אשראי מעל לאג"ח הממשלתיות, והוא משתנה בהתאם לשינויים ברמת סיכון האשראי של הנכס.

החשיפה הכוללת לנכסי מרווח תרמה 12 נ"ב. גם השנה בלטה ההשקעה בנכסי מרווח קצרים בתיק הדולרי והם תרמו את רוב התרומה בסעיף זה: 10 נ"ב. בין הנכסים נמנים אג"ח בריבית משתנה, נכסים סינטיים (השקעה באג"ח קצרות שאינן נקובות בדולר ומגודרת באמצעות עסקת החלף מטבעית) וגם ניירות ערך מסחריים. ההשקעה בנכסי מרווח אלו הניבה תשואה עודפת בעיקר בשל התשואה השוטפת הגבוהה שלהם מעל לאג"ח ממשלתיות קצרות של מדינות הנומרו, שמרכיבות את סמן הבסיסי.

4. אג"ח תאגידיות

החשיפה לאג"ח תאגידיות גרעה 7 נ"ב. סיכון המרווח העיקרי בתיק היתרות נובע מההשקעה באג"ח תאגידיות (אג"ח חברות/קונצרניות) בדירוג השקעה, הנסחרות בשוק האמריקאי והאירופי. ההשקעה מבוצעת הן בניהול פנימי והן באמצעות מנהלים חיצוניים, מול סמן מוכר עם כיסוי רחב של שוק אג"ח התאגידיות נקובות דולר בארה"ב ונקובות אירו באירופה. על רקע צמצום המרווחים, הקטינה הוועדה המוניטרית בתחילת 2018 את ההקצאה לאג"ח תאגידיות לשיעור של 6% מהסמן. שיעור ההשקעה הממוצע באג"ח תאגידיות בשנת 2018 היה 5.9% לעומת 6.4% בשנת 2017.

ההתרחבות המשמעותית של מרווח אג"ח התאגידיות מתחילת השנה, הוא הגורם העיקרי לתרומתן השלילית. מרווח התשואות בין אג"ח תאגידיות לאג"ח ממשלתיות התרחב בהדרגה, מרמה של 60 נ"ב עד לרמה של 100 נ"ב בסוף השנה באג"ח דולריות, ומרמה של 70 נ"ב לרמה של 125 נ"ב באג"ח נקובות אירו (איור 13). התרחבות המרווחים מיוחסת בעיקר לגידול בתשואות אג"ח הממשלתיות והגידול בתנודתיות בשווקים, ובמידה פחותה להרעה בביצועי החברות. בנוסף, המרווחים הושפעו גם מהתחזקותן של חששות לאיכות האשראי של החברות בדירוגים

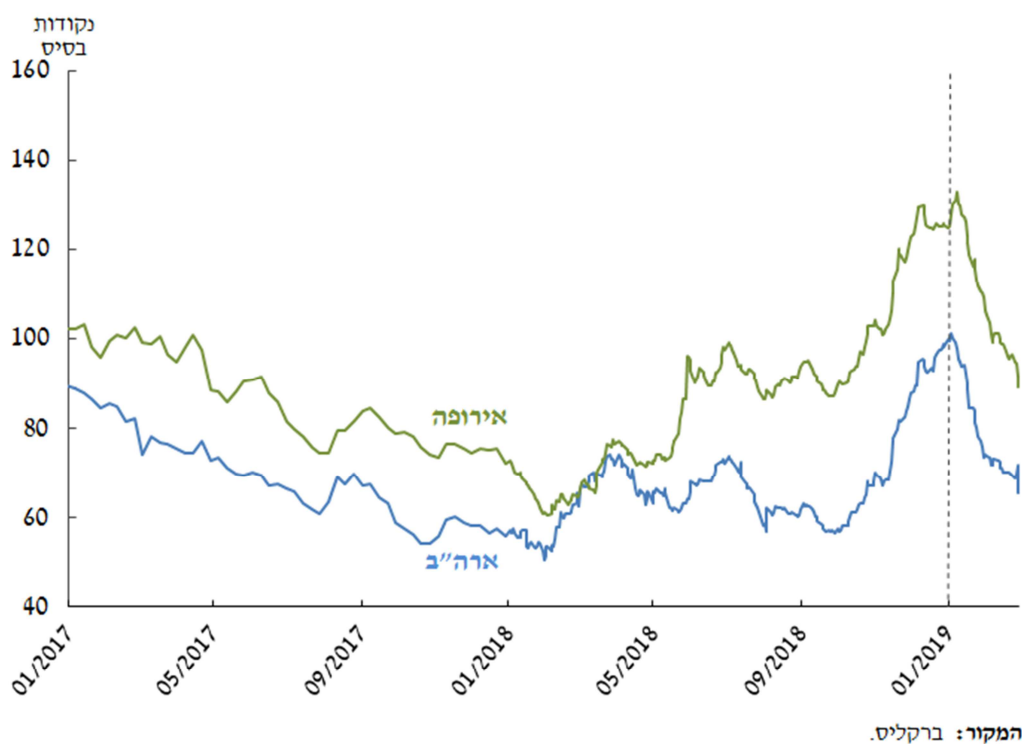
¹⁸ למעט אג"ח תאגידיות הנסקרות בנפרד בסעיף 4 בפרק זה.

נמוכים, שבהן היתרות אינן מושקעות. באירופה יוחסו השפעות לאי-הוודאות שנוצרה באיטליה ולהפסקת רכישות האג"ח על ידי הבנק המרכזי האירופי (ECB).

במהלך השנה נרשמו מספר שינויי מגמה בהתפתחות המרווחים, והתנודתיות במהלכה הייתה גבוהה מבשנה קודמת. בינואר המשיכה מגמת צמצום המרווחים מהשנה הקודמת ומיד לאחריה חלה התרחבות משמעותית במקביל לשינויים חדים בנכסים פיננסיים אחרים. לאחר מכן חלה התייצבות מסוימת במרווחים, אך במאי נרשמה התרחבות נוספת, בעיקר באג"ח אירופיות, על רקע התחזקות אי-הוודאות שם. באוקטובר חלה התרחבות משמעותית נוספת הן בארה"ב והן באירופה.

איור 13

המרווח בין האג"ח התאגידיות והאג"ח הממשלתיות בסמן 0 עד 5 שנים, ארה"ב ואירופה, 2017 עד פברואר 2019



התשואה השוטפת העודפת מעל אג"ח ממשלתיות (כ-70 נ"ב ו-90 נ"ב בממוצע בשוק הדולרי ובשוק האירו בהתאמה) קיזזה חלקית את הפסד שנגרם בשל התרחבות המרווחים.

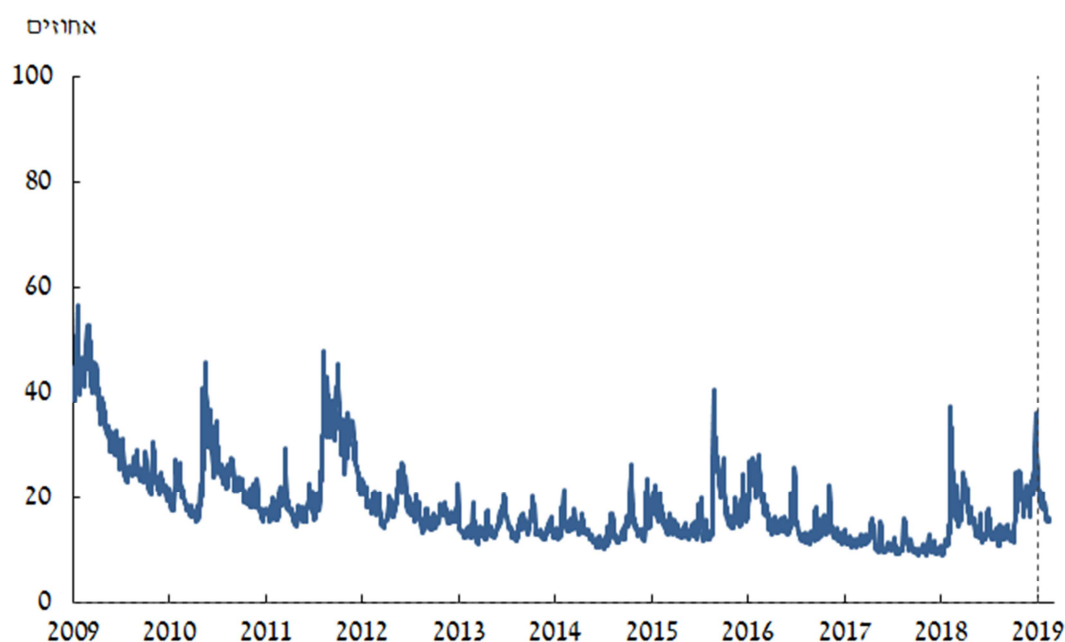
ה. מדדים שונים לסיכון ולתשואה המותאמת לסיכון

1. תנודתיות תיק היתרות, הניהול הפעיל ומדד ה-CVaR

התנודתיות בשווקים הפיננסיים גדלה השנה בשיעור ניכר לאחר רגיעה יוצאת דופן בתנודתיות בשנים קודמות. הגידול בתנודתיות במניות בלט בתחילת השנה ובסופה, אך נרשם גם באג'ח, בעיקר ברביע השני (איור 14). ההרעה המסוימת בתנאים המקרו-כלכליים או גורמים גיאופוליטיים בודדים אחרים, אינה מסבירה באופן מובהק את הגידול בתנודתיות. בין ההסברים האפשריים שניתנו היו אי-ודאות בהכוונת המדיניות המוניטרית על ידי ה-FED, הגידול בתשואה הקצרה בארה"ב לרמת הדיבידנדים ממניות והחשש שהשתטחות העקום מאותתת על מיתון קרב.

איור 14

מדד התנודתיות (VIX^{19}) על מניות מדד S&P 500, מ-2009 עד פברואר 2019



המקור: בלומברג.

מאז הגדלת שיעור נכסי הסיכון במסגרת הניהול הפעיל, גדל הסיכון בתיק היתרות בטווח הקצר. הגידול בתנודתיות בשווקים השנה באה לידי ביטוי גם בגידול בתנודתיות בתיק היתרות

¹⁹ מדד Volatility Index (VIX) אומד את התנודתיות הצפויה במדד המניות S&P 500. ה-VIX מכונה גם "מדד הפחד" והוא משמש כמדד מקובל לרמת התנודתיות בשוק ולחששות המשקיעים מירידות מחירים.

(איור 15). הסיכון של תיק היתרות נגזר ברובו מתרומת הניהול הפעיל ואילו סיכון הסמן הבסיסי נמוך ויציב.



¹ סטיות התקן של התשואות השבועיות במונחים שנתיים, ממוצע נע תלת-שנתי.
המקור: בנק ישראל.

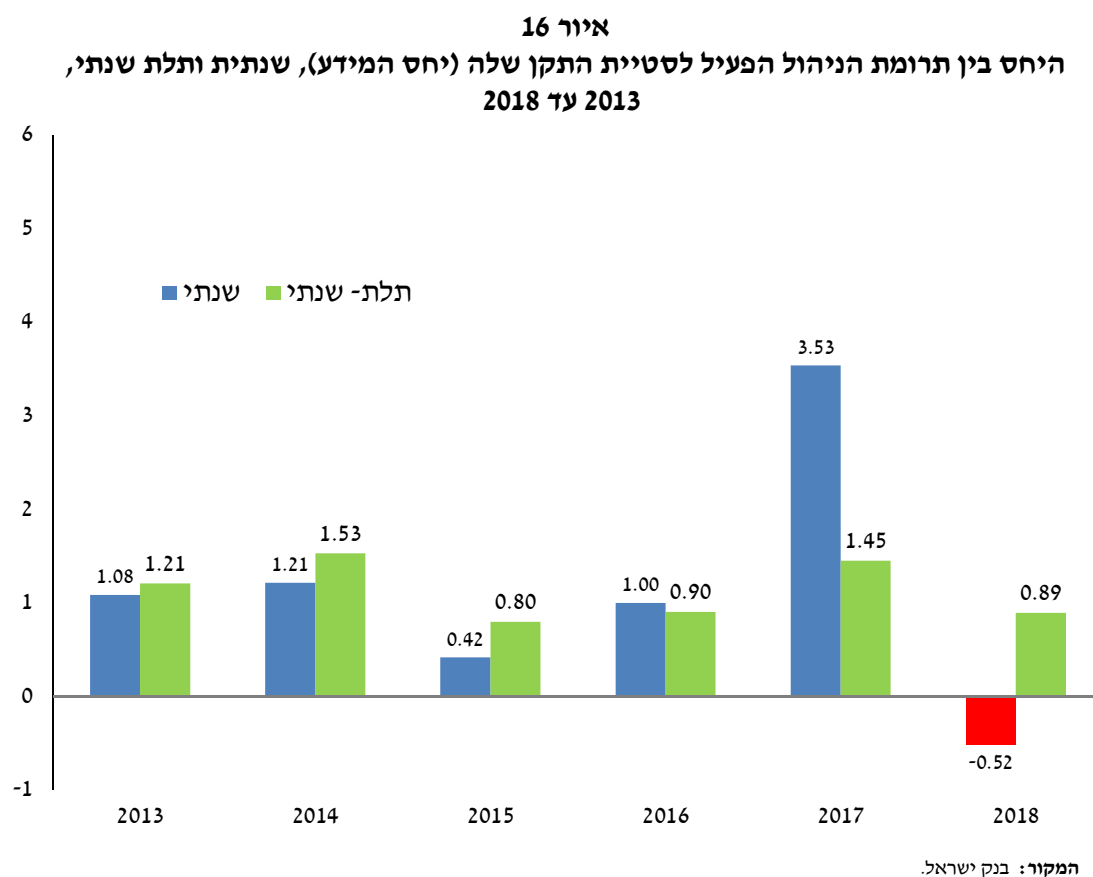
התנודתיות של תיק היתרות, בטווח הקצר, הייתה גבוהה יחסית השנה (1.7%) (לוח 4). זאת מאחר וברוב נכסי הסיכון נרשמו שינויי מחירים חדים ותשואות החזקה שליליות. תנודתיות הסמן הבסיסי נותרה נמוכה, כבשנים קודמות (0.16%), כצפוי מהרכב הנכסים השמרני שלו.

במהלך שנת 2018 היה מדד ה-CVaR5% של התיק נמוך מהרמה המרבית שנקבעה בהקצאה האסטרטגית, סביב 280 נ"ב. הרמה הנמוכה של המדד נגרמה בשל הירידה במשקל נכסי הסיכון בתיק, לאור ירידת ערכם, ולמרות הגידול בתנודתיות.

2. תרומת הניהול הפעיל המותאמת לסיכון

מדד יחס המידע (Information Ratio (IR)) מודד את הניהול הפעיל (התשואה העודפת) של מנהל התיק ביחס לסיכון העודף שנטל ומעיד על מידת העקביות של יכולת המנהל להניב תשואה עודפת בתמורה לתוספת סיכון. המדד מחושב כיחס תרומת הניהול הפעיל לסטיית התקן שלה.

ההשקעה בנכסי סיכון השנה לא השתלמה לאור הגידול בתנודתיות שנרשם לצד תשואה שלילית. התשואה המותאמת לסיכון, הנמדדת על ידי מדד ה-IR, אינה מדידה בשל ערך התשואה השלילי, אך היא ירדה השנה בצורה חדה בשל שילוב התרומה השלילית של הניהול הפעיל והגידול בתנודתיות בשווקים (איור 16). במדידה תלת-שנתית ניתן לראות את ירידת תרומת הסיכון העודף ביחס לשלוש השנים הקודמות.

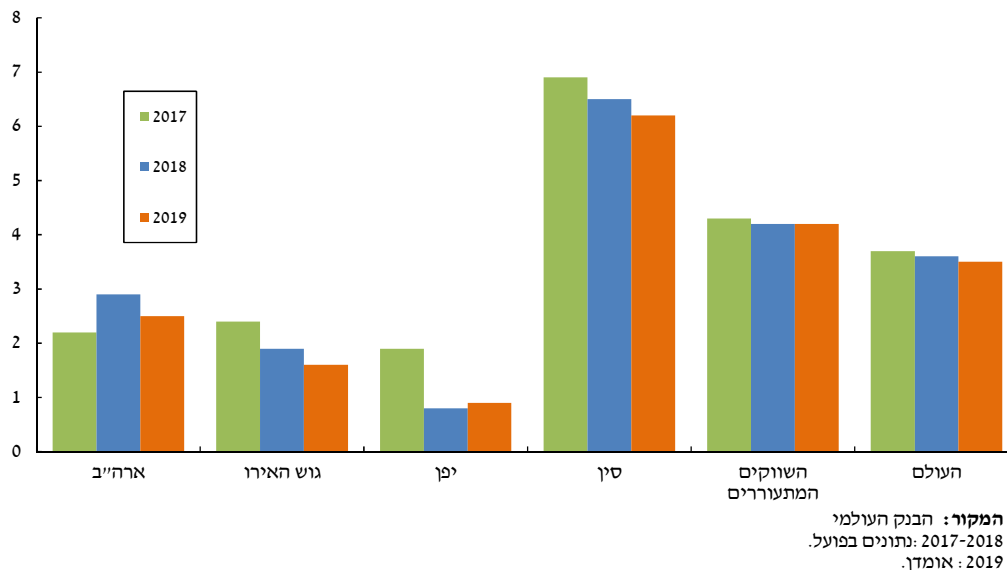


נספחים

נספח 1 : הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית

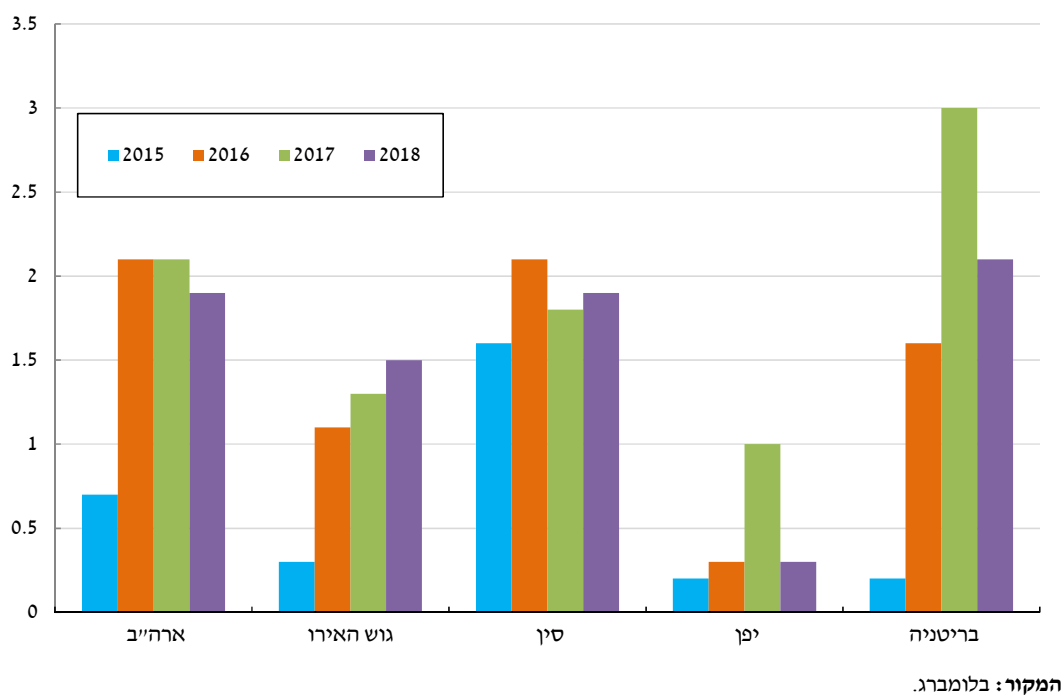
קצב הצמיחה בכלכלה הגלובלית נותר השנה כמעט ללא שינוי (ירד מ-3.7% ל-3.6%²⁰), ארה"ב בלטה לטובה ומנגד נרשמה התמתנות בקצב הצמיחה ביתר הגושים העיקריים (איור נ-1). הסחר העולמי איבד מעט מומנטום על רקע התחזקות מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין, המדדים המקדימים ("סנטימנט") נחלשו ביחס לרמות בהן שהו בתחילת 2018 והגופים הבינלאומיים עדכנו את תחזיות הצמיחה כלפי מטה. הפעילות הכלכלית שהוסיפה לצמוח בקצב נאה, נתמכה גם השנה בהמשך הגידול בצריכה הפרטית ובהשקעות והושפעה לטובה משוק עבודה חזק ומהמשך מגמת הירידה בשיעור האבטלה. בארה"ב המשיך ה-FED במדיניות העלאת הריבית על רקע האינפלציה המתבססת סביב היעד והעליה בשכר העבודה ואילו בגוש האירו וביפן הובילה סביבת המחירים (ליבה) שנותרה מתונה להמשך המדיניות המרחיבה. רמת הסיכון גדלה בהשפעת ההחרפה במלחמת הסחר, המשך תהליך העלאת הריבית בארה"ב וההתפתחויות הפוליטיות השליליות באירופה.

איור נ-1
הצמיחה השנתית במדינות / גושים מרכזיים



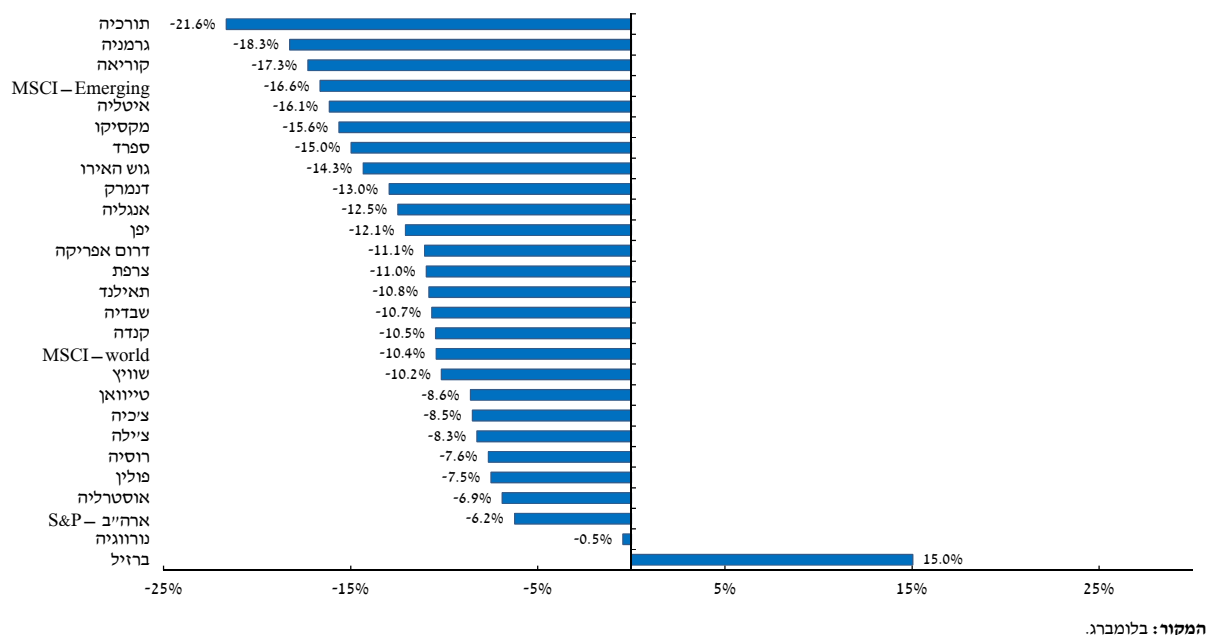
²⁰ נתוני הצמיחה בסקירה זאת מבוססים על "Global Economic Prospects" של ה-World Bank מינואר 2019.

איור נ-2 האינפלציה (CPI) השנתית במדינות / גושים מרכזיים

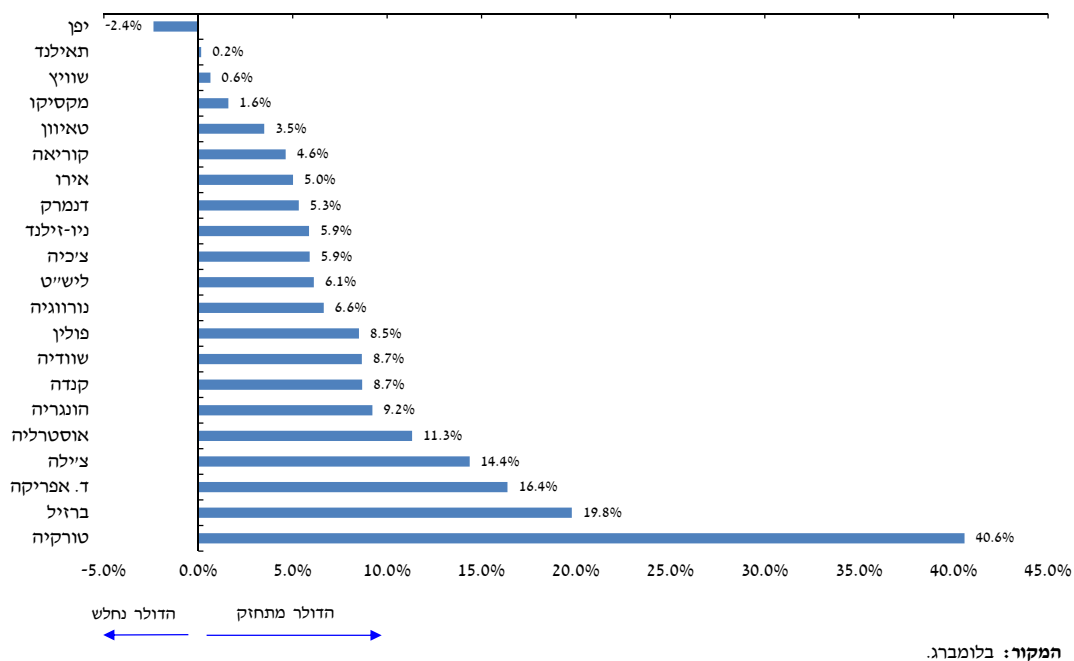


איבוד המומנטום בסביבה המקרו כלכלית והגידול ברמת הסיכון הובילו לסנטימנט שלילי בשווקים. שוקי המניות בעולם רשמו ירידות שערים בהובלת המשקים המתעוררים (איור נ-3). העלאות הריבית בארה"ב שהביאו להתחזקות הדולר, הובילו ליציאות הון וללחצי פיחות במדינות עם חוב גבוה במט"ח וגרעון במאזן התשלומים - ובעיקר באלו שחוו משברים מקומיים (טורקיה וארגנטינה). מרווחי אג"ח תאגידיות עלו ומדדי הסיכון נסחרו בתנודתיות גבוהה. הדולר התחזק השנה מול רוב המטבעות על רקע היציאה מנכסי הסיכון (איור נ-4). ירידה חדה נרשמה במחיר הנפט על רקע הגידול בהיצע והחשש מהתמתנות בפעילות הכלכלית שתוביל לירידה בביקושים.

איור נ-3 ביצועי המניות במונחי המטבע המקומי, 2018



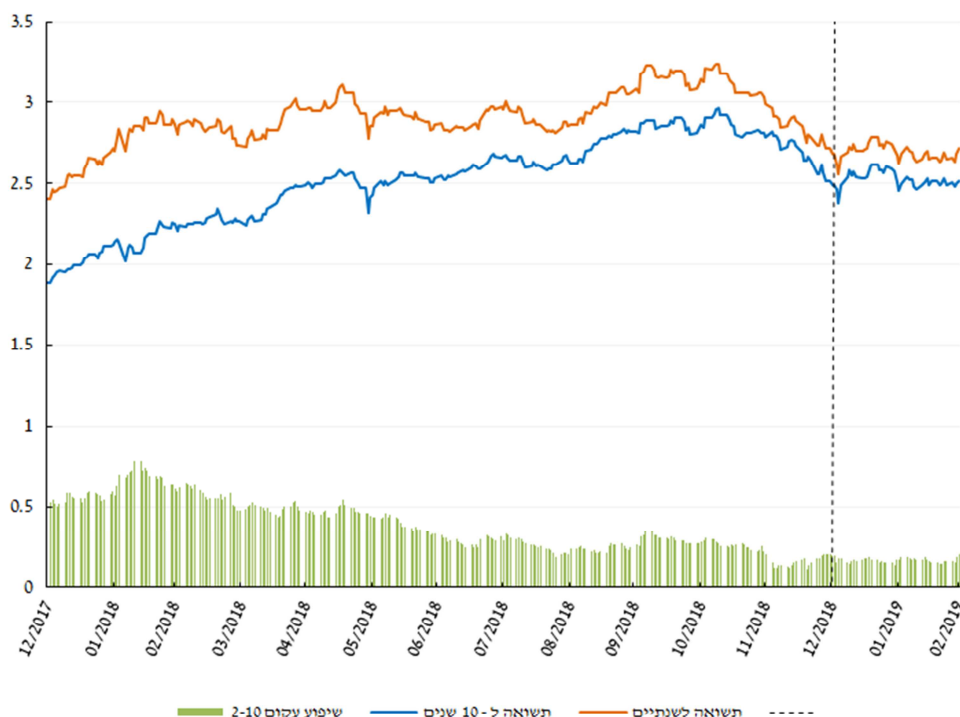
איור נ-4 ביצועי המטבעות העיקריים מול הדולר, 2018



כלכלת ארה"ב האיצה השנה מ-2.2% ל-2.9% (תחזית הבנק העולמי) בהובלת הצריכה הפרטית על רקע התמריצים הפיסקליים שעליהם הודיעה ממשלת ארה"ב. ה-FED העלה את הריבית ארבע פעמים במהלך השנה על רקע התבססות אינפלציית הליבה סביב היעד של 2% והוביל לגידול בתשואות האג"ח ולהמשך ההשתטחות של עקום התשואות (איור נ-5). רמת הסיכון גדלה והובילה לתנודתיות בשווקים שהחריפה לקראת סוף השנה. שוקי המניות

שרשמו עליות נאות בשנים האחרונות, ירדו השנה בהתאם למגמה העולמית והדולר התחזק מול רוב המטבעות העיקריים.

איור 5-נ
התשואה על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים ולשנתיים ושיפוע העקום בארה"ב,
2017 עד פברואר 2019

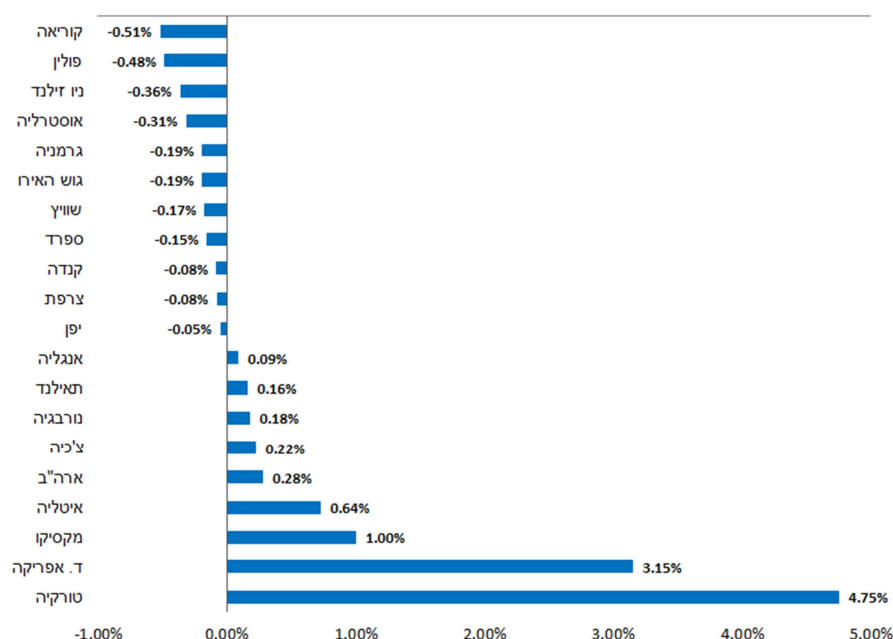


המקור: בלומברג.

הפעילות הכלכלית בגוש האירו הוסיפה לצמוח בשנת 2018 בקצב נאה של 1.9% (תחזית הבנק העולמי) אך מתון מקצב הצמיחה של 2.4% שנרשם ב-2017. התמתנות נרשמה בכל המדינות העיקריות. שוקי המניות בגוש האירו ירדו השנה בדומה למגמה בעולם והושפעו מההתמתנות בפעילות הכלכלית של שותפות הסחר עם סין ומהעליה בסיכון הפוליטי על רקע דיונים בין איטליה להנהגת גוש האירו על שיעור הגרעון הפיסקאלי באיטליה. אינפלציית הליבה נותרה מתונה וה-ECB סיים את תוכנית הרכישות.

בבריטניה נרשמה התמתנות בצמיחה בשנת 2018 מ-1.7% ל-1.3% (תחזית הבנק העולמי) על רקע אי-הוודאות סביב ה-Brexit. שוק העבודה החזק והצריכה הפרטית תמכו בפעילות הכלכלית, אך מנגד, התמשכות הדיונים מול גוש האירו בנושא ה-Brexit וחוסר היכולת להגיע לפתרון מוסכם לקראת מועד הפרישה מהאיחוד במרץ 2019, הכבידו על השקעות הון של חברות והובילו את ה-BOE להעלות את הריבית ב-0.25% בלבד במהלך השנה.

איור נ-6 **שינוי בתשואה לפדיון על אג"ח ל-10 שנים במדינות עיקריות בשנת 2018**



כלכלת יפן האטה בשנת 2018 מ-1.9% ל-0.8% (תחזית הבנק העולמי) בהשפעת מלחמת הסחר. קצב עליית השכר נותר מתון למרות התנאים ההדוקים בשוק העבודה. מדדי המניות ירדו בדומה לעולם והמטבע המקומי התחזק מול הדולר על רקע מגמת היציאה מנכסי סיכון. תשואות האג"ח נסחרו ברמה אפסית, בהשפעת מדיניותו המרחיבה של הבנק המרכזי, שהמשיך במדיניות הרכישות ובשליטה על עקום התשואות.

כלכלות המשקים המתעוררים רשמו השנה האטה בקצב הצמיחה, בעיקר במדינות עם חוב גבוה במט"ח וגרעון במאזן התשלומים ובמדינות שחוו משברים מקומיים (טורקיה וארגנטינה). מטבעות המדינות במשקים המתעוררים נחלשו מול הדולר ומדדי המניות רשמו שם ירידות שיערים והציגו ביצועי חסר ביחס למשקים המפותחים, על רקע מגמת היציאה מנכסי סיכון. **הכלכלה הסינית** המשיכה ב"נחיתה הרכה", כחלק מיישום שינוי מבני ארוך טווח, הכולל מעבר מכלכלה מבוססת תעשייה והשקעות, לכלכלה מבוססת שירותים וצריכה. במהלך השנה התמודדו השלטונות המקומיים עם התפתחות מלחמת הסחר מול ארה"ב מחד ועם השלכות המהלך היזום לצמצום האשראי החוץ בנקאי (בנקאות הצל) מאידך, במטרה להקטין את רמת הסיכון. הפעילות הכלכלית רשמה התמתנות בשל צמצום האשראי, בעוד ההשקעות ממשיכות להאט כחלק מהשינוי המבני הארוך הטווח בכלכלה.

נספח 2 : הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ²¹

בתוקף מה-26 בספטמבר 2016

בהתאם לסעיף 40 (ב) לחוק בנק ישראל, התשי"ע – 2010 (להלן – "החוק"), על הוועדה המוניתרית להתוות את הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של היתרות.

1. קווים מנחים בסיסיים, הנובעים מהמטרות של החזקת היתרות

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

(א) *שמירה על כוח הקנייה של היתרות*. יעד זה מתפרש כשמירה על הערך של היתרות במונחי מטבע המדידה שהבנק בחר בו – הנומרי (3. להלן).

(ב) *ניהול היתרות ברמה גבוהה של נזילות*. חלק גדול של היתרות יושקע בנכסים הניתנים בהתרעה קצרה למימוש מהיר, ובלי לפגוע בערך. רמת הנזילות תוגדל ככול שהיחס שבין רמת היתרות בפועל ורמתן הרצויה נמוך יותר (5. (ה) להלן).

(ג) *השגת תשואת החזקה נאותה* ברמת סיכון מקובלת, כל עוד אין הדבר פוגע בהשגת היעדים הקודמים (4. להלן).

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

בבואה ליישם את סעיף 40 (ב) לחוק, הבחינה הוועדה בין קביעת הקווים המנחים והמעקב התקופתי, לבין קביעת ההנחיות המפורטות לניהולו השוטף של התיק.

הוועדה המוניתרית תתווה את הקווים המנחים, בהתייעצות עם שר האוצר כקבוע בחוק, תעדכןם במידת הצורך, ותעקוב אחר יישום מדיניות ההשקעה על ידי החטיבה.

הקווים המנחים יתורגמו על ידי ועדת מט"ח, שהיא ועדה פנימית של הבנק בראשות הנגיד, לכללי השקעה מפורטים של יתרות מטבע החוץ.

חטיבת השווקים תיישם את מדיניות ההשקעה, במסגרת דרגות החופש שיקבעו מעת לעת על ידי הוועדה המוניתרית ועדת המט"ח, ותדווח לוועדה המוניתרית ולוועדת מט"ח, בתדירות רבעונית, על יישום המדיניות: התפתחויות בשווקים הבין-לאומיים והשלכותיהן על ניהול היתרות, החלטות ההשקעה של החטיבה, ביצועי התיק, והסיכונים הפיננסיים והאחרים שהתיק חשוף להם.

חטיבת השווקים תייעץ לוועדה המוניתרית ולוועדת מט"ח במילוי תפקידיהן באמצעות ניירות עמדה והצעות לדיון בוועדה.

הוועדה המוניתרית תאשר ותעדכן באופן תקופתי את חלוקת הסמכויות בנושא מדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ.

²¹ מאפייני תיק היתרות בפועל מדווחים לציבור בסקירה שנתית המתפרסמת באתר בנק ישראל.

3. מטבע המדידה של תשואת ההחזקה של יתרות מטבע חוץ והעקרונות לקביעתו

מטבע המדידה של תשואת ההחזקה של היתרות הוא הנומרר, המורכב מסל מטבעות אותו קובעת הוועדה.

הרכב הנומרר²² נקבע על פי עקרונות המשקפים את המטרות של החזקת היתרות.

העקרונות שלפיהם נקבע הרכב הנומרר הם :

- (א) ההרכב המטבעי של היבוא בפועל ושל היבוא הצפוי בשעת חירום.
 - (ב) הרכב החוב החיצוני לטווח הקצר והבינוני.
 - (ג) הערכות לגבי נזילותם של המטבעות השונים שניתן להשקיע בהם.
- ההרכב המטבעי של הנומרר נבחן גם לאור ההרכב המטבעי של סך תיקי יתרות מטבע החוץ של הבנקים המרכזיים החברים בקרן המטבע הבין-לאומית, כפי שזה מדווח על ידי הקרן.
- הרכב הנומרר יקבע, בתום כל שנה, על ידי הוועדה המוניתרית על בסיס המלצת חטיבת השווקים, בהתאם להשתנות הנסיבות במשק ובשווקים הגלובליים. אם יחולו שינויים מהותיים באחד או יותר מהסעיפים (א)-(ג), הרכב הנומרר יובא לדיון בוועדה המוניתרית.
- מאחר שתשואת ההחזקה של תיק היתרות נמדדת במונחי הנומרר, יוגדר סל המטבעות המרכיב את הנומרר כהרכב המטבעי נטול-הסיכון עבור מנהלי תיק היתרות.

4. פרופיל הסיכון

פרופיל הסיכון קובע את רמת הסיכון המרבית שהוועדה המוניתרית מוכנה לקבל כדי להשיג את היעדים שלשם מוחזקות היתרות. בקביעת פרופיל הסיכון יעשה שימוש בניתוח תסריטים ובמגוון של כלים אנליטיים למדידת סיכון כגון VaR, CVaR ואחרים. פרופיל הסיכון ייקבע על ידי הוועדה באופן תקופתי בהתאם לנסיבות המשתנות בשוק ההון העולמי.

פרופיל הסיכון יקבע כך שבהינתן 5% של התוצאות הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד לא יעלה על 400 נ"ב באופק של שנה.

5. הכללים לניהול הסיכונים הפיננסיים של היתרות

הכללים לניהול הסיכונים הפיננסיים שאליהם חשופות היתרות וההקצאה הנכסית שלהן יקבעו בהתאם ליעדי מדיניות ההשקעה של היתרות (סעיף 1 לעיל) ובכפוף לפרופיל הסיכון שקבעה הוועדה המוניתרית (סעיף 4). ההקצאה הנכסית של יתרות מטבע החוץ תאושר לפחות פעם בשנה ע"י הוועדה המוניתרית.

²² הנומרר מוגדר במונחי יחידות מטבע (לדוגמה: X דולרים, Y אירו ו-Z ליש"ט). היחס בין יחידות המטבע (בדוגמה - X:Y:Z) ייקבע על ידי ההרכב המטבעי של התיק (לדוגמה - אחוז הדולרים בתיק, אחוז האירו ואחוז הליש"ט) כפי שייקבע על ידי הוועדה ועל ידי שערי החליפין של מטבעות הנומרר במועד ההחלטה.

(א) סוגי הנכסים המאושרים לשימוש בניהול יתרות הם :

1. איגרות חוב (כולל איגרות חוב בריבית קבועה, בריבית משתנה ואיגרות חוב צמודות למדד).
2. איגרות חוב המגובות במשכנתאות או מגובות נכסים (MBS ו-ABS), לכל היותר 6% מסך היתרות.
3. תעודות פיקדון סחירות של בנקים – CD: Certificate of Deposit
4. פיקדונות לזמן קצוב – Deposit.
5. ניירות ערך מסחריים של מדינות – CP: Commercial Paper
6. מניות, לכל היותר 15% מסך היתרות.
7. גזרים שנכס הבסיס שלהם מותר להשקעה.

(ב) ניהול לעומת סמן :

ניהול נכסי הסיכון הפיננסי של היתרות מעוגן בניהולן לעומת מערכת סמנים (benchmarks). הכללים לניהול הסיכונים הפיננסיים של היתרות גוזרים את ההרכב המטבעי של הסמנים, את מאפייני סיכון המחיר שלהם (כגון האריכות) בכל מטבע ואת סוגי הנכסים הכלולים בו. מול סמנים אלו נמדדים ביצועי הניהול של מנהלי התיקים.

(ג) הסיכון המטבעי :

החשיפה המטבעית של היתרות נקבעת לפי :

1. הרכב הנומרי.
2. חשיפות מטבעיות אסטרטגיות ביחס להרכב הנומרי: היקף מוגבל ל-10% מסך היתרות. הרכב החשיפות והיקף יקבעו ע"י הוועדה המוניתרית.
3. חשיפות מטבעיות לטווח הקצר והבינוני ביחס להרכב הנומרי: היקף מוגבל ל-2% מסך היתרות. הרכב החשיפות והיקף יקבעו ע"י חטיבת השווקים.

(ד) סיכון האשראי :

כדי להגביל את סיכון האשראי הכרוך בניהול השוטף של תיק היתרות קבעה הוועדה המוניתרית את הכללים הבאים :

1. השקעה במטבעות של מדינות מותרת במדינות שקבוצת דירוג האשראי שלהן היא לפחות בדירוג BBB. ההשקעה במטבעות של מדינות שקבוצת הדירוג שלהן הוא BBB מוגבלת ל-1% מסך היתרות ומחייבת אישור פרטני של הוועדה המוניתרית.
2. השקעה באג"ח ו-CP בהנפקת ממשלות, או בערבות ממשלתית, מותרת אם קבוצת דירוג האשראי שלהן היא לפחות בדירוג BBB. בקבוצת הדירוג BBB ההשקעה בנכסים אלו מוגבלת ל-1% מסך היתרות ומחייבת אישור של הוועדה המוניתרית.

3. ההשקעה באיגרות חוב של PSE (Public Sector Entity), מוגבלת ל-15% מסך היתרות, וזאת רק באג"ח שקבוצת דירוג האשראי שלהם הוא לפחות A.
4. ההשקעה באיגרות חוב קונצרניות מוגבלת ל-15% מסך היתרות, וזאת רק באג"ח שקבוצת דירוג האשראי שלהן הוא לפחות BBB.
5. ההשקעה באיגרות חוב ובפיקדונות של מוסדות כספיים בין-לאומיים מוגבלת ל-15% מסך היתרות.
6. החשיפה של היתרות למערכת הבנקאית הבין-לאומית לא תעלה על 10% מסך היתרות, וזאת רק לבנקים וברוקרים שקבוצת דירוג האשראי שלהם הוא לפחות A. הפעילות עם בנקים וברוקרים שקבוצת דירוג האשראי שלהם הוא BBB, מוגבלת לפעילות מסוג DVP²³ (Delivery Versus Payment) בלבד.

(ה) סיכון הנזילות:

כדי לאפשר מענה מיידי לבעיות הפיננסיות המתעוררות בעת חרום יש להשקיע חלק גדול מהיתרות בנכסים הניתנים למימוש בסכומים גדולים, בהתראה קצרה מבלי לפגוע בערך המימוש שלהם.

1. הנכסים, בהם מושקעות היתרות, מסווגים לשלוש רמות נזילות: א. נכסים בעלי נזילות גבוהה אשר ניתן לממשם תוך חודש מבלי לפגוע בערכם, ב. נכסים אשר ניתן לממשם תוך שלושה חודשים מבלי לפגוע בערכם ו-ג. נכסים בעלי נזילות נמוכה אשר ניתן לממשם בלמעלה משלושה חודשים מבלי לפגוע בערכם.
2. להשקעה בנכסים בעלי נזילות גבוהה נקבעה רמת מינימום ולנכסים בעלי נזילות נמוכה נקבעה רמה מקסימלית. סיווג הנכסים לרמות הנזילות השונות יכול להשתנות בעקבות שינויים בתנאי השוק.
3. לפחות 45% מסך היתרות יושקעו באגרות חוב ממשלתיות.

(ו) ניהול פעיל וכללי ציות:

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

(ז) נכסי סיכון:

סך ההשקעה הכוללת במניות (סעיף 6.א.5) ובאיגרות חוב קונצרניות (סעיף 4.ד.5) לא תעלה על 25% מסך היתרות.

²³ פעילות מסוג DVP הינה פעילות בה העברת התשלום והנכס מצד לצד מתבצעת בו-זמנית ולכן סיכון האשראי בפעילות זו הוא אפסי.

6. הסיכונים הלא-פיננסיים הכרוכים בניהול היתרות

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

7. מדידת התשואות והדיווח עליהן

היתרות ינוהלו בשקיפות. חטיבת השווקים תדווח תקופתית לוועדה המוניתרית (2. לעיל) על היקף היתרות והשינוי בהן, ההרכב המטבעי, השינוי בחשיפות המטבעיות, ההתפלגות הנכסית, אריכות התיקים, החשיפה למדינות, סיכוני האשראי, סיכוני הנזילות, והתשואה על התיק ומרכיביו השונים. הדיווח ילווה בניתוח השינויים השוטפים של השווקים הפיננסיים והשלכותיהם על ניהול היתרות.

8. טיפול בחריגות פסיביות

כללי המימוש בעת חריגה פסיבית מהקווים המנחים יקבעו ע"י הוועדה המוניתרית.

נספח 3 : מילון מונחים

ערך	פירוט
1 אריכות Modified Duration	הקירוב לרגישות בין שינוי קטן בערך של מכשיר חוב, כאחוז מערכו הקודם, ובין השינוי בתשואה-לפדיון (בסימן ההפוך) של המכשיר. האריכות נמדדת ביחידות זמן. מונח נרדף: מח"ס (משך חיים ממוצע).
2 אריכות של תיק Portfolio Duration	האריכות הממוצעת של תיק מכשירי חוב (שהאריכות של כל נכס בתוכו משוקללת לפי משקלו בתיק) היא המדד המקובל לאמידת סיכון הריבית של התיק.
3 הוועדה המוניתרית	הוועדה המוניתרית הוקמה בהתאם לחוק בנק ישראל, התש"ע-2010. בוועדה שישה חברים – שלושה חברים מבנק ישראל ושלושה נציגי ציבור, כאשר נגיד הבנק משמש כיו"ר הוועדה. הוועדה המוניתרית קובעת את המדיניות להשגת מטרות הבנק, ובכלל זה המדיניות המוניתרית, ומחליטה על הפעולות שעל הבנק לנקוט כדי להשיגן. הוועדה מופקדת על התוויית הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של היתרות בהתייעצות עם שר האוצר, ועל המעקב אחר יישום מדיניות זו. הוועדה גם מאשרת ומעדכנת את חלוקת הסמכויות בנושא מדיניות ההשקעה של היתרות בינה לבין חטיבת השווקים.
4 הסמן הבסיסי (סמן בהרכב הנומרי)	מייצג הרכב נכסי שמרני, בר-השקעה, העומד בשני היעדים הראשונים של מדיניות השקעת היתרות – שמירה על כוח הקנייה שלהן וניהולן ברמה גבוהה של נזילות. ההרכב המטבעי שלו זהה להרכב הנומרי, והוא מכיל אג"ח ממשלתיות קצרות של מטבעות הנומרי.
5 הקווים המנחים	הקווים המנחים כוללים את פירוט הנכסים, פרופיל הסיכון ומגבלות כמותיות ואיכותיות על סוגי הנכסים המותרים להשקעה. יש להדגיש כי המגבלות על סוגי הנכסים השונים אינם בבחינת המלצה לשיעור ההשקעה בפועל בסוגי נכסים אלו.
6 יחס מידע Information Ratio	יחס המודד את הניהול הפעיל של מנהל תיק ביחס לסיכון העודף שנטל ומעיד על מידת העקביות של יכולת המנהל להניב תשואה עודפת בתמורה לתוספת סיכון. המדד מחושב כיחס תרומת הניהול הפעיל לסטיית התקן שלה.
7 יתרות מטבע חוץ Foreign Currency Reserves	נכסים פיננסיים המונפקים בידי גורמים זרים, הנקובים במטבע חוץ (לרבות זהב), והם בבעלות הבנק המרכזי ובשליטתו הבלעדית ואינם משועבדים בכל דרך שהיא.
8 מדד CVaRp (Conditional Value at Risk)	מדד הסיכון המשמש לכימות רמת הסיכון במונחי תוחלת ההפסד של תיק ההשקעה בהינתן טווח זמן מסוים והסתברות מסוימת (p). הוועדה המוניתרית קבעה בקווים המנחים רמת סיכון מרבית של היתרות, כך שבהינתן 5% של תוצאות ההשקעה הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד באופק של שנה – ה-CVaR5% – לא יעלה על 400 נ"ב. ההפרש בין התשואות-לפדיון של שני מכשירי חוב.
9 מרווח תשואה Yield Spread	
10 נומרי Numeraire	סל מטבעות המשמש למדידה של תשואות יתרות מטבע החוץ. (ראו פרק ב' 3 לעיל).
11 ניהול פעיל	סגנון ניהול השקעה שבו מנהל התיק מנסה להשיג תשואה גבוהה מזו של סמן או מדד השוק באמצעות החלטות קנייה ומכירה של ניירות ערך או אסטרטגיות השקעה שונות. בסקירה זאת המונח מתאר החלטות להשקיע בנכסים ובמדינות שאינם נכללים בסמן הבסיסי.
12 נכס מרווח Asset Spread	נכס שאינו נכלל בהרכב הנכסים של הסמן הבסיסי (ע"ע). מרווח התשואה של נכס זה נמדד כהפרש בין התשואה-לפדיון שלו לזו של אג"ח ממשלתית בעלת תקופה לפירעון דומה.
13 נכסי סיכון	נכסים המאופיינים בסיכון גבוה מאשר באג"ח ממשלתיות. בסקירה זאת הכוונה למניות ולאג"ח תאגידיות.
14 נקודת בסיס Basis Point	שיעור של 0.01 אחוז; חלק אחד מתוך עשרת אלפים או מאית האחוז.
15 סטיית תקן Standard Deviation	מדד סטטיסטי למידת הפיזור של התפלגות סביב התוחלת שלה, המשמשת לעיתים קרובות קנה מידה להיקף החשיפה לאי-ודאות. ע"ע תנודתיות.
16 סיכון אשראי	החשיפה לאפשרות של הפסד בגלל מחדל בתשלום חובות במועד – של

	Credit Risk	מנפיק, של מוסד פיננסי או של מדינה, או כתוצאה משינויים בהערכת גורמים בשוק את ההסתברות של אירוע כזה.
17	סיכון מטבעי Currency Risk	החשיפה לאפשרות של הפסד כתוצאה משינויים בשערי החליפין.
18	סיכון ריבית Interest-rate Risk	החשיפה לאפשרות של הפסדי הון כתוצאה מעליית התשואות-לפדיון.
19	סמן Benchmark Portfolio	תיק היפותטי, הבנוי על פי כללים מוסכמים מראש ומשמש קנה מידה להערכת ביצועיו של מנהל תיק השקעות ועוגן לניהול הסיכונים של התיק.
20	עקום תשואות Yield Curve	סדרת תשואות-לפדיון של אג"ח שמועדי פירעון שונים והן בעלות מאפיינים משותפים (כגון אג"ח של ממשלת מדינה מסוימת במטבע מקומי).
21	פרמיית הסיכון	התשואה העודפת של נכס סיכון מעל לריבית חסרת סיכון.
22	תיק חסר סיכון Risk-free Portfolio	תיק שבו לא נשקפים למשקיע לא הפסדים ולא רווחים.
23	תנודתיות Volatility	סטיית התקן (ע"ע) של התפלגות תשואות ההחזקה של נכס פיננסי, כגון נייר ערך או תיק, על פני פרק זמן מוגדר (יום, שבוע וכו').
24	תרומת הניהול הפעיל (תשואה עודפת)	ההפרש בין תשואת תיק היתרות לבין תשואת הסמן הבסיסי המודד את ההחלטות להשקיע בנכסים ובמדינות נוספים שאינם נכללים בסמן הבסיסי. מכונה גם "תשואה עודפת".
25	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.
26	תשואת החזקה Holding-period Return Rate of	שיעור השינוי בערכו של נכס או תיק על פני תקופה מוגדרת, כולל ריבית או דייוידנדים.