



בנק ישראל

השקעת יתרות מטבע החוץ

דין וחשבון 2017

התוכן

עיקרי הדברים.....	3
מבוא.....	4
א. הרמה של יתרות מטבע החוץ.....	7
1. רמת היתרות והשינויים בה.....	7
2. רמתן הנאותה של היתרות.....	8
ב. המסגרת של ניהול יתרות מטבע החוץ.....	10
1. מטרות החזקתן של היתרות והקווים המנחים לניהולן.....	10
2. רמת הסיכון המרבית של היתרות.....	11
3. הסמן הבסיסי וההקצאה האסטרטגית.....	11
ג. תשואת ההחזקה של היתרות.....	13
1. תנאי הרקע הכלכליים והפיננסיים.....	13
2. תשואת תיק היתרות.....	16
3. תשואת תיק היתרות במדידה רב-שנתית.....	17
ד. תרומת הניהול הפעיל.....	18
1. מניות.....	20
2. אריכות ופיזור.....	24
3. נכסי מרווח.....	25
ה. מדדים שונים לסיכון ולתשואה המותאמת לסיכון.....	27
1. תנודתיות תיק היתרות, הניהול הפעיל ומדד ה-CVaR.....	27
2. תרומת הניהול הפעיל המותאמת לסיכון.....	28
נספח 1 : הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית.....	29
נספח 2 : עקרונות לקביעת הרמה הנאותה של יתרות מטבע החוץ.....	35
נספח 3 : הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ.....	38
נספח 4 : מילון מונחים.....	44
תיבה 1 : ההשקעה של יתרות מטבע חוץ במניות.....	21

עיקרי הדברים

1. יתרות מטבע החוץ של ישראל הסתכמו בסוף 2017 ב-113 מיליארדי דולרים¹, המבטאות עלייה של 14.6 מיליארדי דולרים במהלך השנה. עיקר השינוי נבע, מרווחים, מהכנסות ומהפרשי שערים (שיעור) בהיקף כולל של 7.5 מיליארדי דולרים ומרכישות בנק ישראל, בהיקף של 6.6 מיליארדי דולרים במסגרת המדיניות המוניטרית.
2. רמת היתרות בסוף השנה גבוהה במקצת מהקצה העליון של טווח רמת היתרות הנאותה שנקבעה - 70 עד 110 מיליארדי דולרים - ושווה ל-33 אחוזי תוצר.
3. תשואת ההחזקה של תיק היתרות בשנת 2017 הסתכמה ב-3 אחוזים במונחי הנומור, שהוא סל מטבעות המורכב בעיקר מדולר ואירו. תשואה זאת היא הגבוהה מאז 2009 ומעל לתשואה הממוצעת בשלוש השנים האחרונות, שעמדה על 1.7 אחוז.
4. התשואה הושגה בסביבה פיננסית של תשואות נמוכות לפדיון ואף תשואה שלילית על חלק נכבד מהאג"ח של מדינות אירופיות מרכזיות, שבהן מושקע כשליש מהיתרות.
5. התשואה הושגה בעיקר כתוצאה מתהליך ארוך טווח, אשר במסגרתו הוגדל בהדרגה משקלן של היתרות המושקעות בנכסי סיכון – מניות ואג"ח חברות (קונצרניות). זאת במסגרת רמת הסיכון שאישרה הוועדה המוניטרית.
6. תרומת הניהול הפעיל - תשואת סטיית ההשקעה בפועל מהסמן הבסיסי - הסתכמה השנה ל-273 נקודות בסיס. מרבית התרומה, 219 נקודות בסיס, מקורה מהשקעת המניות שנהנתה מהגאות הנמשכת בשוקי המניות במדינות ההשקעה. יתרת התרומה, 54 נ"ב, נבעה בעיקר מבחירה פרטנית של עמדות אריכות ונכסי מרווח, בייחוד בנכסים קצרים.
7. הוועדה המוניטרית בחרה להגדיל מעט את רמת סיכון של התיק ומשקלם של נכסי הסיכון בתיק היתרות המשיך ועלה: שיעור ההשקעה במניות גדל מ-10.0% ל-13.3% בסוף השנה, ושיעור ההשקעה באג"ח חברות – מ-4.8% ל-6.0%. במרבית השנה שיעור ההשקעה באג"ח חברות עמד על 7.5% וצומצם בשלהי השנה.
8. התנודתיות בשווקים הייתה נמוכה באופן חריג השנה. זאת על רקע עודפי הנזילות בהם כתוצאה מפעולות הבנקים המרכזיים ועל רקע התגברות הצמיחה העולמית לצד אינפלציה נמוכה. בשל כך התנודתיות של תיק היתרות היתה נמוכה מזו של שנה קודמת, על אף הגדלת שיעורם של נכסי הסיכון, ומשתלמת מבעבר במונחי התשואה המותאמת לסיכון.
9. ההחלטה של בנק ישראל להשקיע חלק מיתרות המט"ח במניות התקבלה מתוך ראייה ארוכת טווח. ההשקעה במניות הכפילה ויותר את התשואה המצטברת של תיק היתרות ב-6 השנים האחרונות, אך מאחר ששוקי המניות מאופיינים במחזוריות ובתנודתיות, סביר לצפות גם לירידות שערים בעתיד (ראו תיבה על ההשקעה במניות בפרק ד').

¹ רמת היתרות לאורך כל הסקירה כוללת את ההקצאות של זכויות משיכה על ידי קרן המטבע הבין-לאומית למדינות החברות בקרן (Allocation SDRs) ואת היתרה בקרן – Reserve Tranche. רמתן הגיעה בסוף שנת 2017 ל-1.5 מיליארדי דולרים. עוד בעניין זה ראו: "בנק ישראל – דין וחשבון כספי לשנת 2017".

מבוא

סקירה זאת מציגה את תוצאות השקעת יתרות מטבע החוץ של ישראל בשנת 2017 ובבחינה רב-שנתית ואת מסגרת ניהולן. יתרות מטבע החוץ של ישראל הסתכמו בסוף שנת 2017 ב-113 מיליארדי דולרים (לוח 1). התשואה השנתית על החזקתן הסתכמה ב-3.03% במונחי סל המטבעות של היתרות – הנומראר² – ותרומת הניהול הפעיל³ הסתכמה ב-273 נקודות בסיס (נ"ב). התשואה הממוצעת בשלוש השנים האחרונות הסתכמה ב-1.74%, ותרומת הניהול הפעיל – ב-154 נ"ב. התרומה המצטברת של הניהול הפעיל בשלוש השנים האחרונות היא 468 נ"ב, ובחמש השנים האחרונות – 663 נ"ב.

לוח 1 – רמת יתרות מטבע החוץ בשנים 2015 עד 2017 ותמצית תשואות ההחזקה במבט שנתי ורב-שנתי

רמתן של יתרות מטבע החוץ (מיליוני דולרים)			
יתרת סוף השנה		היתרה הממוצעת	
2015	90,575	87,389	
2016	98,447	95,777	
2017	113,011	107,567	
ממוצעים שנתיים של התשואה (אחוזים במונחי נומרר)			
שנה 1	3 שנים	5 שנים	
2017	2015 עד 2017	2013 עד 2017	
3.03	1.74	1.47	
0.30	0.20	0.18	
273	153	129	
התשואה המצטברת (אחוזים במונחי נומרר)			
3.03	5.31	7.58	
0.30	0.61	0.90	
273	468	663	
תשואת התיק בפועל		תשואת הסמן הבסיסי	
תרומת הניהול הפעיל (נ.ב.)		תרומת הניהול הפעיל (נ.ב.)	

מקור: בנק ישראל

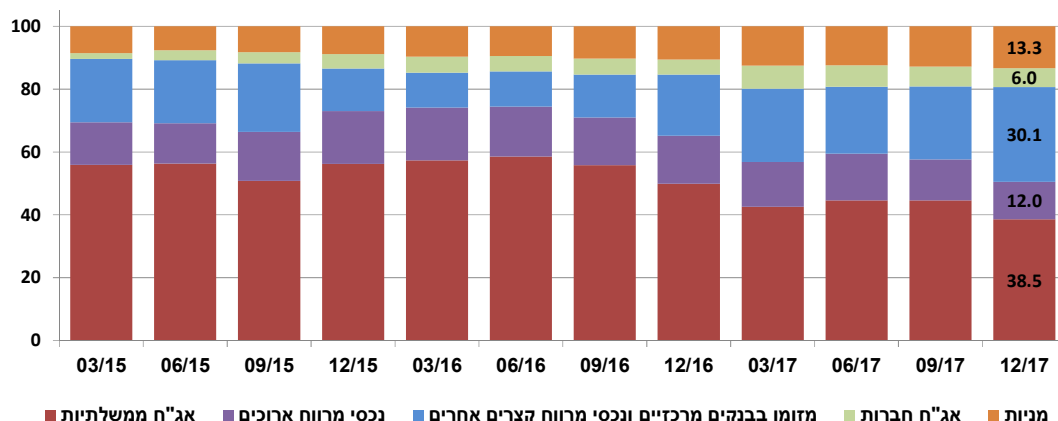
בסוף שנת 2017 61.6% מהיתרות היו מושקעות באג"ח ממשלתיות⁴ ו-13.3% הושקעו במניות (איור 1). השנה, בדומה לשנים האחרונות, גדל שיעור ההשקעות במניות בכ-3.3 נקודות אחוז, ושיעור ההשקעה באג"ח חברות – ב-1.2 נקודות אחוז.

² הנומראר הוא סל מטבעות שבמונחיו נמדדות יתרות מטבע החוץ. ראו הרחבה בפרק ב-3 בסקירה זו.

³ תרומת הניהול הפעיל היא ההפרש בין תשואת תיק היתרות לתשואת הסמן הבסיסי (סמן שההרכב המטבעי שלו זהה להרכב הנומראר) המודד את ההחלטות להשקיע בנכסים נוספים ובמדינות נוספות שאינם נכללים בסמן הבסיסי. ראו הרחבה בפרק ב-3.

⁴ כולל פיקדונות ומוזמן בבנקים מרכזיים, שרמת הסיכון הגלומה בהם שקולה לסיכון המדינה הגלום באג"ח ממשלתי.

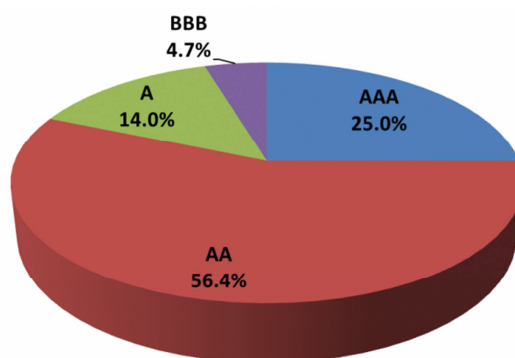
איור 1: ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות, 2015 עד 2017
(אחוזים, סוף רבעון)



מקור: בנק ישראל

איכות האשראי של היתרות, המשקפת את הסיכון לחדלות פירעון של הגוף המנפיק, כפי שהיא נמדדת על ידי דירוגי האשראי, גבוהה: 63.3% מהאג"ח בתיק היתרות מדורגות בשתי רמות הדירוג הגבוהות ביותר (AAA, AA+) (איור 2); שיעור החזקה בקבוצת הדירוג הנמוכה, BBB, הוא 4.7% בלבד, המושקעים באג"ח חברות. החזקת אג"ח שאינן בדירוג השקעה אסורה על פי הקווים המנחים.

איור 2: התפלגות האג"ח ביתרות מטבע החוץ לפי דירוגי האשראי ליום 31.12.2017



מקור: בנק ישראל, חברת S&P

החזקה וניהול של יתרות מטבע חוץ, בעולם ובישראל, נועדו לשמש מקור לנזילות בעיתות חירום ובמקרים של משברים פיננסיים. בשנים האחרונות ניהול היתרות של ישראל, בדומה לניהולן במדינות רבות בעולם, עובר תהליכי שינוי והתאמה עקב גידול היתרות וגיוון ההשקעה באמצעות הוספת נכסי סיכון.

המניעים לגידול היקף היתרות בעולם ולשינוי הרכבם הם תנאי הרקע הכלכליים והפיננסיים המאתגרים ששררו בעולם מאז המשבר העולמי של 2008 – בראשם היעדר צמיחה כלכלית משמעותית והרחבות מוניטריות לשם עידוד הצמיחה, על מגוון הכלים המשמשים לכך. המשבר העולמי המחיש שנדרשת רמת יתרות גבוהה ממה שהוערך בעבר לשם התמודדות עם השלכותיהם של משברים מסוג זה. רמת היתרות של מדינות רבות הועלתה גם מתוך רצון להגן על שער החליפין המקומי מפני ייסוף והשלכותיו. ביטוין של ההרחבות המוניטריות ניכר בשווקים בעודפי נזילות, בריביות ובתשואות לפדיון נמוכות, ואף שליליות, שאיימו לגרור תשואות החזקה נמוכות בתיקי היתרות.

בישראל, שני תנאים איפשרו את הוספת נכסי הסיכון לתיק: השינוי בחוק בנק ישראל (החוק הישן התיר השקעה רק במגוון מצומצם של נכסים), והעובדה שהגידול ביתרות יצר כרית לספיגת הפסדים אפשריים. בהשפעת שינויים אלו ניהול היתרות בישראל מתאפיין, יותר מאשר בעבר, בבחירת השקעות בעלות תוחלת תשואה גבוהה יחסית לצד סיכון מחושב ומוגבל גבוה יותר, בתהליך מורכב של הקצאת נכסים המתחייב מכך ובמאמץ מוגבר לזהות הזדמנויות השקעה ולנצלן.

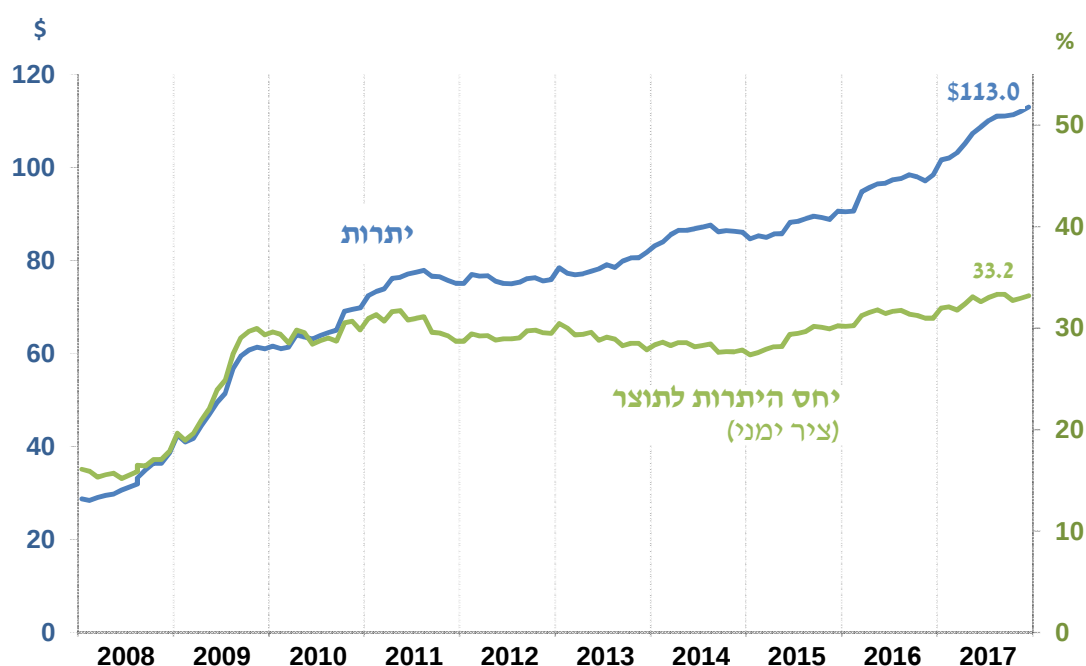
פרק א' מציג את רמת היתרות, את השינוי בה במהלך השנה ואת הרמה הנאותה. פרק ב' מציג את המסגרת של ניהול היתרות מהיבטי מטרות ההשקעה, רמת הסיכון המרבית, הסמן הבסיסי וההקצאה האסטרטגית. פרק ג' מציג את תוצאות השקעתן של היתרות לשנת 2017 ובמבט רב-שנתי; פרק ד' מציג את סך תרומת הניהול הפעיל ובפירוט לפי רכיבי הסיכון השונים: מניות, אריכות ופיזור, נכסי מרווח ובכללן אג"ח חברות; פרק ה' מציג מדדים שונים לסיכון ולתשואה המותאמת לסיכון. בנספחים מוצגים הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית להשקעת היתרות, העקרונות לקביעת הרמה הנאותה של היתרות, הקווים המנחים לניהול היתרות ומילון מונחים.

א. הרמה של יתרות מטבע החוץ

1. רמת היתרות והשינויים בה

בשנת 2017 גדלו יתרות מטבע החוץ של ישראל ב-14.6 מיליארדי דולרים – מ-98.4 מיליארדי דולרים בסוף שנת 2016 ל-113 מיליארדים בסוף 2017. גידול היתרות השנה היה גבוה מהגידול בשנה הקודמת (איור 3), ועיקרו נרשם במחצית הראשונה של השנה.

איור 3: רמת יתרות מטבע החוץ של ישראל ויחס היתרות לתוצר המקומי הגולמי, 2008 עד 2017 (מיליארדי דולרים, יתרה לסוף חודש)



מקור: בנק ישראל

עיקר גידול היתרות נבע הן משיערוך היתרות בהיקף של 7.5 מיליארדי דולרים והן מרכישות מטבע חוץ של בנק ישראל בסכום של 6.6 מיליארדי דולרים (לוח 2). השיערוך הוא השינוי ביתרות בדולרים, המיוחס להכנסה מריבית, לרווחי הון ולהפרשי שערים מול הדולר במטבעות שבהם מושקעות היתרות. השנה, בשל היחלשות הדולר מול האירו והשטרלינג, מטבעות שבהם מושקעים כ-30% מהיתרות, נרשמו רווחים מהפרשי שערים של מטבעות אלו מול הדולר בהיקף של כ-4.3 מיליארדי דולרים שנרשמו לחשבון השיערוך. לרווחים אלו נוספו הכנסות מריבית ורווחי הון בהיקף של 3.1 מיליארדי דולרים.

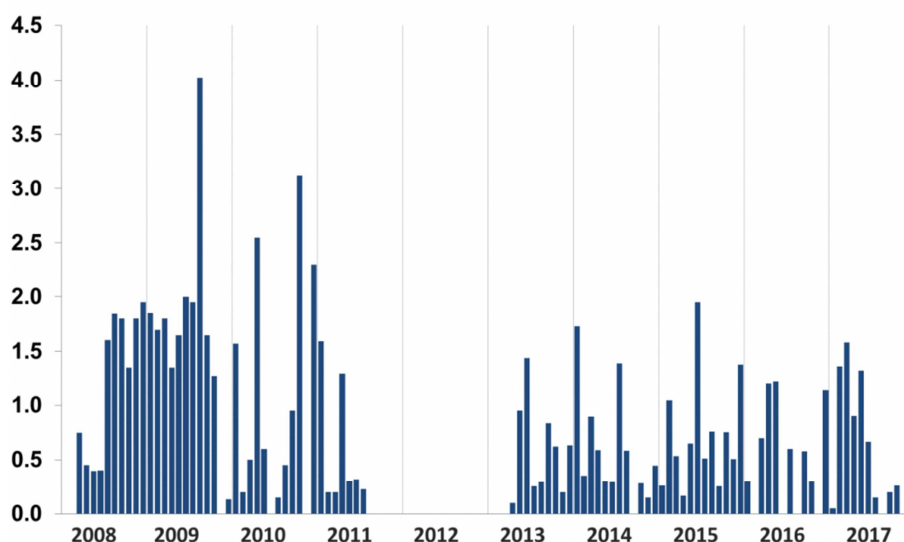
לוח 2: רכיבי השינויים ביתרות, 2017
(מיליוני דולרים)

רכישות מט"ח	6,600
שיערוך	7,476
המגזר הפרטי	24
הממשלה	464
סך כל השינוי	14,564

מקור: בנק ישראל

רכישות בנק ישראל בוצעו במסגרת המדיניות המוניטרית⁵ והיו גבוהות במעט מן הרכישות בשנת 2016 (6 מיליארדי דולרים) (איור 4).

איור 4: רכישות מטבע החוץ על ידי בנק ישראל, מינואר 2008 עד דצמבר 2017
(מיליארדי דולרים)



מקור: בנק ישראל

2. רמת הנאותה של היתרות

רמת היתרות בסוף שנת 2017 הייתה גבוהה במקצת מהגבול העליון של הרמה הנאותה שנקבעה, 70–110 מיליארדי דולר (איור 3), זאת כתוצאה מצעדי המדיניות המוניטרית.

את הרמה הנאותה של היתרות קובעת הנגידה בהתאם למטרות החזקתן, בהסתמך על עקרונות שאישרה הוועדה המוניטרית (נספח 2 – העקרונות לקביעת הרמה הנאותה). העקרונות מביאים בחשבון מדדים מקובלים בעולם להערכת נאותות רמת היתרות ואת השימושים הפוטנציאליים

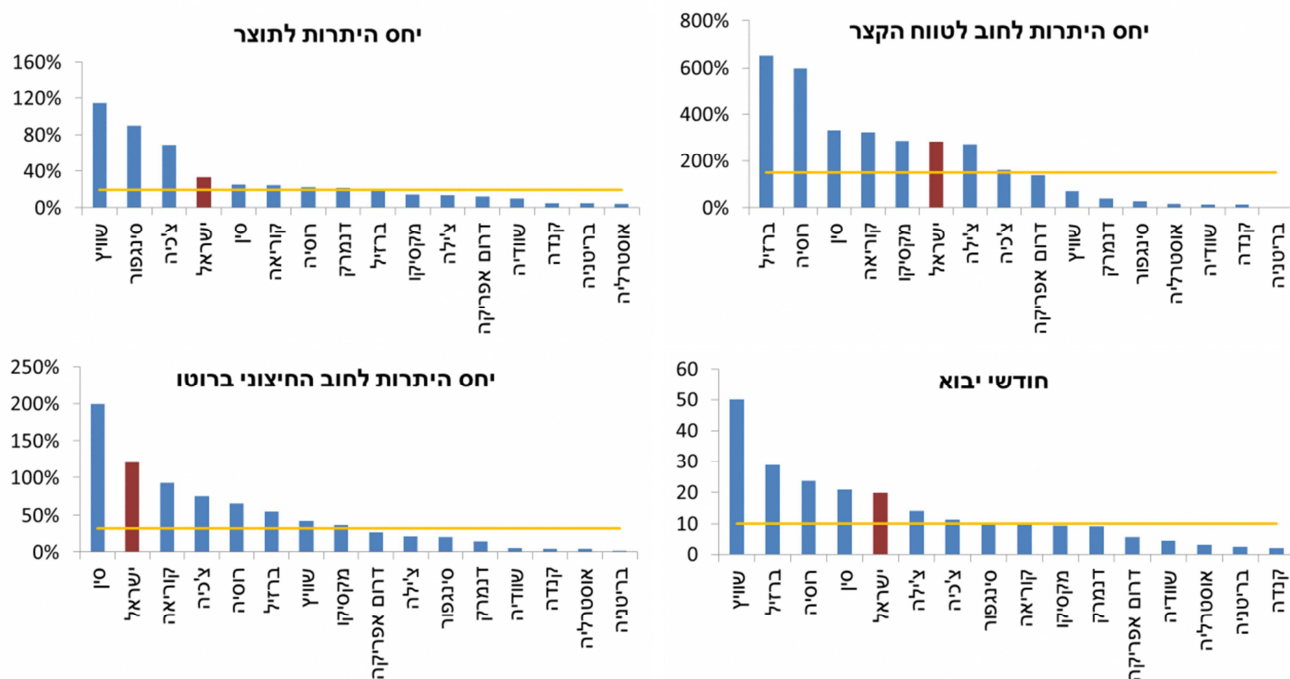
⁵ ראו תיבה "מדיניות שער החליפין של בנק ישראל: הסיבות, התוצאות, ותהליך קבלת ההחלטות" ב- <http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/RegularPublications/DocLib3/MonetaryPolicyReport/MPR201602h.pdf>

של המשק ביתרות, כגון מימון יבוא, החזר חוב והתערבות בשוק מטבע החוץ בעיתות חירום. רמה נאותה של יתרות מטבע חוץ נועדה לאפשר לבנק המרכזי להשיג את מטרות המדיניות הציבורית שהוגדרו עבורו, והיא נתפסת כאיתות חיובי לאיתנות הכלכלית והפיננסית של מדינה.

ייתכן מצב שבו יתרות מטבע החוץ יסטו מהרמה הנאותה לפרקי זמן ממושכים. התערבותו של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ הביאה לסטייה של רמת היתרות בפועל מהרמה הנאותה שנקבעה. סטייה כזאת מותרת על פי חוק בנק ישראל. באופן כללי, הבנק ינקוט פעולות יזומות להתאמת רמת היתרות לרמה ההולמת רק כשהסטייה של רמת היתרות היא משמעותית ומתמשכת, ורק אם פעולות אלו עולות בקנה אחד עם השגת מטרות הבנק שצוינו בחוק בנק ישראל – בהן יציבות מחירים, תמיכה במטרות אחרות של המדיניות הכלכלית ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית.

במבט כולל על יחסים מקובלים של היתרות למצרפים כלכליים, רמת היתרות של ישראל גבוהה מחציון היחסים במדינות אחרות (איור 5).

איור 5: יחס היתרות למצרפים כלכליים בסוף 2017, ישראל לעומת מדינות אחרות



היתרות הן ל-31.12.2017.

מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, IMF, World Bank, S&P, Bloomberg ובנק ישראל

ב. המסגרת של 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 הנגידה וחברים בה גם נציגי ציבור, מופקדת על התוויית **הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של היתרות** (נספח 3) בהתייעצות עם שר האוצר ועל המעקב אחר יישום מדיניות זו. הוועדה גם מאשרת ומעדכנת את חלוקת הסמכויות בנושא מדיניות ההשקעה של היתרות בינה לבין ועדת מט"ח וחטיבת 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 נקבע במסגרת תהליך הקצאה אסטרטגית, בכפיפות לרמת הסיכון המרבית שקובעת הוועדה ועל בסיס 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 ממוחלט הרמות המתיישר עם שיווי המשקל הבסיסי של המשק; או (2) שוק מטבע החוץ אינו פועל כראוי (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 3 – הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ).

2. רמת הסיכון המרבית של היתרות

רמת הסיכון המרבית בתיק היתרות (פרופיל הסיכון) נקבעת בידי הוועדה המוניתרית על פי הערכתה לגבי הסיכון הראוי, והיא מוגדרת כרמת ההפסד המרבית שהוועדה מוכנה לספוג ביתרות כך שלא תיפגע השגת היעדים שלשם 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 לכימות רמת הסיכון במונחי תוחלת ההפסד של תיק 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 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. הוועדה המוניתרית בוחנת באופן שוטף את התנאים שלפיהם נקבעה רמת הסיכון ועשויה לשנות רמה זו אם חלו בתנאים שינויים מהותיים.

הוועדה המוניתרית קובעת בתחילת כל שנה את **רמת הסיכון שתשמש לקביעת ההקצאה האסטרטגית לאותה שנה** על בסיס תנאי הרקע המקרו-כלכליים והפיננסיים הצפויים. בסוף שנת 2016 בחרה הוועדה להגדיל את רמת הסיכון המרבית לשנת 2017 מ-300 נ"ב ל-350 נ"ב. זאת לאור הערכתה כי התנאים השוררים בשווקים מתאימים לנטילת סיכון נוסף. הוועדה בחרה רמת סיכון שנתית נמוכה מן המרבית בקווים המנחים (400 נ"ב) כדי להשאיר מרווח ביטחון לניהול הפעיל של היתרות ולשינויים ברמת ה-CVaR בעקבות שינוי ברמת התנודתיות בשווקים.

3. הסמן הבסיסי וההקצאה האסטרטגית

ניהול תיק היתרות על ידי בנק ישראל, בדומה לניהול של משקיעים אחרים בעולם, מושתת על שימוש **בסמן** 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, 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, בדירוג גבוה, בעלות נזילות גבוהה ובהרכב מטבעי זהה להרכב הנומרי. עד למרץ 2014 אריכות הסמן הבסיסי הייתה זהה לאריכות תיק היתרות. קיצור אריכות הסמן הבסיסי ב-2014 פעל להגדלת ההפרש בין תשואת הסמן הבסיסי לתשואת תיק היתרות.

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

הנומרי הוא סל מטבעות הכולל שלושה מטבעות שהתפלגו, בממוצע על פני השנה, כדלקמן: 67.6% דולר, 29.9% אירו ו-2.5% 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.

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-2017 החליטה הוועדה להגדיל את ההשקעה במניות ל-12.5%, להגדיל את סך ההשקעה באג"ח חברות ל-8% – מהם לפזר 1.5% לאג"ח חברות באירופה והיתרה לארה"ב, ולהאריך את אריכות התיק הדולרי מ-18 חודשים ל-21.6 חודשים.

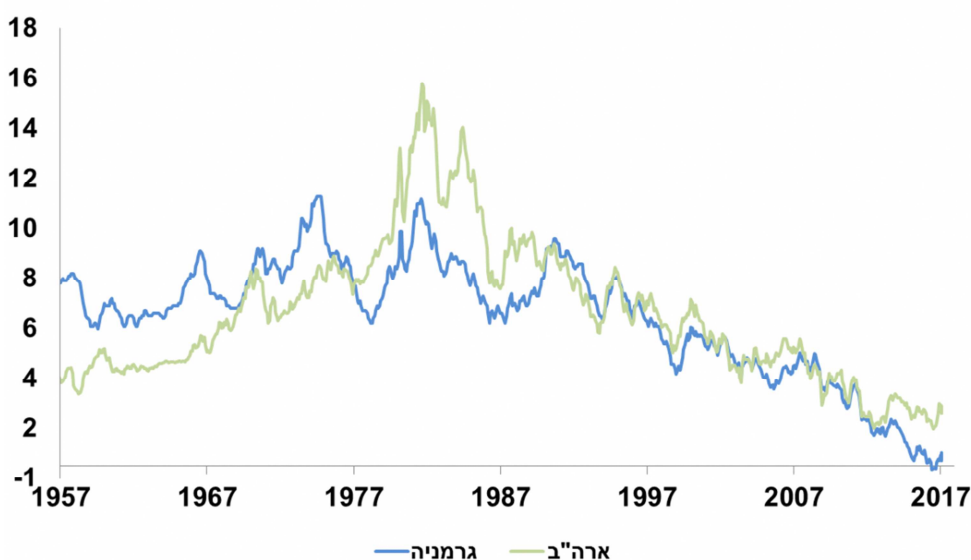
ראוי לציין כי הוועדה המוניתרית מאפשרת **דרגות חופש להשקעת היתרות**, כך שההרכב בפועל עשוי להיות שונה במידה מסוימת מזה שנקבע במסגרת ההקצאה. במסגרת דרגות חופש אלו עלה שיעור ההשקעה במניות ל-13.3% בסוף השנה, ושיעור ההשקעה באג"ח חברות צומצם ל-6%.

ג. תשואת ההחזקה של היתרות

1. תנאי הרקע הכלכליים והפיננסיים

קצב הצמיחה בכלכלה הגלובלית האיץ השנה, אך למרות השיפור הכלכלי, סביבת האינפלציה נותרה מתונה. המדיניות המוניטרית נותרה מרחיבה השנה ונמשכו רכישות נכסים בידי בנקים מרכזיים באירופה וביפן. מנגד, ארה"ב המשיכה בתהליך נורמליזציה הדרגתי במדיניות המוניטרית וגם ה-ECB הודיע על רמת רכישות נמוכה יותר החל מ-2018. השיפור בסביבה המאקרו כלכלית, המדיניות המוניטרית המרחיבה והאינפלציה המתונה תמכו במחירי הנכסים ובשוקי ההון שהמשיכו ליהנות גם השנה מסנטימנט חיובי של המשקיעים, מרמת נזילות גבוהה ומתנודתיות נמוכה. שוקי המניות עלו בחדות והתשואות הממשלתיות נותרו ברמות נמוכות (איור 6), תוך השתטחות העקומים, מרווחי אג"ח החברות הצטמצמו ומדדי הסיכון שמרו על רמתם הנמוכה, למרות אירועים גיאופוליטיים במהלך השנה. המניות עלו בזכות עלייה ברווחיות החברות והציפיות לרפורמת המיסים בארה"ב שאושרה בסוף השנה. הדולר נחלש השנה מול מרבית המטבעות על רקע העלייה בתיאבון לסיכון של המשקיעים והשיפור הכלכלי באירופה ובמשקים מחוץ לארה"ב, ולמרות הגדלת פער הריביות לטובת הדולר. נספח 1 מציג ניתוח מפורט יותר של הסביבה הכלכלית והפיננסית.

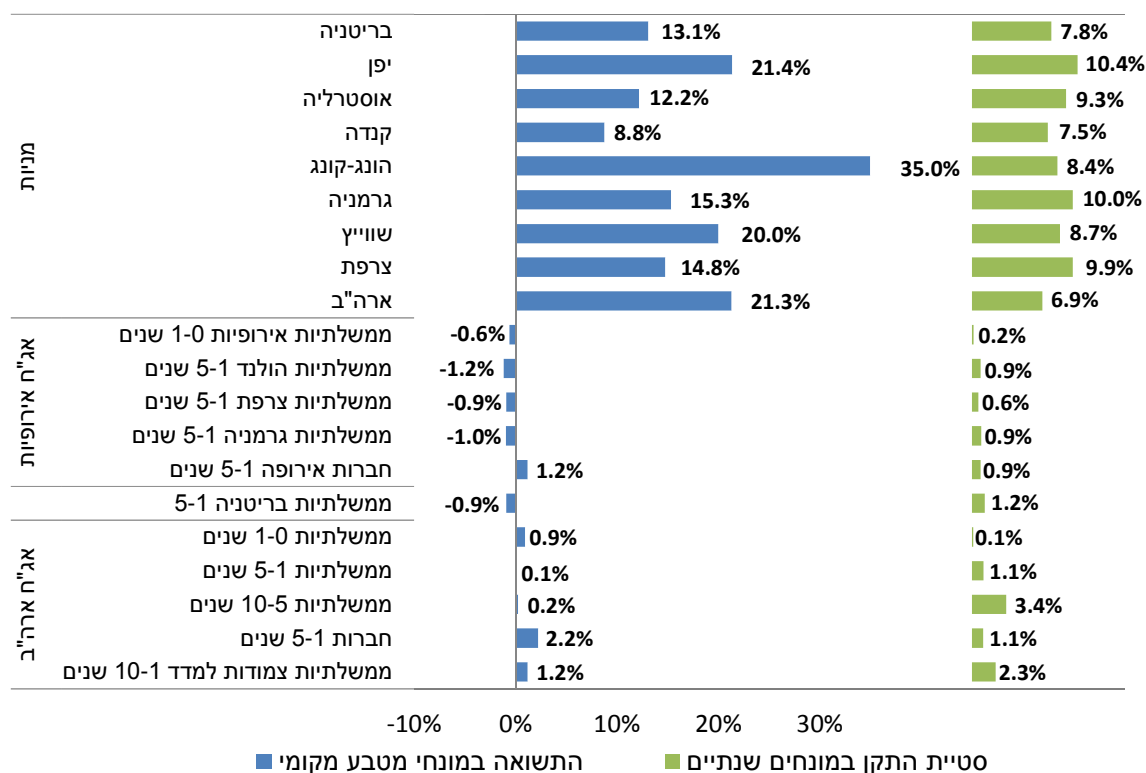
איור 6: תשואות אג"ח ממשלתיות לעשר שנים – ארה"ב וגרמניה, 1957 עד 2017 (אחוזים)



מקור: Bloomberg

בשנת 2017 למרבית הנכסים שהועדה המוניתרית אישרה להשקעה הייתה תשואת החזקה חיובית, אך באג"ח ממשלתיות אירופאיות נרשמה תשואה שלילית (איור 7 – התשואות מוצגות במונחי המטבע המקומי). הנכסים שהניבו את התשואות הגבוהות בשנת 2017 היו המניות בהונג קונג, בארה"ב וביפן. אג"ח החברות הציג גם הוא תשואה נאה, אך נמוכה בשיעור ניכר מזו של המניות. אג"ח אירופאיות, בהן מושקע שליש מסך היתרות, רשמו תשואות החזקה שליליות. התנודתיות (סטיית התקן) של המניות הייתה גבוהה יחסית ליתר הנכסים, כצפוי, אך נמוכה באופן ניכר מן התנודתיות בשנה הקודמת (איור 8) והנמוכה ביותר בעשורים האחרונים.

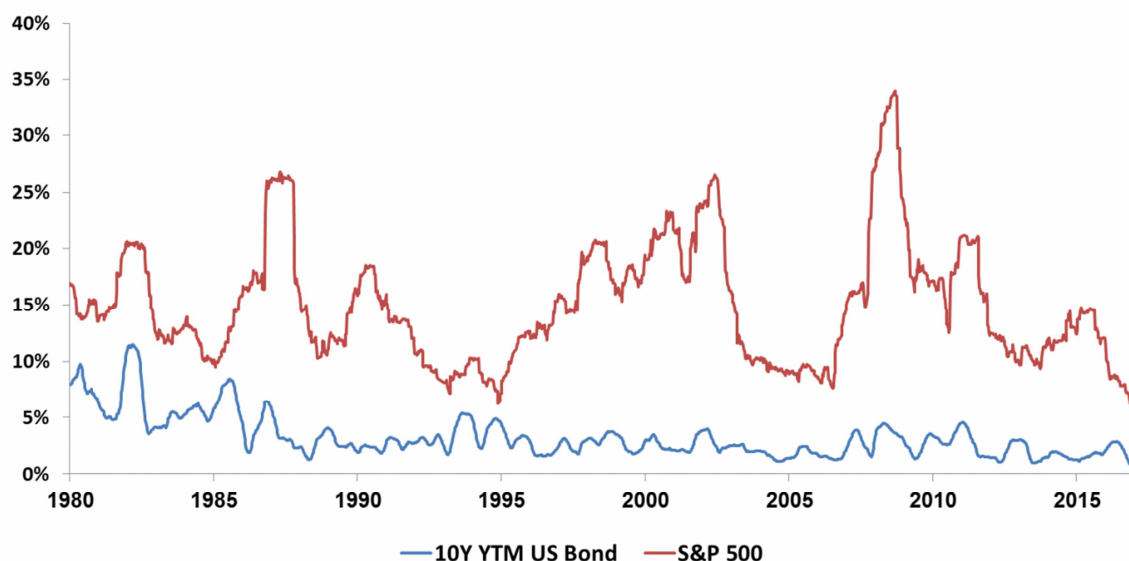
איור 7: תשואות ההחזקה* וסטיית התקן של מדדי הנכסים העיקריים בתיק היתרות בשנת 2017



* כולל תשלומי ריבית, דיווידנד ורווחי / הפסדי הון.

מקור: בנק ישראל, Bloomberg

איור 8: סטיות התקן של מדד ה-S&P500 ושל אג"ח ארה"ב ל-10 שנים, 1980 עד 2017



* סטיות התקן השבועיות של תשואות מדד ה-S&P500 ושל התשואה לפדיון של אג"ח ארה"ב ל-10 שנים, במונחים שנתיים, ממוצע נע לשנה.

מקור: בנק ישראל, Bloomberg

התשואה לפדיון, זאת המתקבלת כאשר אג"ח מוחזקת עד לפדיונה, עלתה השנה במקצת בכל השווקים – בארה"ב, באירופה ובאנגליה (איור 9).

איור 9: השינוי בעקומי התשואות לפדיון, אג"ח ממשלתיות של ארה"ב, גרמניה ובריטניה בשנת 2017 (נקודות בסיס)



מקור: Bloomberg

במבט לאחור, התחזית לסביבה המקרו כלכלית ולתשואות הנכסים הפיננסיים, אשר שימשה את הוועדה המוניתרית להקצאה האסטרטגית השנה, הייתה דומה במגמתה לזאת שהתממשה, אך שונה בעוצמתה. קצב הצמיחה הגלובלי הפתיע לטובה, בייחוד באירופה, והאינפלציה המשיכה להפתיע בהיעדרה. בצד הפיננסי נרשמה הפתעה חיובית בתשואות המניות ובמידה פחותה, בתשואות האג"ח הקונצרניות. עליית התשואות בארה"ב הייתה נמוכה מהצפוי.

סיכונים רבים שנמנו בתחילת השנה יצרו השפעה נמוכה בלבד – הברקזיט, הסיכון לפירוק האיחוד האירופי עקב הבחירות במדינות השונות וקטלוגיה והחששות לצמיחה בסין ולחלקים במערכת הפיננסית שם. התנודתיות שנרשמה הייתה נמוכה משמעותית מבעבר.

2. תשואת תיק היתרות

תשואת ההחזקה של תיק היתרות בשנת 2017 הייתה הגבוהה שנרשמה מאז 2009. התשואה הסתכמה ב-3% במונחי נומרר ותשואת הסמן הבסיסי הסתכמה ב-0.3% (לוח 3). התשואה שהתקבלה הושגה בתנאים פיננסיים מתמשכים של רמות נמוכות של תשואות לפדיון. תנודתיות התיק השנה הייתה נמוכה מזאת שנרשמה בשנתיים הקודמות, על אף ששיעור נכסי הסיכון בתיק גדל.

לוח 3: ביצועי תיק היתרות לעומת הסמן הבסיסי, 2008 עד 2017

(אחוזים, במונחי נומרר)

הפרש התשואה	התשואה		
	(1)-(2)	(2)	(1)
סך כל תרומת הניהול הפעיל	הסמן הבסיסי	תיק היתרות	
-0.19	6.14	5.95	2008
(0.53)	(1.46)	(1.42)	
1.10	0.81	1.91	2009
(0.22)	(0.65)	(0.60)	
0.54	1.19	1.73	2010
(0.53)	(0.36)	(0.57)	
0.21	1.07	1.28	2011
(0.71)	(0.39)	(0.80)	
1.17	0.42	1.59	2012
(0.52)	(0.17)	(0.57)	
0.80	0.07	0.87	2013
(0.74)	(0.16)	(0.80)	
1.06	0.22	1.28	*2014
(0.88)	(0.09)	(0.85)	
0.54	0.10	0.64	2015
(1.29)	(0.12)	(1.29)	
1.35	0.21	1.56	2016
(1.33)	(0.13)	(1.33)	
2.73	0.30	3.03	2017
(0.77)	(0.01)	(0.80)	

בסוגריים – סטיות התקן של התשואות השבועיות במונחים שנתיים.

* במאוס 2014 קוצרה אריכות הסמן הבסיסי מ-10 ל-6 חודשים ופעלה להגדלת ההפרש בין תשואת הסמן לתשואת תיק היתרות.

מקור: 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 כשנמדדת התשואה השנתית. הגדלת שיעור ההשקעה ברכיבי סיכון בתיק היתרות בשנים האחרונות מעצימה השפעות אלו ומגבירה את העניין במדידת התשואה הרב-שנתית, המחלישה את החשיבות של תזמון ההשקעה והמדידה.

התשואה של נכסי סיכון צפויה להיות חיובית בממוצע רב-שנתי, אך הם תנודתיים מטבעם, ובשנים מסוימות יש לצפות להפסדים, בייחוד בעת משבר. התמקדות במדידה רב-שנתית עשויה למתן את הלחץ לצמצום ההחזקות, המתקיים בעת כזאת (ראו גם תיבה 1 בנושא ההשקעה במניות).

תשואת ההחזקה התלת-שנתית הממוצעת של תיק היתרות גדלה השנה ועמדה, במונחי הנומרי, על 1.74% (לוח 4). תשואת הניהול הפעיל גדלה אף היא ועמדה על 154 נ"ב. התשואה והתרומה הגבוהות יחסית שנרשמו השנה משכו מעלה את התשואות התלת-שנתיות. **רמת הסיכון התלת-שנתית שנמדדה דמתה לשנה הקודמת.**

לוח 4: תשואת התיק ותרומת הניהול הפעיל – מדידה שנתית ומדידה תלת-שנתית

תשואה		תרומת הניהול הפעיל	
מדידה שנתית	מדידה תלת שנתית, במונחי שנה	מדידה שנתית	מדידה תלת שנתית, במונחי שנה
2013	0.87 (0.80)	0.80 (0.74)	0.72 (0.60)
*2014	1.28 (0.85)	1.06 (0.88)	1.01 (0.66)
2015	0.64 (1.29)	0.54 (1.29)	0.80 (1.01)
2016	1.56 (1.33)	1.35 (1.33)	0.98 (1.09)
2017	3.03 (0.80)	2.73 (0.77)	1.54 (1.06)

בסוגריים - סטיות התקן של התשואות במונחים שנתיים.
מקור: בנק ישראל

ד. תרומת הניהול הפעיל

תרומת הניהול הפעיל היא בעיקר תרומתן של ההחלטות להשקיע במדינות נוספות ובנכסים נוספים שלא נכללים בסמן הבסיסי, או באריכות ובפיזור שונים ממנו. את הניהול הפעיל ניתן לסווג לארבעה רכיבי סיכון עיקריים – אריכות, מניות, נכסי מרווח אשראי וחשיפות מטבעיות ואחרות.

בשנים האחרונות תרומת הניהול הפעיל היא בעלת ההשפעה הרבה ביותר על תשואת תיק היתרות, ואילו תשואת הסמן הבסיסי נמוכה ויציבה. הגדלת רכיבי הסיכון בתיק מגדילה את תוחלת התשואה בטווח הארוך, בזכות **פרמיית הסיכון** – התשואה העודפת של נכס סיכון מעל ריבית חסרת סיכון – הגלומה בהם. עם זאת צפויה גם עלייה פוטנציאלית של תנודתיות הניהול הפעיל. זו מושפעת גם מהמתאם בין הנכסים בתיק.

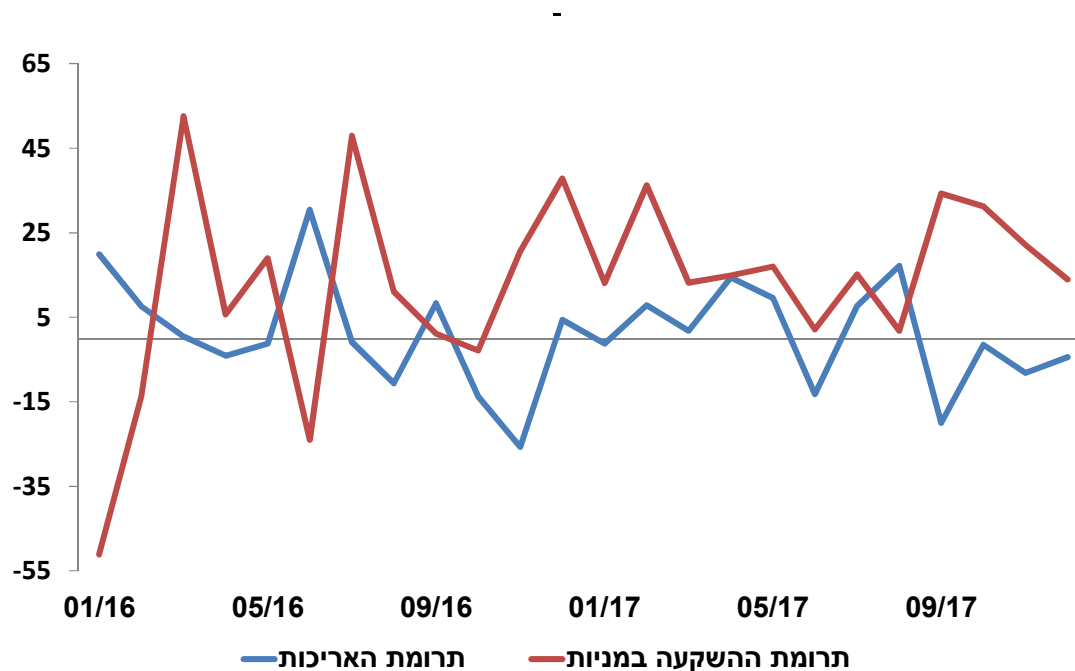
פרמיית הסיכון של אריכות היא התמורה להגברת סיכון הריבית באג"ח. היא נגזרת ממבנה עולה של עקום התשואות ומתקבלת בוודאות רק כשמחזיקים את האג"ח עד לפירעון. במהלך חיי האג"ח תשואת ההחזקה חשופה לסיכון של הפסדי הון בעקבות עליית תשואות, וסיכון זה גבוה יותר ככל שהאג"ח ארוכה יותר. תרומת ניהול האריכות בתיק היתרות נובעת מההחלטה להשקיע את היתרות באריכות גדולה מאריכות הסמן הבסיסי.

פרמיית הסיכון של מניות מתקבלת כשמחזיקים את המניות תקופה ארוכה, אולם באופן של שנה נרשמת בתשואה תנודתיות גבוהה. מכאן שההשקעה במניות היא השקעה לטווח ארוך, המאופיינת בתנודתיות גבוהה ועלולה להניב הפסדים בטווח הקצר (ראו גם תיבה 1: ההשקעה של יתרות מטבע חוץ במניות).

המתאם השלילי על פי רוב בין אג"ח ממשלתיות למניות פועל להקטנת סיכון הניהול הפעיל, והדבר ניכר בסוף השנה. על אף הסיכון הגבוה יותר של אג"ח ארוכות, הן עשויות במקרים מסוימים להקטין את הסיכון הכולל של התיק, שכן הן מתואמות באופן שלילי עם תשואת המניות, בעיקר בירידות חדות במחירי המניות ובעיתות משבר, עקב בריחת המשקיעים לנכסים בטוחים (Flight to Quality). רכיבי האריכות והמניות הוגדלו במסגרת ההקצאה האסטרטגית, על סמך ההנחה ששילובם מסייע למיתון התנודתיות של תשואת תיק היתרות: הפסדי ההון בתרחיש של עליית התשואות-לפדיון יתקזזו מול רווחים ממניות ולהפך.

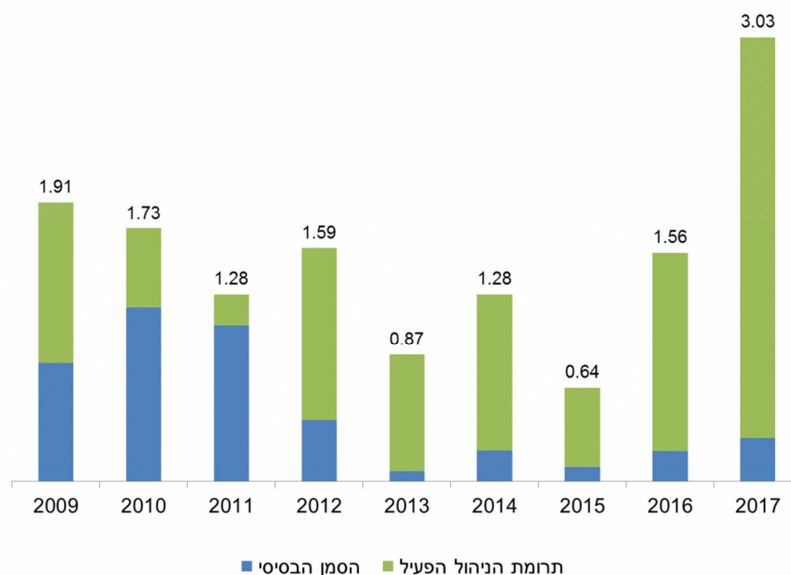
עם זאת, בתחילת השנה לא בלט מתאם זה מאחר שלא נרשמו תקופות של תנודתיות משמעותית בשווקים (איור 10). במרבית השנה המניות עלו באופן רציף יחסית, בתנודתיות נמוכה, ולא נרשם תיקון משמעותי בתשואות לפדיון. אולם בספטמבר ניתן היה להבחין בתנודה חריפה יותר בשווקים, במהלכה ירדה תרומת האריכות ולעומתה עלתה תרומת המניות.

איור 10: תרומת המניות ותרומת האריכות בתיק היתרות, מ-2016 עד 2017
(נקודות בסיס)



מקור: בנק ישראל

איור 11: שיעור תשואת הסמן הבסיסי, תיק היתרות ותרומת הניהול הפעיל, 2009 עד 2017
(באחוזים במונחי הנומרי)



מקור: בנק ישראל

הניהול הפעיל הניב השנה תרומה של 273 נ"ב מעל תשואת הסמן הבסיסי לעומת 135 נ"ב בשנה הקודמת (לוח 3) – התרומה הגבוהה ביותר בעשור האחרון (איור 11).

המניות הניבו את מרבית התרומה לניהול הפעיל מבין נכסי הסיכון – 219 נ"ב (לוח 5). האריכות ונכסי מרווח אחרים תרמו 56 נ"ב נוספות. מבין נכסי המרווח בלטה גם השנה תרומת ההשקעה בנכסים קצרים וכן תרומת אג"ח החברות.

לוח 5: פירוק תרומת הניהול הפעיל לרכיביה, 2015 עד 2017
(נקודות בסיס, במונחי נומר)

2017	2016	2015	
219	94	31	המניות
19	19	12	האריכות והפיזור
37	29	9	נכסי המרווח והחשיפות האחרות
-1	-7	3	החשיפות המטבעיות והנכסיות
273	135	54	סה"כ

מקור: בנק ישראל

1. מניות

השקעת היתרות במניות החלה בשנת 2012 והיא עוקבת אחר מדדי מניות מקומיים בשוקי ההשקעה (ראו גם תיבה 1: ההשקעה של יתרות מטבע חוץ במניות).

משנת 2017 פיזור ההשקעה במניות בין השווקים השונים מתבצע על פי מדד מניות רחב של משקים מפותחים (המבוסס על מדד MSCI Developed). עד לשינוי זה בוצעו השקעות במניות בשווקים מרכזיים שונים, שהם בעלי רמת נזילות הנדרשת, באופן הדרגתי. מטרת השינוי היא להיצמד לסמן השקעה מקובל בשוק ובכך לשמור על יציבות יחסית של תיק המניות במשקים שונים.

תרומת ההשקעה במניות עמדה השנה על כ-219 נ"ב, והיא גבוהה יחסית לתרומות רכיבי הסיכון האחרים (לוח 6). שני גורמים עיקריים לתרומה: בתחילת השנה החליטה הוועדה המוניתרית להגדיל את שיעור ההשקעה במניות, והוא עמד בסופה על 13.3%, לעומת 10% בסוף 2016 (לוח 6). השנה עלו שוקי המניות העיקריים בשיעורים גבוהים ומעל הצפוי (איור 7 ואיור נ-3 בנספח 1).

במהלך השנה נערכו שינויים בשיעור ההשקעה בשווקים השונים (לוח 6). פיזור ההשקעה הוגדל לשוקי המניות באוסטרליה ובקנדה וחלו שינויים עקב המעבר למדד המניות החדש. השקעות במניות בשווקים שאינם נקובי מטבעות הנומרי מגודרות נגד השפעת שינוי בשער החליפין של הדולר מול מטבעות השווקים השונים. זאת בדומה ליתר ההשקעות במטבעות שאינם כלולים בנומרי, כדי למנוע את השפעת החשיפה למטבעות אלו כשהחשיפה אינה יזומה.

התרומה הגבוהה ביותר נרשמה בארה"ב ולאחריה ביפן. התרומה היא תוצאה של שיעור ההשקעה בשוק מסוים ושל השינוי במדד המניות שם. חלק הארי מושקע במניות בארה"ב בשיעור של 7.3% בסוף 2017, אשר יחד עם הגאות במחיר של כ-21%, יצרו תרומה גבוהה של כ-125 נ"ב (לוח 6). תרומת ההשקעה ביפן הייתה נאה, בסך של כ-28 נ"ב, כתוצאה מעלייה של מדד המניות שם בשיעור דומה לזה שבארה"ב.

לוח 6: שיעור ההחזקה במניות לפי מדינות, והתרומה לתיק היתרות בשנת 2017

תרומת ההשקעה במניות (נ.ב.)	שיעור ההחזקה ב-%		
	סוף 2017	סוף 2016	
2	0.3%	0.0%	אוסטרליה
10	0.9%	0.4%	אנגליה
125	7.3%	4.4%	ארה"ב
17	0.9%	3.0%	גרמניה
8	0.3%	0.2%	הונג קונג
28	1.8%	0.7%	יפן
16	0.9%	0.6%	צרפת
2	0.0%	0.3%	קוריאה
3	0.5%	0.0%	קנדה
8	0.4%	0.5%	שווייץ
219	13.3%	10.0%	סה"כ

מקור: בנק ישראל, Bloomberg

תיבה 1: ההשקעה של יתרות מטבע החוץ במניות

ב-2012 החליט בנק ישראל להתחיל להשקיע חלק מיתרות המט"ח במניות בחו"ל. דבר זה התאפשר על רקע: (א) חוק בנק ישראל החדש, שאפשר להשקיע במגוון רחב של נכסים פיננסיים

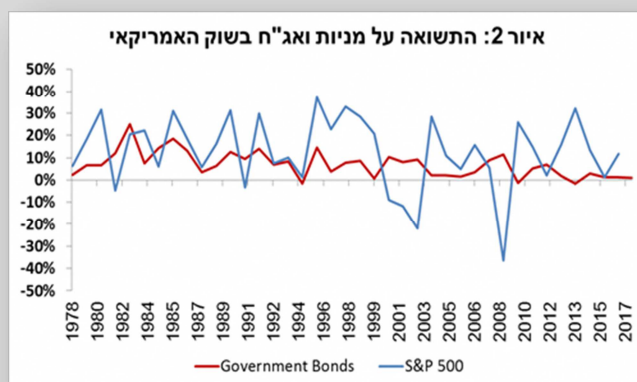
ובהם מניות, נכסים שלא היו מותרים להשקעה על פי החוק הישן. (ב) הגידול החדש של היתרות, שאפשר להשקיע חלק מהן לאופק השקעה ארוך יותר. ככל שרמת היתרות גבוהה יותר כך ישנה כרית גדולה יותר לספיגת הפסדים, מצב שמאפשר להשקיע בנכסים תנודתיים יותר, כגון מניות, ועל ידי כך ליהנות בטווח הארוך



המקור: נתוני בלומברג

מפרמיית הסיכון הגלומה בהשקעה. המניעים העיקריים להשקעה במניות הם: (א) **הרחבת פיזור הסיכון** – בשל המתאם השלילי שבין אג"ח ממשלתיות למניות, השקעה של שיעור מסוים מהיתרות במניות צפויה למתן את הסיכון של התיק. (ב) **שיפור התשואה על תיק היתרות** על רקע הירידה החדה של הריביות ושל תשואות האג"ח הממשלתיות במשקים המפותחים לרמות שפל היסטורי.

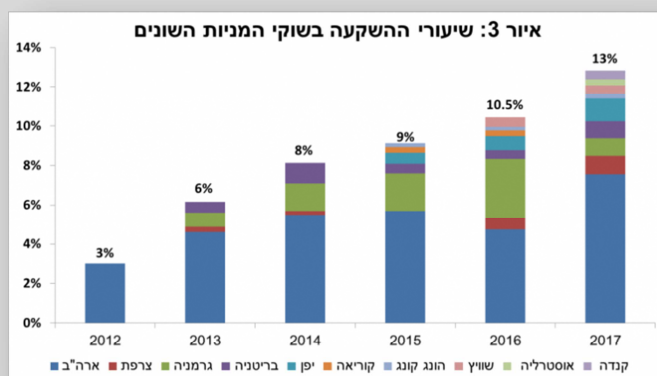
הממצאים האמפיריים מראים כי ההשקעה במניות מניבה בטווח הארוך תשואה עודפת ביחס להשקעה באג"ח ממשלתיות. כך, למשל, השקעה של דולר במדד המניות האמריקאי (S&P500) הניבה מ-1980 תשואה מצטברת⁷ של 6,800 דולרים, בהשוואה לתשואה מצטברת של 1,200 דולרים בלבד שהניבה ההשקעה של דולר באג"ח של ממשלת ארה"ב⁸ (איור 1). בטווח הקצר התשואה על ההשקעה במניות תנודתית הרבה יותר מהתשואה על אג"ח ממשלתיות, ולכן ההשקעה בהן מסוכנת יותר (איור 2). כך, למשל, ב-70 השנים האחרונות ההשקעה בשוק המניות



המקור: נתוני בלומברג

האמריקאי הניבה בממוצע אחת ל-5 שנים תשואה שלילית של 12% בממוצע. ככל שאופק ההשקעה ארוך יותר כך עולה כדאיות ההשקעה, שכן שיעור המקרים שבהם היא מניבה תשואה שלילית פוחת. למשל באופק השקעה של 10 שנים, ההשקעה במניות הניבה תשואה שלילית רק פעמיים ב-70 השנים האחרונות.

ההחלטה של בנק ישראל להשקיע חלק מיתרות המט"ח במניות התקבלה מתוך ראייה ארוכת



המקור: נתוני בנק ישראל

טווח. סיכון ההשקעה בטווח הקצר מנוהל כחלק מניהול הסיכונים של כלל התיק, כך שבכל נקודת זמן ממוצע ההפסד ב-5% של התצפיות הגרועות ביותר אינו צפוי לעלות על 4% באופק של שנה.

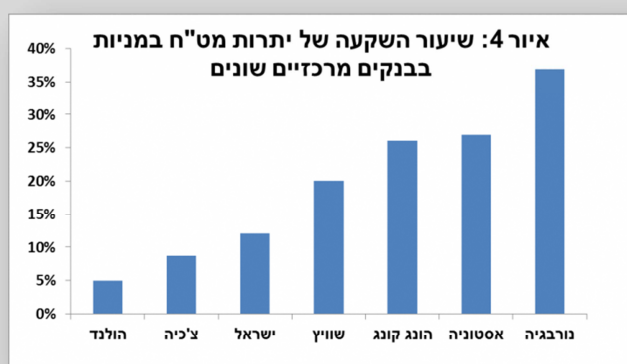
כדי למתן את ההשפעה של גורם העיתוי, וכן כדי לאפשר תהליך למידה,

⁷ התשואה כוללת דיבידנד.

⁸ עם מועדי פירעון של 1 עד 10 שנים.

הכניסה לשוק המניות הייתה הדרגתית: ב-2012 השקיע בנק ישראל בשוק המניות האמריקאי 3% מהיתרות, ובמהלך השנים הגדיל שיעור זה ובמקביל הרחיב את הפיזור על ידי השקעה בשווקים נוספים. כיום הבנק משקיע 13% מהיתרות בשוקי המניות של תשע מדינות⁹ (איור 3). שיעור ההשקעה במניות נקבע אחת לשנה על ידי הוועדה המוניתרית כחלק מתהליך ההקצאה האסטרטגית של תיק היתרות. ההרכב האסטרטגי של תיק היתרות נבחר במטרה להשיא את התשואה הצפויה על התיק באופק של שנה. זאת בכפופות לפרופיל הסיכון ועל בסיס הערכת הסביבה המקרו-כלכלית והתנאים הפיננסיים הצפויים.

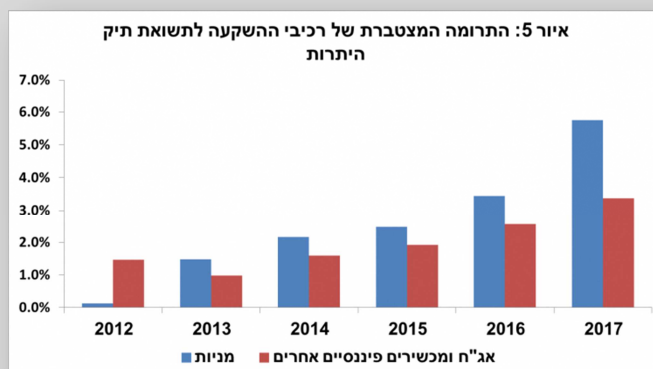
בנק ישראל אומנם איננו הבנק המרכזי היחיד המשקיע חלק מיתרות המט"ח במניות, אך היה מבין הראשונים לעשות זאת (איור 4). המאפיין המשותף למרבית הבנקים המרכזיים המשקיעים



המקור: סקירות של בנקים מרכזיים, 2016 עד 2017

במניות הוא שרמת היתרות שלהם ביחס לתוצר גבוהה יחסית. בשנים האחרונות אנו עדים לעלייה של מספר המדינות השוקלות להשקיע במניות. מסקרים שנערכו לאחרונה בקרב בנקים מרכזיים עולה כי כ-30% מהם שוקלים להתחיל להשקיע במניות כבר בעתיד הקרוב.

להשקעה במניות הייתה תרומה משמעותית לתשואת תיק היתרות, על אף משקלה הקטן יחסית בתיק. התרומה המצטברת של ההשקעה במניות לתשואה של תיק יתרות המט"ח מ-2012 מהווה



המקור: נתוני בנק ישראל

כ-64% מהתשואה המצטברת של היתרות בתקופה זו, שהסתכמה בכ-9.2% (איור 5). אם מביאים בחשבון את הגודל היחסי של ההשקעה, ניתן לומר כי התרומה המצטברת של כל אחוז מהיתרות שהושקע במניות מ-2012 מסתכמת בכ-64 נקודות בסיס, לעומת תרומה מצטברת של כ-3.6

נקודות בסיס בלבד לכל אחוז של היתרות שהושקע באג"ח ובמכשירים פיננסיים אחרים (פי 18). מכאן שללא ההשקעה במניות, התשואה המצטברת על תיק היתרות הייתה מסתכמת בכ-3.6% בלבד, לעומת תשואה מצטברת של כ-9.2% שתיק היתרות הניב בפועל.

⁹ תשעת שוקי המניות הגדולים ביותר מבין שוקי המניות של המשקיעים המפותחים.

מנתונים אלו עולה שההשקעה במניות הגדילה את התשואה המצטברת של התיק ב-6 השנים האחרונות יותר מפי שניים. התרומה הנכבדת של ההשקעה במניות נובעת מעליות השערים הנאות שנרשמו בשנים האחרונות בשערי המניות בעולם. מאחר ששוקי המניות מאופיינים במחזוריות (תשואה שלילית בממוצע אחת ל-5 שנים) סביר לצפות לירידות שערים בהיקף כזה או אחר בעתיד, ואלה עלולות להביא להפסדים בתיק היתרות. הממצאים האמפיריים מראים שהיכולת לנבא את התנהגות שוקי המניות נמוכה, ולפיכך כמעט בלתי אפשרי להעריך מראש את העיתוי של ירידות השערים. ואולם התשואה שהצטברה על ההשקעה במניות בשנים האחרונות מהווה כרית ספיגה להפסדים בלתי צפויים כתוצאה מירידות בשוקי המניות, גם אם אלו יהיו חדות מאוד; כך, למשל, בהינתן שיעור ההשקעה הנוכחי במניות (13%), התרומה המצטברת של המניות בתיק יתרות המט"ח תהפוך לשלילית רק אם שוקי המניות ירשמו תשואה שלילית של יותר מ-36%. לשם השוואה, התשואה בשוק המניות האמריקאי ב-2008 עמדה על 37%-, וכבר ב-2009 תיקנו שערי המניות חלק ניכר מהירידות.

לסיכום, בטווח הארוך ההשקעה במניות מניבה תשואה עודפת ותורמת להרחבת פיזור הסיכון בתיק, אך בטווח הקצר היא תנודתית ולכן מסוכנת יחסית. העליות של שערי המניות בשנים האחרונות התבטאו בתרומה ניכרת של ההשקעה במניות לתשואה של תיק היתרות. מאחר ששוקי המניות מאופיינים במחזוריות, סביר לצפות גם לירידות שערים בעתיד, אך בשל יכולת הניבוי הנמוכה של התנהגות מחירי המניות, כמעט בלתי אפשרי להעריך את העיתוי המדויק של הירידות. עם זאת, בטווח הארוך ההשקעה במניות צפויה לתרום לתשואת תיק היתרות.

2. אריכות ופיזור

האריכות (המח"ס) של תיק השקעות באג"ח היא מדד מקובל לאמידת 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. בהחזקת אריכות גבוהה יותר התיק נהנה לרוב מתשואה שוטפת גבוהה מזו של הסמן, מקנה רווחי הון במצב של ירידות התשואות ולוקה בהפסדי הון במצב של עליית תשואות.

תרומת האריכות והפיזור עמדה השנה על 19 נ"ב. אריכות התיק עמדה השנה בממוצע על כ-19 חודשים, לעומת כ-17 חודשים בשנה הקודמת ולעומת אריכות הסמן הבסיסי, שעמדה על 6 חודשים. התרומה נבעה מהתשואה השוטפת, שגברה על עלייה מסוימת בעקומי התשואה של מטבעות הנומור (איור 9). מרבית התרומה נבעה מהחלטה להגדיל את אריכות הנכסים הדולריים בסמן הוועדה ביחס לסמן הבסיסי (10.9 נ"ב). תרומה משמעותית (7.2) נוספה גם מפיזור ההשקעה על העקום בתיק האירו.

עקום התשואות בארה"ב עלה והשתטח בסוף 2017, כאשר התשואה לפדיון בטווח הקצר עלתה לקראת סוף השנה על רקע המשך עליית הריבית בארה"ב, ואילו חלקו הארוך עלה פחות ונותר ברמה דומה לזו של סוף 2016. במהלך 2017 ירדה התשואה הארוכה בשל התמתנות באינפלציה ובציפיות לאינפלציה בטווח הארוך, והיא שבה ועלתה לקראת סוף השנה על רקע חששות פוליטיים בארה"ב והתקדמות רפורמת המס בארה"ב. גם בגרמניה ובבריטניה עלו העקומים במידת מה ביחס לשנה הקודמת. בבריטניה נרשמה השתטחות קלה ואילו בגרמניה היתללות.

במחצית השנה הראשונה התשואות באירופה ירדו בשל המשך המדיניות המוניטרית המרחיבה, אך במחצית השנה התגברה האפשרות לצמצום ההרחבה והתשואות עלו, בעיקר בצידו הארוך של העקום. בבריטניה השפעות ה-Brexit היו מתונות מהצפוי.

3. נכסי מרווח

נכסי מרווח הם מכשירי חוב שאינם נכללים בסמן הבסיסי, כגון אג"ח חברות. נכסים אלו הם בעלי מרווח תשואה מעל אג"ח ממשלתיות בעלות תקופה דומה לפירעון. המרווח מבטא בעיקר פרמיית סיכון אשראי מעל האג"ח הממשלתית, והוא משתנה בהתאם לשינויים ברמת סיכון האשראי של הנכס.

החשיפה הכוללת לנכסי מרווח אחרים והחשיפות האחרות תרמו 37 נ"ב. גם השנה בלטה ההשקעה בנכסי מרווח קצרים בתיק הדולרי, והם תרמו את מרבית התרומה בסעיף זה, 22.4 נ"ב. ההשקעה בנכסי מרווח אלו הניבה תשואה עודפת בעיקר בשל התשואה השוטפת הגבוהה של נכסים אלו מעל הסמן הבסיסי (אג"ח ממשלתיות קצרות). נכסים אלו עיקרם אג"ח בריבית משתנה, נכסים סינתטיים (השקעה באג"ח קצרות שאינן נקובות בדולר, מגודרת באמצעות עסקת החלף מטבעית) וגם ניירות ערך מסחריים.

החשיפה לאג"ח חברות תרמה 10.3 נ"ב. סיכון המרווח העיקרי בתיק היתרות נובע מההשקעה באג"ח חברות (אג"ח קונצרניות) בדירוג השקעה הנסחרות בשוק האמריקאי והאירופי. ההשקעה מבוצעת הן בניהול פנימי והן באמצעות מנהלים חיצוניים. היא מנוהלת באופן פעיל, בכפיפות למגבלה של דרגות החופש לניהול, מול סמן מוכר בעל כיסוי רחב של שוק אג"ח החברות בארה"ב ובאירופה. שיעור ההשקעה באג"ח חברות בתיק היתרות הוגדל בתחילת 2017 לשיעור של 7.5% ושב וירד בסופה לשיעור של 6% על רקע צמצום המרווחים. השנה, לראשונה, הושקע 1% מהיתרות באג"ח של חברות הנסחרות באירופה. תרומת אג"ח החברות לניהול הפעיל נבעה מתשואה שוטפת עודפת מעל שטרי אוצר של כ-70 נ"ב, הגדלת התיק במהלך השנה וצמצום משמעותי של רמת המרווח ביחס לתחילת השנה.

מרווח התשואות בין אג"ח חברות לאג"ח ממשלתיות הצטמצם במהלך השנה בהדרגתיות ובתנודתיות נמוכה, מרמה של 90 נ"ב עד לרמה של 60 נ"ב בסוף השנה (איור 12). המרווח לאג"ח אירופאיות הצטמצם מרמה של 100 נ"ב לרמה של 70 נ"ב. הרקע להמשך ירידת המרווחים השנה היה עודפי הנזילות בשווקים, השיפור ברווחי החברות והמשך רכישות אג"ח בידי ה-ECB.

איור 12: מרווח אג"ח חברות ארה"ב ואירופה מעל אג"ח ממשלתי בסמן 0 עד 5 שנים, 2016 עד 2017 (נקודות בסיס)



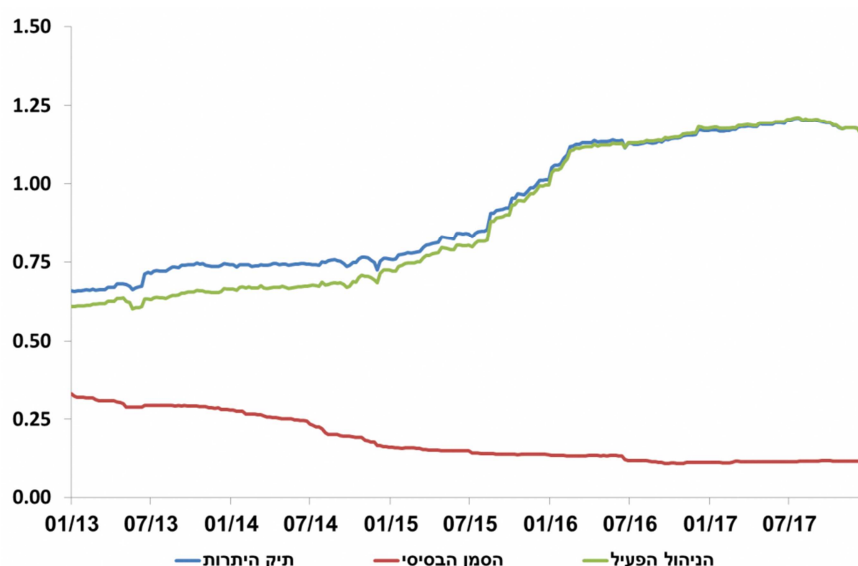
מקור: Barclays

ה. מדדים שונים לסיכון ולתשואה המותאמת לסיכון

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

בשנים האחרונות גבר הסיכון בתיק היתרות, בשל הגדלת שיעורם של נכסי הסיכון במסגרת הניהול הפעיל. השנה, לעומת זאת, תנודתיות תיק היתרות נחלשה בשל רגיעה יוצאת דופן בתנודתיות השווקים הפיננסיים (איור 13). הסיכון של תיק היתרות נגזר ברובו מהתרומה של הניהול הפעיל ושל סיכון סמן נמוך, יציב ובמגמת ירידה.

איור 13: סטיית התקן¹⁰ של הסמן הבסיסי, של תיק היתרות ושל תרומת הניהול הפעיל, 2013 עד 2017 (ממוצע נע תלת-שנתי, אחוזים)



מקור: בנק ישראל

התנודתיות של תיק היתרות ושל הניהול הפעיל הייתה נמוכה יחסית השנה (0.8%) (לוח 3). התשואות של מרבית הנכסים השונים השנה עלו או נשארו ברמה יציבה, והשינויים בהן היו מתונים. הדבר בא לידי ביטוי בתנודתיות מוחלשת. תנודתיות הסמן הבסיסי ירדה מעט ונותרה נמוכה, כבשנים קודמות (0.1%), כצפוי מהרכב הנכסים השמרני שלו.

במהלך שנת 2017 היה ה-CVaR5% של התיק נמוך מהרמה המרבית שנקבעה בהקצאה האסטרטגית ויציב יחסית, סביב 320 נ"ב. הרמה הנמוכה של המדד נגרמה בשל רמת התנודתיות הנמוכה ששררה בשווקים השנה.

¹⁰ סטיות התקן של התשואות השבועיות במונחים שנתיים.

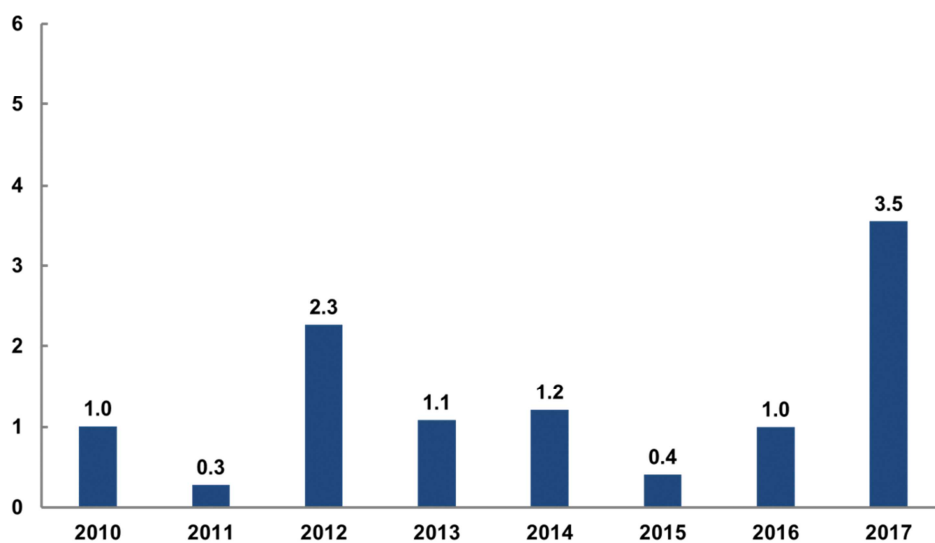
2. תרומת הניהול הפעיל המותאמת לסיכון

ה- **Information Ratio (IR)** מודד את הניהול הפעיל (התשואה העודפת) 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.

ההשקעה בנכסי סיכון הייתה השנה כדאית במיוחד לאור התנודתיות הנמוכה שנרשמה לצד תשואה גבוהה. התשואה המותאמת לסיכון, הנמדדת על ידי מדד IR, עלתה השנה בצורה חדה בשל שילוב התרומה הגבוהה של הניהול הפעיל והתנודתיות הנמוכה ששררה בשווקים (איור 14).

איור 14: יחס תרומת הניהול הפעיל לסטיית התקן שלה (Information Ratio),

2010 עד 2017



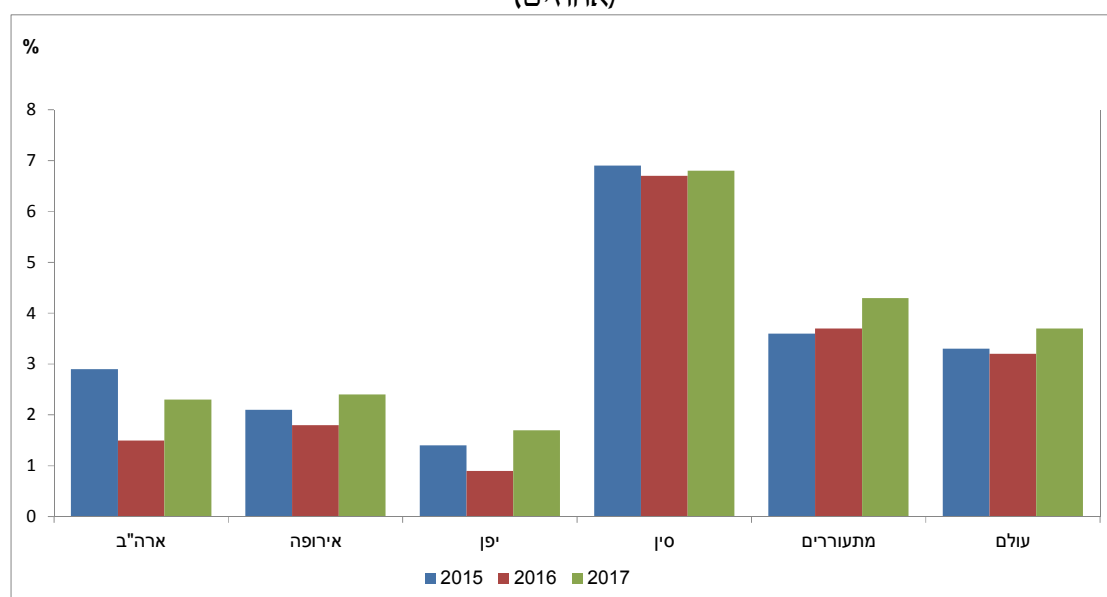
מקור: בנק ישראל

נספחים

נספח 1: הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית

קצב הצמיחה בכלכלה הגלובלית האץ השנה מ-3.2% ל-3.7%¹¹, תוך שיפור בצמיחה במדינות המפותחות והמתעוררות (איור נ-1). צמיחת הסחר העולמי המשיכה להתאושש, התעשייה וההשקעות במשקים המפותחים השתפרו בהדרגה ומדדי הסנטימנט העסקי והצרכני עלו לרמות גבוהות. למרות השיפור הכלכלי, סביבת האינפלציה נותרה מתונה במרבית המשקים המפותחים (איור נ-2). המדיניות המוניטרית נותרה מרחיבה השנה, עם ריביות נמוכות ואף שליליות בחלק מהמשקים והמשך רכישות נכסים בידי בנקים מרכזיים באירופה וביפן. מנגד, ארה"ב המשיכה בתהליך נורמליזציה הדרגתי במדיניות המוניטרית, עם שלוש העלאות ריבית במהלך השנה ותחילת צמצום מאזן הפד לקראת סוף השנה. בנקים מרכזיים נוספים (קנדה, בריטניה) העלו ריבית השנה וגם ה-ECB הודיע על קצב נמוך יותר של רכישות החל מ-2018.

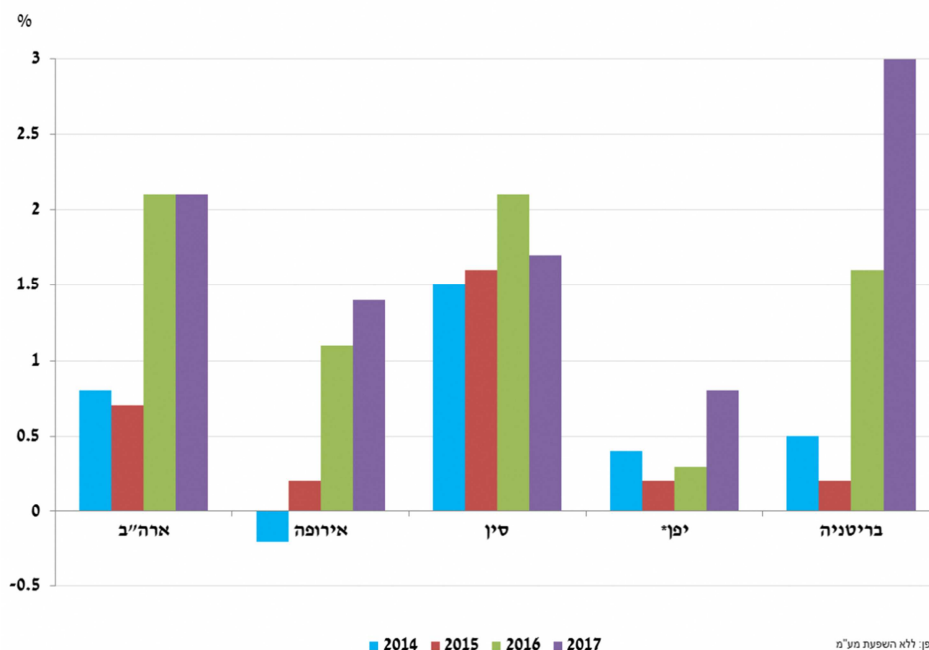
איור נ-1: צמיחה שנתית לפי מדינות / גושים עיקריים (אחוזים)



מקור: הבנק העולמי

איור נ-2: אינפלציה (CPI) שנתית בגושים העיקריים (אחוזים)

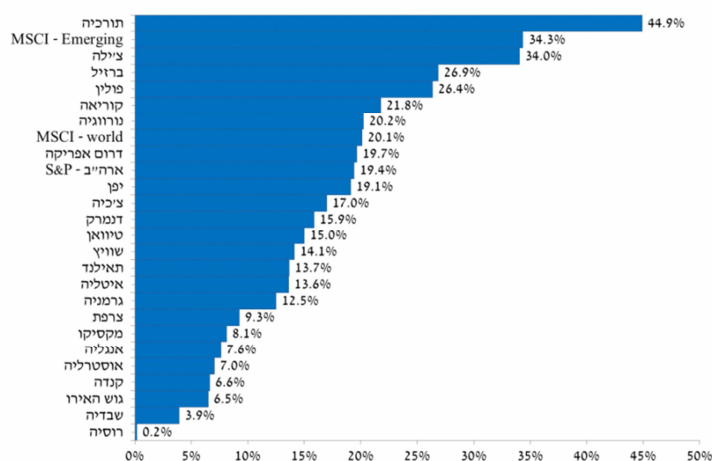
¹¹ נתוני הצמיחה שלהלן מבוססים על "Global Economic Prospects" של ה-World Bank מינואר 2018.



מקור: Bloomberg

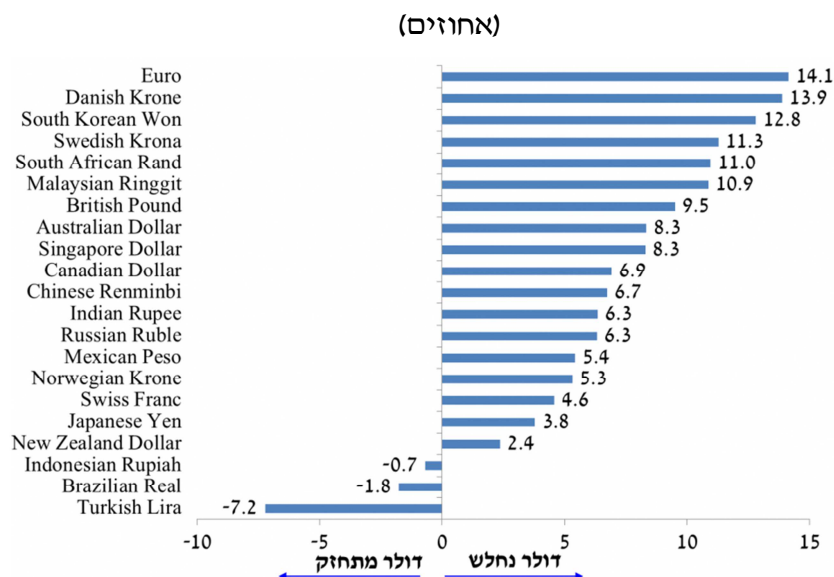
השיפור בסביבה המקרו כלכלית, המדיניות המוניטרית המרחיבה והאינפלציה המתונה תמכו במחירי הנכסים ובשוקי ההון, שהמשיכו ליהנות גם השנה מסנטימנט חיובי של המשקיעים, מרמת נזילות גבוהה ומתנודתיות נמוכה. שוקי המניות בעולם עלו השנה בחדות, במיוחד במשקים המתעוררים (איור נ-3), התשואות הממשלתיות נותרו ברמות נמוכות, תוך השתטחות העקומים בחלק מהמדינות (אר"ב, בריטניה, קנדה), מרווחי אג"ח החברות הצטמצמו ומדדי הסיכון שמרו על רמתם הנמוכה, למרות אירועים גיאופוליטיים במהלך השנה. הדולר נחלש השנה מול מרבית המטבעות על רקע העלייה בתיאבון לסיכון של המשקיעים והשיפור הכלכלי באירופה ובמשקים מחוץ לאר"ב, ולמרות הגדלת פער הריביות בין הדולר למטבעות עיקריים אחרים (איור נ-4). הנפט רשם עליות כתוצאה מהארכת הסכמי הקפאת התפוקה בין אופ"ק לרוסיה ויצואניות נפט נוספות, אירועי מזג האוויר באר"ב, היחלשות הדולר ומתיחויות גיאופוליטיות במזרח התיכון.

איור נ-3: ביצועי מניות במונחי מטבע מקומי בשנת 2017 (אחוזים)



מקור: Bloomberg

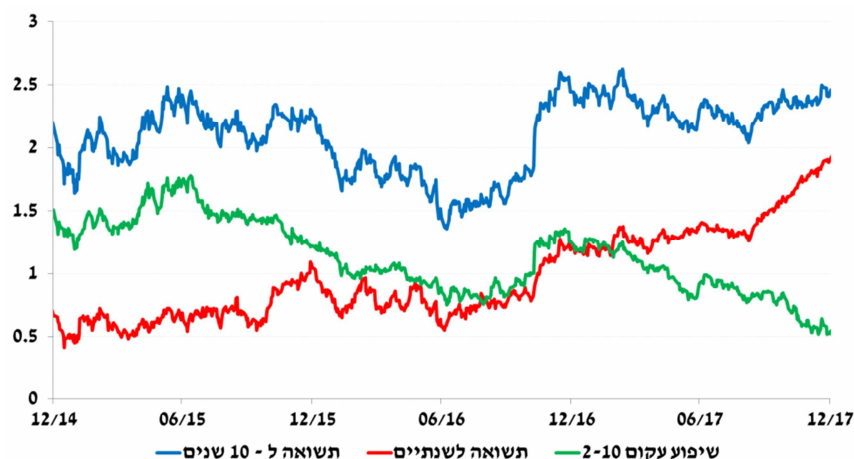
איור נ-4: ביצועי מטבעות עיקריים מול הדולר ב-2017



מקור: Bloomberg

כלכלת ארה"ב האיצה השנה בהובלת הצריכה הפרטית ושיפור בהשקעות. שוק המניות עלה בחדות, בהובלת מניות הטכנולוגיה, ונתמך במומנטום החיובי בצמיחה הגלובלית, בשיפור במצב החברות ובצפי ליישום רפורמת המס של טראמפ שעברה לקראת סוף השנה. התשואות הממשלתיות הקצרות עלו כתוצאה מהעלאות הריבית של הפד. התשואות הארוכות ירדו לאורך שלושת הרבעים הראשונים של השנה והושפעו מהתמתנות באינפלציה ובציפיות לאינפלציה בטווח הארוך, וחזרו לעלות ברבע האחרון על רקע התגברות הציפיות למימוש רפורמת המס ולעלייה בגירעון ותחילת צמצום מאזן הפד. עקום התשואות השתטח בחדות (איור נ-5).

איור נ-5: תשואה על אג"ח ממשלתי ל-10 שנים ולשנתיים ושיפוע העקום בארה"ב
(אחוזים)

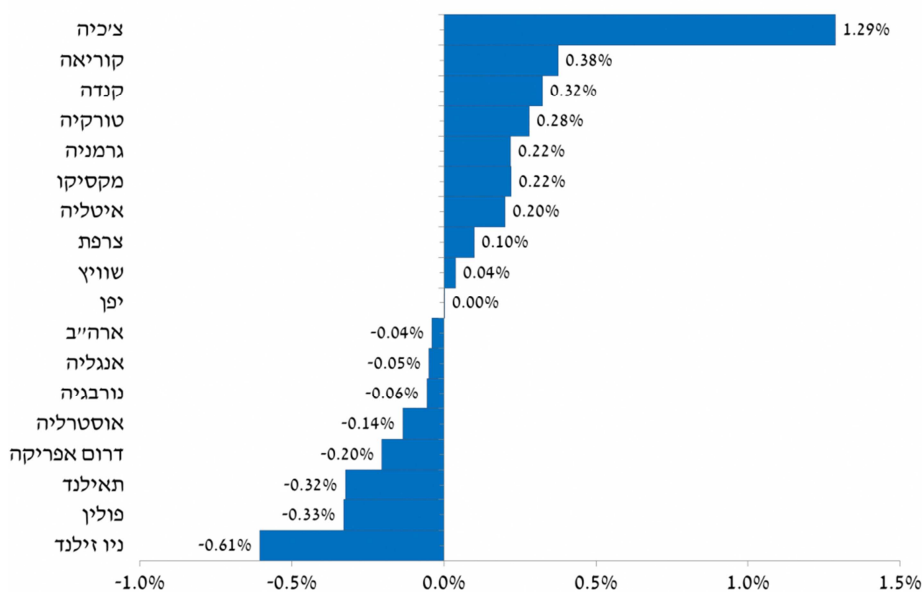


מקור: Bloomberg

כלכלת אירופה צברה השנה מומנטום והציגה שיפור משמעותי בקצב הצמיחה שהקיף את מרבית כלכלות הגוש. שוקי המניות בגוש האירו עלו השנה בהובלת גרמניה ואיטליה, ונתמכו בשיפור בפעילות, במדיניות המוניטרית המרחיבה ובהתפוגגות החששות מהתממשות סיכונים פוליטיים. אולם ביצועי המניות היו צנועים יחסית לשוקי מניות אחרים (ארה"ב, יפן) כתוצאה מהתחזקות חדה של האירו. התשואות הקצרות והארוכות באג"ח הממשלתי עלו השנה, גם במדינות הליבה וגם בפריפריה (איור נ-6), על רקע השיפור בפעילות הכלכלית וצמצום תוכנית הרכישות של הבנק המרכזי. עם זאת, על אף שירד בשנה האחרונה, שיעור גבוה של אג"ח ממשלתי עדיין נסחר בריבית שלילית (איור נ-7). **כלכלת בריטניה** האטה השנה על רקע אי הוודאות סביב ה-Brexit והתמתנות בשכר הריאלי ובצריכה הפרטית. למרות ההאטה, הבנק המרכזי העלה את הריבית בנובמבר על מנת למתן את האינפלציה. הפאונד התחזק על רקע העלאת הריבית ועלייה בציפיות להסכם Brexit.

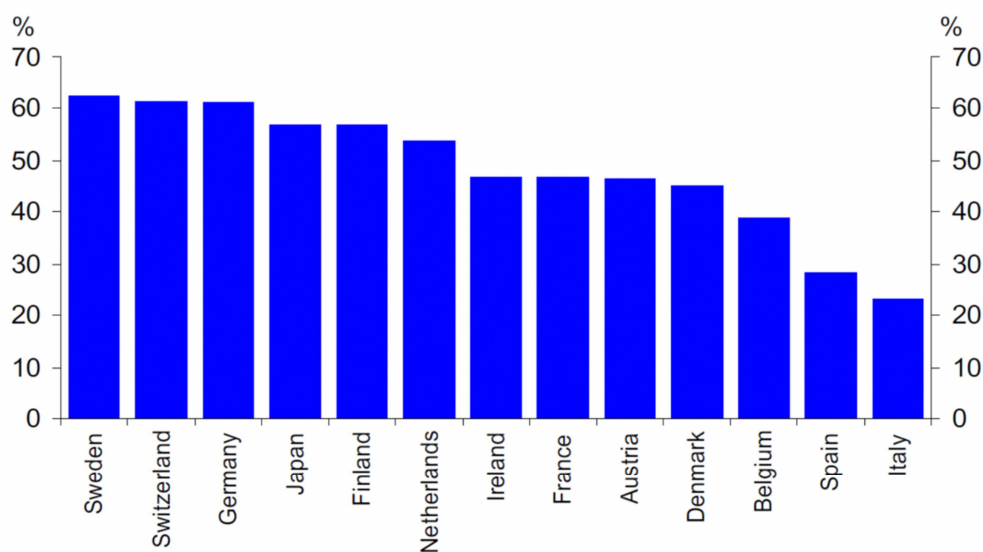
איור נ-6: שינויים בתשואה לפדיון על אג"ח ל-10 שנים במדינות העיקריות בשנת 2017

(אחוזים)



מקור: Bloomberg

איור נ-7: אחוז האג"ח הממשלתי שנסחר בריבית שלילית



מקור: DB

כלכלת יפן האיצה השנה הודות לשיפור הדרגתי בהוצאות הצרכנים ובהשקעות החברות, ובתמיכה של מדיניות פיסקלית ומוניטרית מרחיבה. הביקושים החיצוניים התחזקו גם הם על רקע הסביבה המקרר הכלכלית הגלובלית המשופרת. שוק המניות נהנה מהמומנטום החיובי בכלכלה ועלה השנה בחדות. התשואות הארוכות נותרו ברמתן האפסית, הודות למדיניות הרכישות והשליטה בעקום התשואות של הבנק המרכזי.

כלכלות המשקים המתעוררים הציגו גם הן שיפור משמעותי בקצב הצמיחה, בעיקר על רקע ההתאוששות בשיעורי הצמיחה בקרב יצואניות הסחורות והאנרגיה (רוסיה, ברזיל). מניות המשקים המתעוררים הציגו השנה ביצועי יתר, על רקע המשך השיפור בכלכלות ובסנטימנט המשקיעים והעלייה בתיאבון לסיכון. **בסין** הצמיחה שמרה על יציבות, בסיוע תמריצים פיסקליים ושיפור ביצוא, בעוד ההשקעות ממשיכות להאט כחלק מהשינוי המבני ארוך הטווח בכלכלה.

נספח 2: עקרונות לקביעת הרמה הנאותה של יתרות מטבע החוץ

1. רמה נאותה של יתרות חוץ כמדד לאיתנות הכלכלית של מדינה

מדינות מחזיקות יתרות מטבע חוץ משלוש סיבות עיקריות:

- (א) כדי לאפשר לבנק המרכזי להתערב בשוק מטבע החוץ בנסיבות שבהן (1) שער החליפין סוטה מטווח הרמות המתיישב עם שיווי המשקל הבסיסי של המשק; או (2) שוק מטבע החוץ אינו פועל כיאות (כשל שוק).
- (ב) כדי שהבנק המרכזי יוכל 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 א).
- (ג) כדי לאפשר לספק למשק מטבע חוץ בהיקף מספיק בעת חירום (למשל במקרה של מלחמה או רעידת אדמה חזקה). בנסיבות כאלה יהיה צורך להגדיל את היבוא במהירות ובמידה משמעותית כדי להתמודד עם מצב החירום, ואילו היצוא ייפגע 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.

לפיכך, החזקת רמה נאותה של יתרות מטבע חוץ נחשבת בעיני מוסדות פיננסיים מקומיים וזרים, בעיני החברות, משקי הבית וסוכנויות הדירוג כמדד מרכזי לאיתנות הכלכלית של מדינה. ככל שיתרות מטבע החוץ גדולות יותר, כך רבה יותר יכולתם של קובעי המדיניות להתמודד עם לחצים כלכליים ופוליטיים בלתי נמנעים. יתרה מזו, יתרות מטבע חוץ גדולות יותר נוטות להוריד את שיעורי הריבית המשולמים הן על ידי הממשלה והן על ידי המגזר הפרטי עבור מימון מחו"ל. בקצרה, בעיני השווקים הפיננסיים והאזרחים יתרות ברמה נאותה תורמות תרומה חשובה לאמון ביכולתה של המדינה להתמודד עם זעזועים כלכליים, פיננסיים ופוליטיים במשק.

2. לחישוב רמתן הנאותה של היתרות יש כמה גישות:

- (א) **ביחס לחודשי יבוא**: במרבית התקופה שלאחר מלחמת העולם השנייה, הרמה הנאותה של יתרות מטבע חוץ נמדדה במונחים של "חודשי יבוא" – יבוא של כמה חודשים היתרות יכולות לממן. גישה זו שלטה כל זמן שתנועות ההון הבין-לאומיות היו מוגבלות, והמקור העיקרי לקשיים במטבע חוץ היה החשבון השוטף של מאזן התשלומים.
- (ב) **ביחס לזרמי ההון**: במהלך שנות התשעים התברר שמשברים פיננסיים רבים נגרמו בגלל זרמי הון גדולים, כלומר בגלל שיבושים בחשבון ההון, יותר מאשר בגלל שיבושים בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. בסוף שנות התשעים נעשה שימוש נרחב בכלל גרינספן-גידוטי (Greenspan-Guidotti), שעל פיו יתרות מטבע החוץ שמדינה צריכה להחזיק צריכות להגיע לפחות לרמת ההתחייבויות של המשק (של המגזר הציבורי והמגזר הפרטי) במטבע חוץ בשנים עשר החודשים הבאים – כך שמדינה תהיה מסוגלת

להתמודד עם ניתוק מוחלט של הגישה למקורות מטבע חוץ במשך שנה. כלל ה-100% (שלפיו היתרות צריכות להיות שוות למלוא ההתחייבויות מטבע חוץ לשנה) התבסס על בדיקה אמפירית – כיצד מדינות עברו את המשברים הפיננסיים של שנות התשעים ותחילת שנות האלפיים: נמצא שמדינות אשר פעלו לפי כלל ה-100% היו נתונות לפחות מתקפות מטבע חוץ, והצליחו יותר להתמודד עמן.

במשך המשבר העולמי שהחל ב-2007 היה ברור שמדינות אשר החזיקו יתרות מטבע חוץ בהיקף העולה על 100% היטיבו יותר להתמודד עם המשבר. הדוגמאות העיקריות לכך הן ברזיל, רוסיה ודרום-קוריאה. לכל אחת מאלה היו יתרות מטבע חוץ שמעבר ל-100%, והן השתמשו בהן באופן אפקטיבי לייצוב שער החליפין ו/או לשמירת היציבות הפיננסית. כעת מכירים בכך שיתרות בטווח של 100% עד 200% מהתחייבויות המשק במטבע חוץ הן יותר אפקטיביות מיתרות התואמות בדיוק את כלל גרינספן-גידוטי.

(ג) **ביחס לשימושים הפוטנציאליים בעתיד (הגישה האקלקטית):** בחישוב רמת היתרות הנאותה לישראל נקט בנק ישראל את הגישה האקלקטית, המבוססת על השימושים הפוטנציאליים ביתרות בשעת חירום. ברור שבשעת חירום לאומית ישראל עלולה להזדקק ליתרות הן לשם מימון יבוא (על פי גישת חודשי היבוא, תוך הבאה-בחשבון של יבוא סחורות ושירותים הקשור למצב החירום) והן כדי להתמודד עם זרמי הון – תשלומים של חובות קיימים לתושבי חוץ, עם זרמי הון פוטנציאליים.

על בסיס מכלול הגורמים שצוינו לעיל ובהתאם לתנאים השוררים במשק הישראלי, עדכנה הנגידה את רמת היתרות ההולמת לטווח של 70 עד 110 מיליארד דולרים¹².

בנוסף, בקביעת רמת היתרות נלקחת בחשבון עלות החזקת היתרות¹³. אבל, בעניין ניתוח העלות-תועלת של החזקת היתרות, קשה למדוד כמותית את היתרונות והתועלות של החזקתן, משום שלא ניתן לכמת ולתמחר את תרומתן למשק – בין היתר משום שתרומתם עשויה להיות קריטית במצבי חרום אשר קשה לדעת מה יהיה אופיים ומה תהייה חומרתם.

3. יתרות מטבע החוץ של ישראל בפועל

ביישום הגישה האקלקטית – המביאה בחשבון הן את הצורך ביבוא סחורות ושירותים והן את זרמי ההון הפוטנציאליים הקשורים למצב משברי – מובנה מצבה הגיאוגרפית-פוליטי המיוחד של ישראל, המצריך רמה גבוהה יותר של יתרות ביחס למשתנים הכלכליים המובאים בחשבון בדרך כלל בחישוב הרמה הנאותה של יתרות מטבע החוץ¹⁴.

4. התערבות בשוק מטבע חוץ והרמה הנאותה

¹² הנגידה עדכנה את הטווח בתחילת 2015 מטווח של 65 עד 90 מיליארדי דולרים אשר נקבע ב-2010, ונותר מאז ללא שינוי. הגידול של טווח הרמה הנאותה מתיישב עם השינויים שחלו במשק הישראלי בחמש השנים האחרונות.

¹³ העלות החשבונאית של פעילות בנק ישראל נרשמת בספרי הבנק. עם זאת, מטבע הדברים חשבונות הבנק אינם כוללים את הרווח הצפוי (מבחינת יציבות המשק) מהשימוש ביתרות במצבים שונים בעתיד, וגם לא מהערכת השווקים שיתרות גדולות יותר תורמות למשק, כפי שמתואר לעיל.

¹⁴ על היחסים של היתרות בפועל למצרפים כלכליים והשוואתם למדינות אחרות ראו פרק ב' חלק 4 בסקירה זו.

חשוב לציין כי, כמבואר בסעיף 53 לחוק בנק ישראל, התערבות של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ, לשם מילוי תפקידיו והשגת יעדיו, יכולה להביא לסטייה של רמת היתרות בפועל מהרמה הנאותה שנקבעה. גם פעילות של הממשלה ופעילות של המערכת הבנקאית יכולות לגרום סטייה כזו. באופן כללי, הבנק ינקוט פעולות יזומות לשינוי רמת היתרות רק כאשר הסטייה היא משמעותית ונמשכת, ורק אם פעולות אלו עולות בקנה אחד עם השגות מטרות הבנק שנקבעו בחוק בנק ישראל – ביניהן יציבות מחירים, תמיכה במטרות אחרות של המדיניות הכלכלית ותמיכה ביציבות מערכת הפיננסית. לפיכך, יתכן מצב שבו יסטו יתרות המט"ח מהרמה הנאותה לפרקי זמן ממושכים.

נספח 3: הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ¹⁵

בתוקף מה-26 בספטמבר 2016

בהתאם לסעיף 40 (ב) לחוק בנק ישראל, התש"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 בהתראה 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, תעדכנם 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 וועדת המט"ח, ותדווח לוועדה המוניתרית ולוועדת מט"ח, בתדירות רבעונית, על יישום המדיניות: התפתחויות בשווקים הבין-לאומיים והשלכותיהן על ניהול היתרות,

¹⁵ מאפייני תיק היתרות בפועל מדווחים לציבור בסקירה שנתית המתפרסמת באתר בנק ישראל.

החלטות ההשקעה של החטיבה, ביצועי התיק, והסיכונים הפיננסיים והאחרים שהתיק חשוף להם.

חטיבת השווקים תייצץ 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.

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

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

הרכב הנומרי¹⁶ נקבע על פי עקרונות המשקפים את המטרות של החזקת היתרות.

העקרונות שלפיהם נקבע הרכב הנומרי 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 הנומרי 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 הנומרי 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 הנומרי יובא לדיון בוועדה המוניתרית.
- מאחר שתשואת ההחזקה של תיק היתרות נמדדת במונחי הנומרי, יוגדר סל המטבעות המרכיב את הנומרי 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 שלשמן מוחזקות היתרות. בקביעת פרופיל הסיכון יעשה שימוש בניתוח תסריטים

¹⁶ הנומרי מוגדר במונחי יחידות מטבע (לדוגמה: X דולרים, Y אירו ו-Z לירות שטרלינג). היחס בין יחידות המטבע (בדוגמה - X:Y:Z) ייקבע על ידי הרכב המטבעי של התיק (בדוגמה - אחוז הדולרים בתיק, אחוז האירו ואחוז הלש"ט) כפי שייקבע על ידי הוועדה, ועל ידי שערי החליפין של מטבעות הנומרי במועד ההחלטה.

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.

(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. גזורים 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 הנומרר.
2. חשיפות מטבעיות אסטרטגיות ביחס להרכב הנומרר: היקפן מוגבל ל-10% מסך היתרות. הרכב החשיפות והיקפן יקבעו ע"י הוועדה המוניתרית.
3. חשיפות מטבעיות לטווח הקצר והבינוני ביחס להרכב הנומרר: היקפן מוגבל ל-2% מסך היתרות. הרכב החשיפות והיקפן 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 DVP¹⁷ (Delivery Versus Payment) בלבד.

(ה) סיכון הנזילות:

¹⁷ פעילות מסוג DVP הינה פעילות בה העברת התשלום והנכס מצד לצד מתבצעת בו-זמנית, ולכן סיכון האשראי בפעילות זו אפסי.

כדי לאפשר מענה מיידי לבעיות הפיננסיות המתעוררות בעת חרום יש להשקיע חלק גדול מהיתרות בנכסים הניתנים למימוש בסכומים גדולים, בהתרעה 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) ובאגרות חוב קונצרניות (סעיף 4.ד.5) לא תעלה על 25% מסך היתרות.

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

דוח השקעת יתרות מטבע החוץ

ומרכיביו השונים. הדיווח ילווה בניתוח השינויים השוטפים של השוקים הפיננסיים והשלכותיהם על ניהול היתרות.

8. טיפול בחריגות פסיביות

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

נספח 4: מילון מונחים

ערך	פירוש
1 אג"ח TIPS	קיצור של Inflation-Protected Security Treasury, אג"ח של ממשלת ארה"ב הצמודה למדד המחירים לצרכן.
2 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"ם (משך חיים ממוצע).
3 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.
4 הוועדה המוניטרית	הוועדה המוניטרית הוקמה בהתאם לחוק בנק ישראל, התש"ע-2010. בוועדה שישה חברים – שלושה חברים מבנק ישראל ושלושה נציגי ציבור, כאשר נגידת הבנק משמשת כיו"ר הוועדה. הוועדה המוניטרית קובעת את המדיניות להשגת מטרות הבנק, ובכלל זה המדיניות המוניטרית, 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 ועדת מט"ח ולבין חטיבת השווקים.
5 הסכם קנייה חוזרת Repo, Reverse Repo	קיצור של agreement Repurchase, קנייה של נייר ערך בד בבד עם התחייבות למכור אותו בחזרה, בתאריך עתידי, במחיר ידוע. מבחינה כלכלית העסקה זהה להלוואה / פיקדון המגובה בעירבון (נייר הערך). כאשר בנק ישראל מוכר את נייר הערך לקנייה עתידית, העסקה נקראת Repo; העסקה ההפוכה, שבה בנק ישראל קונה נייר ערך למכירה עתידית, נקראת Reverse Repo.
6 הסמן הבסיסי (סמן בהרכב הנומרי)	מייצג הרכב נכסי שמרני, בר-השקעה, העומד בשני היעדים הראשוניים 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.
7 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.
8 ועדת מט"ח	ועדת מט"ח היא ועדה פנימית של בנק ישראל בראשות הנגידה, שתפקידה לתרגם את הקווים המנחים את מדיניות השקעת היתרות להנחיות מפורטות לניהולן.
9 חוזה עתידי Forward	הסכם לקנות או למכור בעתיד נכס מסוג מסוים, כגון מטבע חוץ, במחיר ובתאריך ידועים מראש.
10 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.
11 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.
12 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 המוניטרית 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.

13	מונחי מטבע (למשל מונחי דולרים) Currency Terms (dollar terms e.g.US)	שיעור התשואה המתקבל כשהערכים השוטפים של כל הנכסים מוכפלים בשערי ההמרה השוטפים של מטבע או סל מסוים.
14	מח"מ Modified Duration	ראו "אריכות" לעיל.
15	מרווח תשואה Yield Spread	ההפרש בין התשואות-לפדיון של שני מכשירי חוב.
16	נומראר Numeraire	סל מטבעות המשמש למדידה של תשואות יתרות מטבע החוץ. (ראו פרק ב'-3 לעיל.)
17	נזילות Liquidity	היכולת לממש נכסים ללא דיחוי וללא פגיעה בערכם.
18	ניהול פסיבי	סגנון ניהול השקעה שבו מנהל התיק מחקה סמן או מדד השוק.
19	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.
20	נייר ערך מסחרי Commercial Paper(CP)	אג"ח ללא קופון, הנמכרת בניכיון, שהטווח-לפירעון המקורי שלה קצר משנה.
21	נכס מרווח Spread Asset	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.
22	נכסי סיכון	נכסים המאופיינים בסיכון גבוה מאשר באג"ח ממשלתיות. בסקירה זאת הכוונה למניות ולאג"ח חברות.
23	נקודת בסיס Basis Point	שיעור של 0.01 אחוז; חלק אחד מתוך עשרת אלפים או מאית האחוז.
24	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.
25	סיכון אשראי Credit Risk	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.
26	סיכון מטבעי Currency Risk	החשיפה לאפשרות של הפסד כתוצאה משינויים בשערי החליפין.
27	סיכון משפטי Legal Risk	החשיפה לאפשרות של הפסד הנובע מניסוח החוזה, שלא לטובת המשקיע.
28	סיכון ריבית Interest-rate Risk	החשיפה לאפשרות של הפסדי הון כתוצאה מעליית התשואות-לפדיון.
29	סיכון תפעולי Operational Risk	החשיפה לאפשרות של הפסד בגלל כשל מערכות, טעויות אנוש וכדומה.
30	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.
31	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).
32	פוזיציה אסטרטגית Strategic Position	סטייה מכוונת במאפייני השקעת התיק לעומת הסמן, אשר מנוהלת באופן ארוך טווח.
33	פרמיית הסיכון	התשואה העודפת של נכס סיכון מעל לריבית חסרת סיכון.
34	שטר אוצר Treasury Bill, Note or Bond	אג"ח של ממשלה.
35	תיק חסר סיכון Risk-	תיק שבו לא נשקפים למשקיע לא הפסדים ולא רווחים.

	free Portfolio	
36	תיק ניטרלי Neutral Portfolio	תיק השקעות שהרכבו זהה לזה של הסמן.
37	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').
38	תרומת הניהול הפעיל	ההפרש בין תשואת תיק היתרות לבין תשואת הסמן הבסיסי המודד את ההחלטות להשקיע בנכסים ובמדינות נוספים שאינם נכללים בסמן הבסיסי.
39	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.
40	תשואת החזקה Holding-period Rate Return of	שיעור השינוי בערכו של נכס או תיק על פני תקופה מוגדרת, כולל ריבית או דיווידנדים.