



בנק ישראל

השקעת יתרות מטבע החוץ

דין וחשבון 2016

התוכן

עיקרי הדברים.....	3
מבוא.....	4
א. הרמה של יתרות מטבע החוץ.....	7
1. רמת היתרות והשינויים בה.....	7
2. רמתן הנאותה של היתרות.....	9
ב. המסגרת של ניהול יתרות מטבע החוץ.....	11
1. מטרות החזקתן של היתרות והקווים המנחים לניהולן.....	11
2. רמת הסיכון המרבית של היתרות.....	12
3. הסמן הבסיסי וההקצאה האסטרטגית.....	13
ג. תשואת ההחזקה של היתרות.....	15
1. תנאי הרקע הכלכליים והפיננסיים.....	15
2. תשואת תיק היתרות.....	16
3. תשואת תיק היתרות במדידה רב-שנתית.....	19
4. תרומת הניהול הפעיל.....	20
א. מניות.....	22
ב. אריכות ופיזור.....	23
ג. נכסי מרווח.....	24
5. מדדים שונים לסיכון ולתשואה המותאמת לסיכון.....	25
א. תנודתיות תיק היתרות, הניהול הפעיל ומדד ה- CVaR.....	25
ב. תרומת הניהול הפעיל המותאמת לסיכון.....	26
נספח 1 : הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית.....	28
נספח 2 : עקרונות לקביעת הרמה הנאותה של יתרות מטבע החוץ.....	32
נספח 3 : הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ.....	34
נספח 4 : מילון מונחים.....	40

עיקרי הדברים

1. יתרות מטבע החוץ של ישראל הסתכמו בסוף 2016 ב-98.4 מיליארדי דולרים¹, עלייה של שמונה מיליארדי דולרים במהלך השנה. רכישות בנק ישראל, בהיקף של שישה מיליארדי דולרים, הן הגורם העיקרי לעלייה זו.
2. רמת היתרות בסוף 2016, השווה ל-30 אחוזי תוצר, נמצאת בטווח הרמה הנאותה של היתרות, שקובעת הנגידה: 70–110 מיליארדי דולרים (21–34 אחוזי תוצר). במונחי תוצר גדלו היתרות השנה בנקודת אחוז לעומת 2015.
3. תשואת ההחזקה של תיק היתרות בשנת 2016 הסתכמה ב-1.56 אחוז במונחי הנומרי, שהוא סל מטבעות המורכב בעיקר מדולר ואירו. זאת בדומה לתשואה הממוצעת מאז המשבר ומעל לתשואה הממוצעת בשלוש השנים האחרונות, שעמדה על 1.16 אחוז.
4. היכולת להשיג תשואה גבוהה יחסית למרות התשואה השלילית על חלק נכבד מהאג"ח של מדינות אירופיות מרכזיות, שבהן מושקע כשליש מהיתרות, היא תוצאה של תהליך ארוך טווח, אשר במסגרתו הוגדל בהדרגה משקלן של היתרות המושקעות בנכסי סיכון – מניות ואג"ח חברות (קונצרניות).
5. השנה נהנה תיק היתרות מהגאות הנמשכת בשוקי המניות במדינות ההשקעה. הודות לגאות תרם השנה הניהול הפעיל - סטיית ההשקעה בפועל מסמן הנומרי - 135 נקודות בסיס, התרומה הגבוהה ביותר בעשור האחרון.
6. משקלם של נכסי הסיכון בתיק היתרות הוגדל גם השנה: שיעור ההשקעה במניות הוגדל מ-9.2% ל-10%, ושיעור ההשקעה באג"ח חברות – מ-4.6% ל-4.8%. על אף הגדלת שיעורם של נכסי הסיכון דמתה התנודתיות של תיק היתרות השנה לתנודתיות שנרשמה בשנה הקודמת. זאת בזכות ירידת התנודתיות בשווקים, על רקע עודפי הנזילות בהם, ובזכות מתאם שלילי בין פרמיית האריכות לפרמיית המניות.
7. שיעורי ההשקעה המרביים במניות ובאג"ח חברות עודכנו במסגרת הקווים המנחים למדיניות ההשקעה, במטרה להגמיש את יכולת ניהולו של התיק בלי לשנות את הסיכון המרבי המותר: שיעור המניות המרבי הועלה מ-12% מהיתרות ל-15%, שיעורן המרבי של אג"ח החברות הועלה מ-6% מהיתרות ל-15%, ובמקביל הוגבל שיעור ההשקעה הכולל במניות ובאג"ח חברות ל-25% מהיתרות.

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 2016 ל-1.2 מיליארדי דולרים. עוד בעניין זה ראו: "בנק ישראל – דין וחשבון כספי לשנת 2016".

מבוא

סקירה זאת מציגה את תוצאות השקעת יתרות מטבע החוץ של ישראל בשנת 2016 ובבחינה רב-שנתית ואת מסגרת ניהולן. יתרות מטבע החוץ של ישראל הסתכמו בסוף שנת 2016 ב-98.4 מיליארדי דולרים (לוח 1). התשואה השנתית על החזקתן הסתכמה ב-1.56 אחוז במונחי סל המטבעות של היתרות - הנומרא² - ותרומת הניהול הפעיל³ הסתכמה ב-1.16%, ותרומת הניהול הפעיל - ב-98 נ"ב. התשואה הממוצעת בשלוש השנים האחרונות הסתכמה ב-1.16%, ותרומת הניהול הפעיל - ב-98 נ"ב. התרומה המצטברת של הניהול הפעיל בשלוש השנים האחרונות היא 298 נ"ב, ובחמש השנים האחרונות - 501 נ"ב.

לוח 1 - רמת יתרות מטבע החוץ בשנים 2014 עד 2016 ותמצית תשואות ההחזקה במבט שנתי ורב-שנתי

רמתן של יתרות מטבע החוץ (מיליוני דולרים)			
יתרת סוף השנה		היתרה הממוצעת	
2014	86,101	85,973	
2015	90,575	87,389	
2016	98,447	95,777	
ממוצעים שנתיים של התשואה (אחוזים במונחי נומרר)			
שנה 1	3 שנים	5 שנים	
2016	2014-2016	2012-2016	
1.56	1.16	1.19	
0.21	0.18	0.20	
135	98	98	
תשואת התיק בפועל			
תשואת הסמן (נומרר)			
תרומת הניהול הפעיל (נ.ב.)			
התשואה המצטברת (אחוזים במונחי נומרר)			
1.56	3.52	6.08	
0.21	0.53	1.02	
135	298	501	
תשואת התיק בפועל			
תשואת הסמן (נומרר)			
תרומת הניהול הפעיל (נ.ב.)			

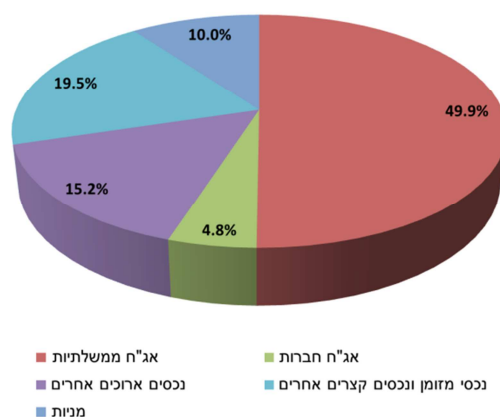
מקור: בנק ישראל

50% מהיתרות מושקעים באג"ח ממשלתיות, ו-10% מושקעים במניות (איור 1). השנה גדל שיעור ההשקעות במניות בכ-1%, ושיעור ההשקעה באג"ח חברות - ב-0.2%. ההשקעה במניות ובאג"ח חברות גדלה בשנים האחרונות (איור 2).

² הנומרא הוא סל מטבעות שבמונחיו נמדדות יתרות מטבע החוץ. ראו הרחבה בפרק ב', חלק 3 בסקירה זו.

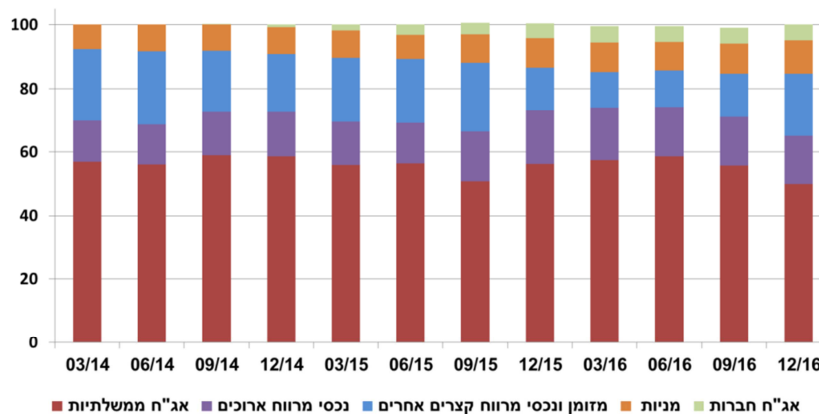
³ תרומת הניהול הפעיל הוא ההפרש בין תשואת תיק היתרות לתשואת הסמן הבסיסי (סמן שההרכב המטבעי שלו זהה להרכב הנומרא) המודד את ההחלטות להשקיע בנכסים נוספים ובמדינות נוספות שלא נכללים בסמן הבסיסי. ראו הרחבה בפרק ב-3.

איור 1: ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות, 2016



מקור: בנק ישראל

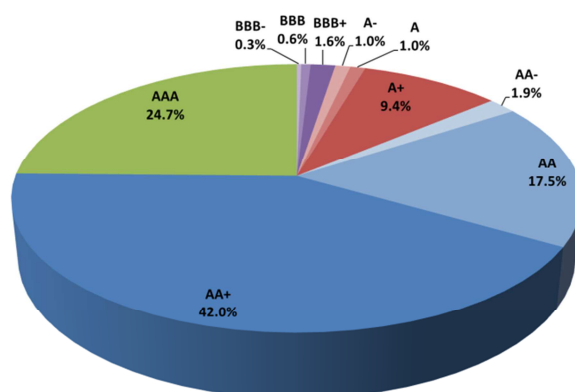
איור 2: ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות, 2014 עד 2016 (אחוזים, סוף רבעון)



מקור: בנק ישראל

איכות האשראי של היתרות, המשקפת את הסיכון לחדלות פירעון של הגוף המנפיק, כפי שהיא נמדדת ע"י דירוגי האשראי, גבוהה: 66.7% מאג"ח בתיק היתרות מדורגות בשתי רמות הדירוג הגבוהות ביותר (AAA, AA+) (איור 3); שיעור החזקה בקבוצת הדירוג הנמוכה, BBB, הוא 2.5% בלבד, ואסורה החזקת אג"ח שאינן בדירוג השקעה.

איור 3: התפלגות איגרות החוב ביתרות מטבע החוץ לפי דירוגי האשראי ליום 31.12.2016



מקור: בנק ישראל, חברת S&P

החזקה וניהול של יתרות מטבע חוץ, בעולם ובישראל, נועדו לשמש מקור לנזילות בעתות 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 לשינויים אלו הם תנאי הרקע הכלכליים והפיננסיים המאתגרים השוררים בעולם מאז המשבר העולמי של 2008 - בראשם העדר צמיחה כלכלית משמעותית והרחבות מוניטריות לשם עידוד הצמיחה, על מגוון הכלים המשמשים לכך. ביטוין של הרחבות אלו ניכר בשווקים בעודפי נזילות, בריביות ובתשואות לפדיון נמוכות, ואף שליליות, שגררו תשואות החזקה נמוכות בתיקי היתרות. המשבר העולמי הדגיש גם שנדרשת רמת יתרות גבוהה ממה שהוערך בעבר לשם התמודדות עם השלכות משברים מסוג זה. רמת היתרות של מדינות רבות הועלתה גם מתוך רצון להגן על שער החליפין המקומי מייסוף ומהשלכותיו. 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.

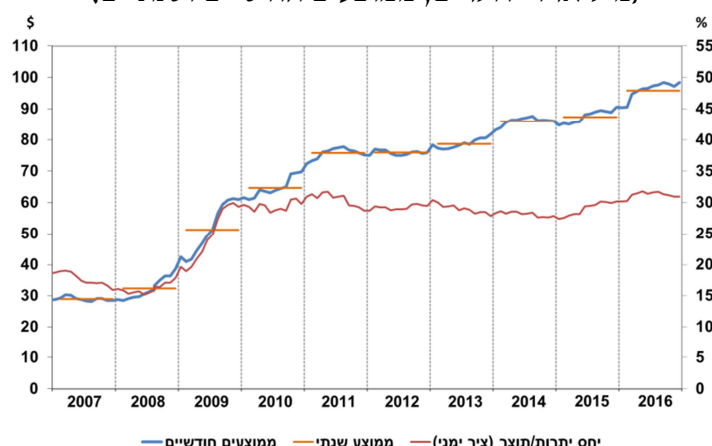
פרק א' מציג את רמת היתרות, את השינוי בה במהלך השנה ואת הרמה הנאותה. פרק ב' מציג את המסגרת של ניהול היתרות מהיבטי מטרות ההשקעה, רמת הסיכון המרבית, הסמן הבסיסי וההקצאה האסטרטגית. פרק ג' מציג את תוצאות השקעתן של היתרות לשנת 2016 ובמבט רב-שנתי; את סך תרומת הניהול הפעיל ובפירוט לפי רכיבי הסיכון השונים: מניות, אריכות ופיזור, נכסי מרווח ובכללן אג"ח חברות; 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 2016 גדלו יתרות מטבע החוץ של ישראל ב-7.9 מיליארדי דולרים - מ-90.6 מיליארדי דולרים בסוף שנת 2015 ל-98.4 מיליארדים בסוף 2016. גידול היתרות השנה היה גבוה מגידולן בשלוש השנים הקודמות (איור 4), ועיקרו נרשם במחצית הראשונה השנה.

איור 4: רמת יתרות מטבע החוץ של ישראל ויחס היתרות לתוצר המקומי הגולמי, 2007 עד 2016
(מיליארדי דולרים, ממוצעים חודשיים ושנתיים)



מקור: בנק ישראל

התרומה העיקרית של גידול היתרות הייתה מרכישות מטבע חוץ של בנק ישראל בסכום של 6 מיליארדי דולרים (לוח 2). השינוי בפיקדונות ממשלת ישראל הסתכם בכ-1.9 מיליארדי דולרים נוספים, ותרומות השיערוך והמגזר הפרטי היו נמוכות. השיערוך הוא השינוי ביתרות בדולרים, המיוחס להכנסה מריבית, לרווחי הון ולהפרשי שערים מול הדולר במטבעות שבהם מושקעות היתרות. השנה, בשל התחזקות הדולר מול האירו והשטרלינג, מטבעות שבהם מושקעים כ-30% מהיתרות, נרשמו הפסדים מהפרשי שערים של מטבעות אלו מול הדולר בהיקף של כ-0.9 מיליארד דולרים. הפסדים אלו קוזזו ע"י הכנסות מריבית ורווחי הון בהיקף של כ-0.8 מיליארד. בסך הכול רשם רכיב השיערוך הדולרי הפסד של 93 מיליוני דולרים. במונחי נומרר, סל המטבעות שבו נמדדות התשואות של יתרות מטבע החוץ, כמעט ולא נרשמו הפרשי שערים.

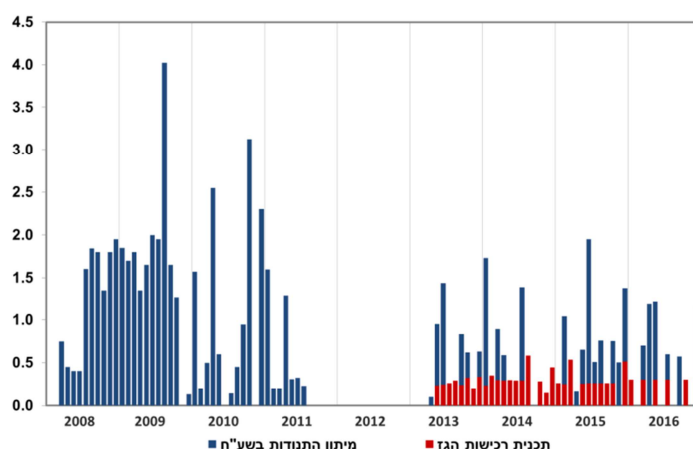
לוח 2: רכיבי השינויים ביתרות, 2016 (מיליוני דולרים)

רכישות מט"ח	6,040
במסגרת תכנית הגז	1,800
במסגרת ההתערבות בשוק המט"ח	4,240
שיערוך *	-91
המגזר הפרטי	3
הממשלה	1,920
סך כל השינוי	7,872

* השיערוך כולל גם תשלומים ותקבולים של בנק ישראל במטבע חוץ.
מקור: בנק ישראל

רכישות בנק ישראל השנה היו נמוכות מאשר בשנת 2015 (ראה איור 5). כשני שלישים מהרכישות בוצעו במסגרת **התערבות בנק ישראל** בשוק מטבע החוץ, שנועדה למתן תנודות חריגות בשער החליפין שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים של המשק. יתר הרכישות - 1.8 מיליארדי דולרים - היו במסגרת **יישומה של התכנית למיתון ההשפעה של הפקת הגז על שער החליפין**⁴ לפי מתווה מתוכנן ומוצהר⁵. הרכישות במסגרת התכנית מאז 2013 הצטברו ל-10.5 מיליארדי דולרים.

איור 5: רכישות מטבע החוץ על ידי בנק ישראל, מינואר 2008 עד דצמבר 2016 (מיליארדי דולרים)



מקור: בנק ישראל

⁴ הפקת הגז בישראל גורמת לשיפור בחשבון השוטף, שעלול להביא ללחצי ייסוף על שער החליפין. תופעה המכונה "המחלה ההולנדית". ראו הודעות לעיתונות:

<http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/13052013m.aspx>

5

<http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/14-11-16offset.aspx>

2. רמת הנאותה של היתרות

הרמה הנאותה של היתרות נקבעת על ידי הנגיזה בהתאם למטרות החזקתן, בהסתמך על עקרונות שאישרה הוועדה המוניתרית. (ראו נספח 2 – העקרונות לקביעת הרמה הנאותה). העקרונות מביאים בחשבון את התקנים הבין-לאומיים ואת השימושים הפוטנציאליים ביתרות, כגון מימון יבוא, החזר חוב והתערבות בשוק מטבע החוץ בעתות בחירום.

רמה נאותה של יתרות מטבע חוץ מאפשרת לבנק המרכזי לממש את מטרות המדיניות הציבורית שהוגדרו עבורו, ונתפשת כאיתות חיובי לאיתנות הכלכלית והפיננסית של מדינה. היתרות הן מקור של נזילות במטבע חוץ, שאותו הבנק יכול לנצל בעת הצורך. יתרות מטבע חוץ בהיקף הולם תורמות גם לשיפור מעמדה של המדינה בסביבה הפיננסית הבין-לאומית, שכן הן מגדילות את האמון ביכולתה להתמודד עם זעזועים במשק. יתרון זה מקבל ביטוי בדירוג האשראי של המדינה ובהערכות שמפרסמות סוכנויות הדירוג, שבהן יש כדי לאפשר למשק להוריד את עלויות המימון של גיוס חוב בחו"ל.

את הלימות רמתן של היתרות מקובל לבחון על פי מספר יחסים בין רמת היתרות לבין משתנים כלכליים אחרים במשק (לוח 3). אחד החשובים שבהם הוא יחס היתרות לתוצר המקומי הגולמי. טווח הרמה הנאותה נקבע על ידי הנגיזה בשנת 2015 בין 70 ל-110 מיליארדי דולרים, השווים כעת ל-21 עד 34 אחוזי תוצר. רמת היתרות מצויה כיום בטווח זה (30 אחוזי תוצר). רמת היתרות במונחי תוצר עלתה השנה בכנקודת אחוז אחת, בדומה לקצב הגידול מאז 2013 ומעט גבוה מהממוצע בשנים 2010 עד 2016. גם יחסים אחרים עלו בעשור האחרון, וזאת כתוצאה מגידול היקף היתרות מאז 2008.

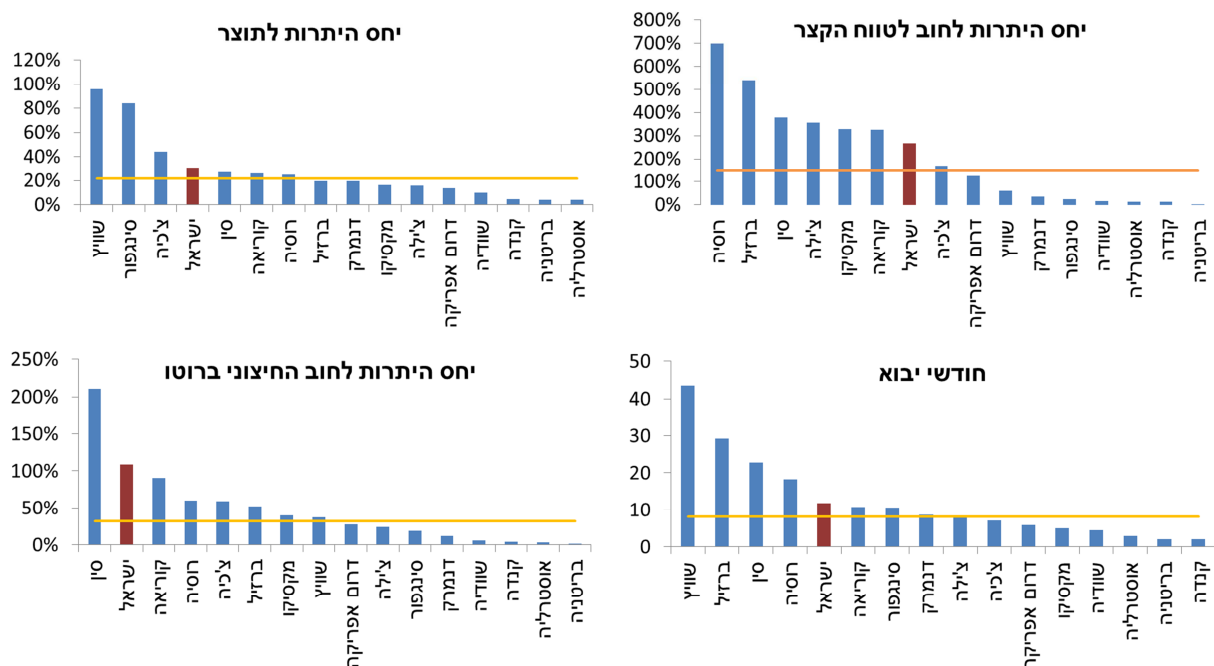
לוח 3: היתרות ורמתן הממוצעת יחסית למצרפים שונים, 2007 עד 2016

השנה	היתרה הממוצעת ¹	יחס היתרות לאוכלוסיה	היבוא ²	החוב החיצוני ברוטו של המשק ²	החוב החיצוני של המשק לטווח קצר ²	הנכסים השקליים הלא-צמודים (M2)	התוצר המקומי הגולמי
	(מיליוני דולרים)	(דולרים)	(חודשים)	(אחוזים)			
2007	28,994	4,003	4.1	32	73	37	16
2008	32,270	4,376	4.0	37	80	33	15
2009	51,310	6,794	8.3	55	121	49	25
2010	64,665	8,403	8.8	60	116	56	28
2011	75,744	9,665	8.7	72	149	58	29
2012	75,930	9,510	8.5	74	174	58	29
2013	78,693	9,674	9.0	78	181	53	27
2014	85,973	10,362	9.6	89	214	53	28
2015	87,389	10,325	10.8	98	244	52	29
2016	95,777	11,097	11.3	106	260	51	30

1. היתרות כוללות גם זכויות משיכה בקרן המטבע הבין-לאומית ויתרות של הבנקים המקומיים, ומחושבות על פי שיערוך חשבונאי בהתאם לדיווחי החשבות.
 2. נתוני החוב החיצוני נכונים לסוף ספטמבר 2016.
- מקור: בנק ישראל, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ודיווחי המוסדות הבנקאיים.

במבט כולל על כל היחסים המוצגים רמת היתרות של ישראל גבוהה יחסית למדינות השוואה (איור 6). יחס היתרות לתוצר של ישראל הוא מעל לחציון של מדינות השוואה. יחס היתרות של ישראל לחודשי היבוא ולחוב לטווח קצר נמצא בטווח הבין-רבעוני של מדינות השוואה, ויחס החוב ברוטו אף גבוה יחסית. בהקשר זה יש לציין כי ישראל מצויה במצב גיאופוליטי ייחודי.

איור 6: יחס היתרות למצרפים כלכליים בסוף 2016, ישראל לעומת מדינות אחרות



היתרות הן ל-31.12.2016

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

עלות מימון היתרות אינה מהווה כעת אילוץ על גודל היתרות. עלות מימון היתרות, הנמדדת באמצעות ההפרש בין תשואת המק"ם לשנה לתשואת הסמן הבסיסי, נמוכה ויציבה בשנתיים האחרונות. בעבר תשואת המק"ם הייתה גבוהה מתשואת הסמן הבסיסי, ועלות המימון הייתה יקרה יותר. הבחירה במק"ם לטווח של שנה לשם השוואה, לעומת אריכות של חצי שנה בלבד לסמן הבסיסי, שמרנית וכוללת גם פרמיית סיכון. יש לציין שאחת מהמטרות של ניהול היתרות היא השגת תשואה הגבוהה מעלות מימון על פני זמן.

ייתכן מצב שבו יתרות מטבע החוץ יסוו מהרמה הנאותה לפרקי זמן ממושכים. התערבותו של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ עשויה להביא לסטייה של רמת היתרות בפועל מהרמה הנאותה שנקבעה. סטייה כזאת מותרת על פי חוק בנק ישראל. עם זאת הבנק ינקוט פעולות יזומות לשינוי רמת היתרות רק כשהסטייה 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.

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, בראשות הנגידה ובה חברים 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"ח⁶ ולבין חטיבת השווקים.

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 המתיישב 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).
- תיק היתרות מנוהל במסגרת של כללי השקעה שמרניים מעיקרם, המבטאים מדיניות זהירה של ניהול היתרות, אך מידת התאמתם לתנאי הרקע נבחנת תדיר. **במהלך שנת 2016 עדכנה הוועדה המוניתרית את מגבלות ההשקעה בקווים המנחים**. השינויים העיקריים היו: הגדלת

⁶ ועדת מט"ח היא ועדה פנימית של בנק ישראל בראשות הנגידה, שתפקידה לתרגם את הקווים המנחים את מדיניות השקעת היתרות להנחיות מפורטות לניהולן.

שיעור ההשקעה המרבי במניות מ-12% מהיתרות ל-15%; הגדלת שיעור ההשקעה המרבי באג"ח חברות (קונצרניות) מ-6% מהיתרות ל-15%; הגבלת שיעור ההשקעה הכולל במניות ובאג"ח חברות עד ל-25% מהיתרות. כל זאת בלי לשנות את רמת הסיכון המרבי המותר.

שינויים אלו נועדו להגביר את גמישות ניהולו של התיק באמצעות הגדלת שיעור ההשקעה האפשרי באפיקים בעלי תוחלת תשואה גבוהה לצד סיכון גבוה יותר. זאת כדי לעמוד ביעד שימור כוח הקנייה של היתרות בסביבה של תשואות-לפדיון נמוכות יחסית והשגת תשואה הגבוהה מעלות מימון.

יש להדגיש כי **הקווים המנחים** אינם בבחינת המלצה לשיעור ההשקעה בפועל בנכסים אלו. שיעור ההשקעה בפועל נקבע במסגרת תהליך הקצאה אסטרטגית, בכפיפות לרמת הסיכון המרבית שקובעת הוועדה ועל בסיס הערכות לגבי התנאים הצפויים בשווקים הפיננסיים הרלבנטיים. (הרחבה לגבי תהליך ההקצאה ראו בסעיף 3 של פרק זה).

2. רמת הסיכון המרבית של היתרות

רמת הסיכון המרבית בתיק היתרות (פרופיל הסיכון) נקבעת על ידי הוועדה המוניתרית על פי הערכתה לגבי הסיכון הראוי ומוגדרת כרמת ההפסד האפשרי המרבי שהוועדה מוכנה לספוג ביתרות בלי לפגוע בהשגת היעדים שלשם הן מוחזקות. מטרתה להגביל מראש את חשיפתן של היתרות לסיכונים הפיננסיים השונים – סיכון המחיר⁷, סיכון המרווח והאשראי, הסיכון המטבעי והנכסי וסיכון הנזילות.

מדד הסיכון **CVaRp (Conditional Value at Risk)** משמש לכימות רמת הסיכון, ומודד את הסיכון במונחי תוחלת ההפסד של תיק ההשקעה בטווח זמן מסוים ובהסתברות 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 ברציפות 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. בתחילת שנת 2016 בחרה הוועדה שלא לשנות רמת הסיכון המרבית לשנה זו אלא להותירה 300 נ"ב. זאת לאור הערכתה כי התנאים השוררים בשווקים אינם מתאימים לנטילת סיכון נוסף. הוועדה בחרה רמת סיכון שנתית נמוכה מן המרבית כדי להשאיר מרווח ביטחון לניהול הפעיל של היתרות ולשינויים ברמת ה-CVaR בעקבות שינוי בדיעבד ברמת התנודתיות בשווקים.

⁷ סיכון המחיר של אג"ח הוא סיכון הריבית, הנמדד במונחי אריכות (משך החיים הממוצע).

3. הסמן הבסיסי והקצאה האסטרטגית

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, 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.

הנומרי הוא סל מטבעות הכולל שלושה מטבעות, שהתפלגו, בממוצע על פני השנה, כדלקמן: 68.7% דולר, 28.6% אירו ו-2.7% 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 התיק היתרות, הרכבו נחשב לחסר סיכון. הרכב הנומרי נבחן לפחות אחת לשנה ומעודכן בעת הצורך באישורה של הוועדה המונית. הנומרי מוגדר באופן כמותי (סל של כמויות מטבע), ולכן הרכבו המטבעי משתנה בכל 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 והשפעתה על מחירי הנכסים ועל הרכב התיק האופטימלי הנגזר מכך. היא נשענת על מגוון רחב של נתונים ועל מודלים סטטיסטיים, ועל כן כרוכה במידה של חוסר ודאות.

ההקצאה האסטרטגית קובעת את המאפיינים המרכזיים של תיק היתרות, ובכללם ההרכב המטבעי, ההרכב הנכסי, חלוקת המניות בין השווקים ואריכות המטרה לכל סמן מטבעי. עם זאת, ראוי לציין כי **קיימות זרגות חופש להשקעת היתרות**, כך שההרכב בפועל עשוי להיות שונה במידה מסוימת מזה שנקבע במסגרת ההקצאה.

במסגרת ההקצאה האסטרטגית ל-2016 החליטה הוועדה להגדיל את ההשקעה במניות בנקודת אחוז, להרחיבה לשוק המניות השווייצרי, להגדיל את ההשקעה באג"ח חברות בנקודת אחוז ולהאריך את אריכות תיק היתרות מ-12 חודשים ל-18 חודשים (אזור 7).

איור 7: הרכב הסמן הבסיסי מול הרכב ההקצאה האסטרטגית (31.12.16)

הקצאה האסטרטגית		הסמן הבסיסי (נומרי)	
אג"ח (58%)	דולר (69%)	אג"ח	דולר (69%)
מניות (5.5%) מתוך כך, מניות בהשקעה מגודרת לדולר: קוריאה (0.3%), יפן (0.7%), הונג קונג (0.2%)			
קונצרניות (5.5%)			
אג"ח (23.9%)	אירו (27.9%)	אג"ח	אירו (28.5%)
מניות (4%)			
אג"ח (2%)	ליש"ט (2.5%)		ליש"ט (2.5%)
מניות (0.5%)			
אג"ח	סין (0.6%)	אג"ח	

1 האריכות הכוללת - 18 חודשים

האריכות הכוללת - 6 חודשים

מקור: בנק ישראל

ג. תשואת ההחזקה של היתרות

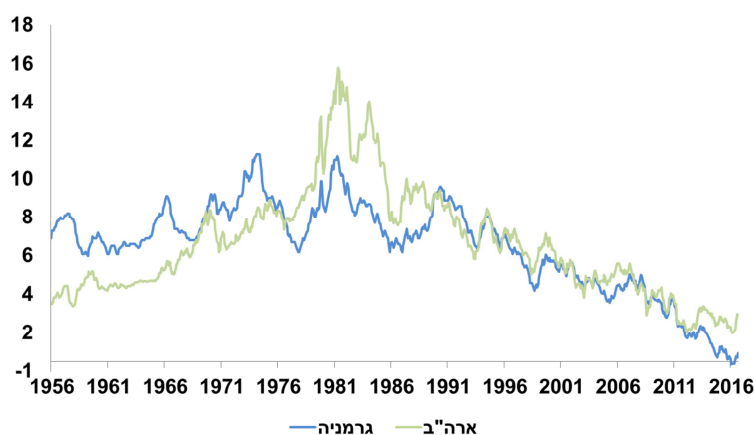
1. תנאי הרקע הכלכליים והפיננסיים

הסביבה הכלכלית העולמית בשנת 2016 התאפיינה בהמשך של **צמיחה מתונה**⁸ ובמדיניות **מוניטרית מרחיבה**. לעומת זאת בצד האינפלציה, נרשם השנה שינוי, שהתבטא **בעלייה מסוימת של שיעורי האינפלציה** במרבית השווקים המרכזיים. זאת בעיקר על רקע עלייה של מחיר הנפט בכ-50%, בסיכום שנתי.

הצמיחה המתונה בעולם והמדיניות המוניטרית המרחיבה, בעיקר באירופה וביפן, תמכו בהמשך **מגמה ארוכת טווח של ירידת התשואות** (איור 8) והמשך של **עליית מדדי המניות**. בבחינת שיעור החוב הממשלתי הנסחר בתשואה שלילית, נכון לספטמבר 2016 (איור 9), כ-80% מאג"ח של גרמניה וכ-70% מאג"ח של צרפת, שחלקן מוחזקות בתיק היתרות, נסחרו בתשואה-לפדיון שלילית. לקראת סוף השנה, לאחר הבחירות בארה"ב, עלו התשואות על אג"ח ממשלתיות, בהובלת ארה"ב, בשל הערכות כי הממשל החדש בארה"ב ינקוט **מדיניות פיסקלית מרחיבה**. על רקע זה נרשמה גם **התחזקות של הדולר האמריקאי** מול מרבית המטבעות העיקריים. אירוע פוליטי מרכזי נוסף, בעל השלכות כלכליות חשובות בטווח הארוך, היה **משאל העם בבריטניה** בחודש יוני, שבו התקבלה ההחלטה לצאת מהאיחוד האירופי.

נספח 1 מציג ניתוח מפורט יותר של הסביבה הכלכלית והפיננסית.

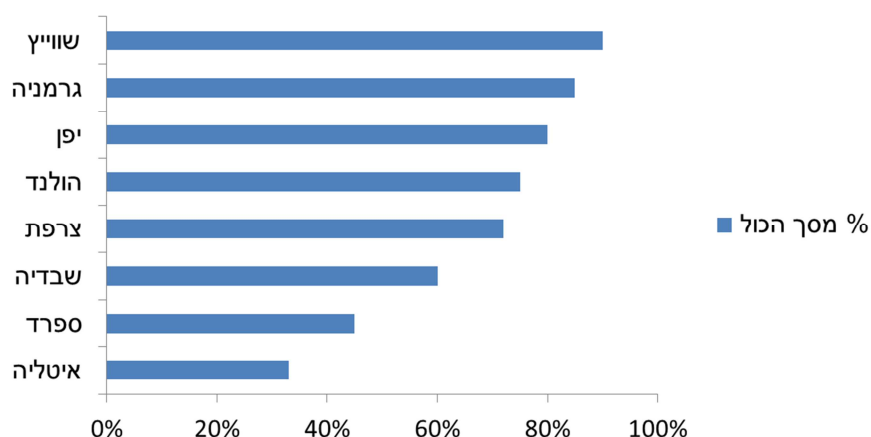
איור 8: תשואות אג"ח ממשלתיות לעשר שנים – ארה"ב וגרמניה, 1956 עד 2016 (אחוזים)



מקור: Bloomberg

⁸ אומדן קרן המטבע הבין-לאומית לצמיחה העולמית לשנת 2016 עומד על 3.1%, לעומת לממוצע 3.7% בממוצע בשנים 1990–2007.

איור 9: שיעור החוב הממשלתי הנסחר בתשואה שלילית במדינות מפותחות נבחרות



מקור: OECD, Interim Economic Outlook, 21 September 2016

2. תשואת תיק היתרות

תשואת ההחזקה של תיק היתרות בשנת 2016 הייתה הגבוהה מאז 2013. התשואה הסתכמה ב-1.56 אחוז במונחי נומרר ותשואת הסמן הבסיסי הסתכמה ב-0.21 אחוז (ראה לוח 4). התשואה שהתקבלה דומה לתשואה הממוצעת שנרשמה מאז תחילת המשבר הפיננסי העולמי והושגה בתנאים פיננסיים של שפל בתשואות לפדיון במדינות שמטבעותיהן בנומרר ועליית תשואות בארה"ב.

תנודתיות התיק השנה הייתה דומה לזאת שנרשמה בשנה קודמת, על אף ששיעור נכסי הסיכון בתיק גדל. זאת על רקע עודפי הנזילות בשווקים שגרמו לירידת התנודתיות בשווקים וקיום מתאם שלילי בין פרמיית האריכות לפרמיית המניות.

לוח 4: ביצועי תיק היתרות לעומת הסמן הבסיסי, 2007 עד 2016

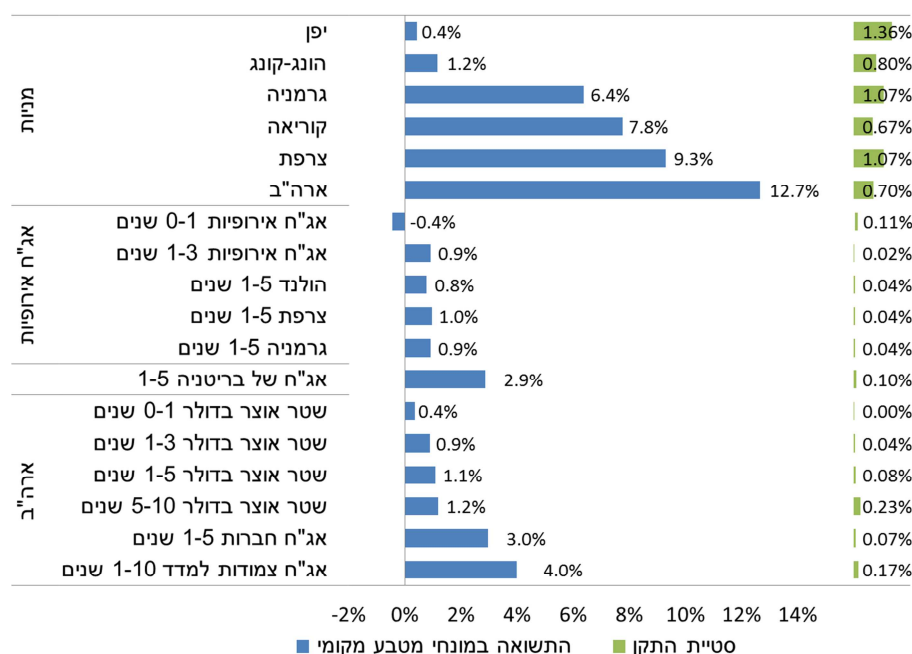
(אחוזים, במונחי נומרר)

הפרש התשואה	התשואה		
	(1)-(2)	(2)	(1)
סך כל תרומת הניהול הפעיל	הסמן הבסיסי	תיק היתרות	
0.00	6.91	6.91	2007
(0.25)	(1.50)	(1.37)	
-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)	
0.66	1.68	2.35	ממוצע 2016-2007
0.84	0.51	1.36	*ממוצע 2016-2009

* ב-2017.13.7 תוקנו נתוני הממוצע 2009-2016 מ-1.55, 0.58 ו-0.97 לתיק היתרות, הסמן הבסיסי וסך כל תרומת הניהול הפעיל, כפי שפורסם קודם, בהתאמה.
 בסוגריים - סטיות התקן של התשואות השבועיות במונחים שנתיים.
 במאוס 2014 קוצרה אריכות הסמן הבסיסי מ-10 ל-6 חודשים.
 מקור: בנק ישראל

תשואות ההחזקה של מרבית הנכסים המותרים להשקעה בשנת 2016 הייתה חיובית (איור 10).
 התשואות מוצגות במונחי המטבע המקומי. הנכסים שהניבו את התשואות הגבוהות בשנת 2016 היו האג"ח הדולריות הצמודות למדד (TIPS), אג"ח החברות, המניות בארה"ב והמניות בצרפת. גם האג"ח של בריטניה והאג"ח הארוכות באירו הניבו תשואה חיובית. לעומת זאת האג"ח הדולריות הקצרות הניבו תשואת החזקה נמוכה, והאג"ח הקצרות הנקובות באירו - תשואה שלילית. התנודתיות (סטיית התקן) של המניות הייתה גבוהה יחסית ליתר הנכסים, כצפוי.

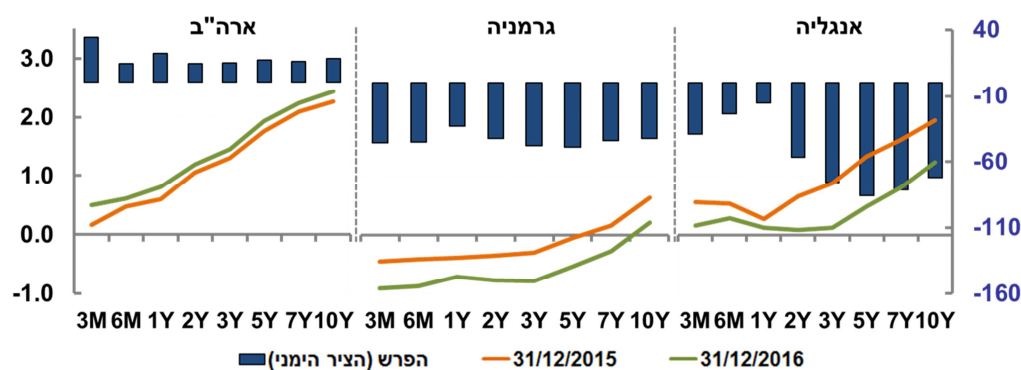
איור 10: תשואות החזקה וסטיית התקן של הנכסים המותרים להשקעה בתיק היתרות בשנת 2016



מקור: בנק ישראל, Bloomberg

תשואות התיק הושגה על רקע תשואות החזקה ותשואה-לפדיון נמוכות ושליליות ברוב נכסי האירו, שהוא רכיב משמעותי של היתרות. התשואה לפדיון, זאת המתקבלת כאשר אג"ח מוחזקת עד לפדיונה, המשיכה וירדה השנה באירופה, ואילו בארה"ב נרשמה עלייה (איור 11). תשואות החזקה, המביאה בחשבון את התשואה השוטפת של אג"ח ואת שינוי המחיר שלה בתקופת החזקה, המשיכה השנה ליהנות מירידת התשואות של נכסי אירו, ולכן הנכסים הארוכים יותר באירו הניבו תשואות החזקה חיובית אף שהתשואה לפדיון הייתה שלילית. בסיכומה של השנה בארה"ב היה הרווח מהתשואה השוטפת גבוה מההפסד מעליית התשואות-לפדיון.

איור 11: השינוי בעקומי התשואות לפדיון, אג"ח ממשלתיות של ארה"ב, גרמניה ואנגליה בשנת 2016 (נקודות בסיס)



מקור: Bloomberg

3. תשואת תיק היתרות במדידה רב-שנתית⁹

תשואת ההחזקה התלת-שנתית הממוצעת של תיק היתרות גדלה השנה ועמדה, במונחי הנומור, על 1.16% (לוח 5). תשואת הניהול הפעיל גדלה אף היא ועמדה על 98 נ"ב. התשואות הנמוכות יחסית בשנת 2015 מושכות מטה את התשואות התלת-שנתיות. רמת הסיכון התלת-שנתית שנמדדה עלתה מעט ביחס לשנה הקודמת, אך הייתה נמוכה מרמתו במדידה חד-שנתית. עליית הסיכון התרכזה ברובה בתרומת הניהול הפעיל.

לוח 5: תשואת התיק ותרומת הניהול הפעיל - מדידה שנתית ומדידה תלת-שנתית

תרומת הניהול הפעיל		התשואה		
מדידה תלת שנתית, במונחי שנה	מדידה שנתית, במונחי שנה	מדידה תלת שנתית, במונחי שנה	מדידה שנתית, במונחי שנה	
0.21 (0.71)		1.28 (0.80)		2011
1.17 (0.52)		1.59 (0.57)		2012
0.72 (0.60)	0.80 (0.74)	1.25 (0.70)	0.87 (0.80)	2013
1.01 (0.66)	1.06 (0.88)	1.25 (0.74)	1.28 (0.85)	2014
0.80 (1.01)	0.54 (1.29)	0.93 (1.04)	0.64 (1.29)	2015
0.98 (1.09)	1.35 (1.33)	1.16 (1.09)	1.56 (1.33)	2016

בסוגריים - סטיות התקן של התשואות במונחים שנתיים.

מקור: בנק ישראל

התנודתיות הגבוהה של נכסי הסיכון 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.

⁹ נתוני התשואה התלת-שנתית פורסמו החל משנת 2012, אז החל בנק ישראל להשקיע במניות.

נכסי סיכון הם תנודתיים מטבעם, ובשנים מסוימות יש לצפות להפסדים, בייחוד בעת משבר, אך לפי הערכות במוצע רב-שנתי התשואה תהיה חיובית. התמקדות במדידה רב-שנתית עשויה למתן את הלחץ לצמצום ההחזקות, המתקיים בעת כזאת.

4. תרומת הניהול הפעיל

תרומת הניהול הפעיל היא תרומתן של ההחלטות להשקיע בנכסים ובמדינות נוספים שלא נכללים בסמן הבסיסי. את הניהול הפעיל ניתן לסווג לארבעה רכיבי סיכון עיקריים - אריכות, מניות, נכסי מרווח אשראי וחשיפות מטבעיות ואחרות.

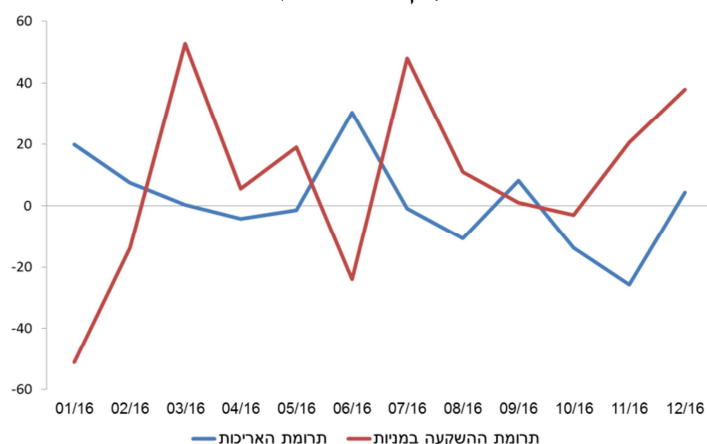
בשנים האחרונות תרומת הניהול הפעיל היא בעלת ההשפעה הרבה ביותר על תשואת תיק היתרות, ואילו תשואת הסמן הבסיסי נמוכה ויציבה. הגדלת רכיבי הסיכון בתיק מגדילה את תוחלת התשואה בטווח הארוך, בזכות **פרמיית הסיכון** - התשואה העודפת של נכס סיכון מעל ריבית חסרת סיכון - הגלומה בהם. עם זאת צפויה גם עלייה פוטנציאלית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

פרמיית הסיכון של האריכות נובעת מההחלטה להשקיע את היתרות באריכות שונה מאריכות הסמן הבסיסי. הפרמיה 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. לסיכון אריכות יש יתרון בתיק, כי בדרך כלל הוא מתואם שלילית עם שאר רכיבי הסיכון, ובכך תורם לפיזור הסיכון בתיק.

פרמיית הסיכון של מניות מתקבלת כשמחזיקים את המניות תקופה ארוכה, אולם באופק של שנה נרשמת בפרמיה שונות גבוהה. מכאן שההשקעה במניות היא השקעה לטווח ארוך, המאופיינת בתנודתיות גבוהה ועלולה להניב הפסדים בטווח הקצר.

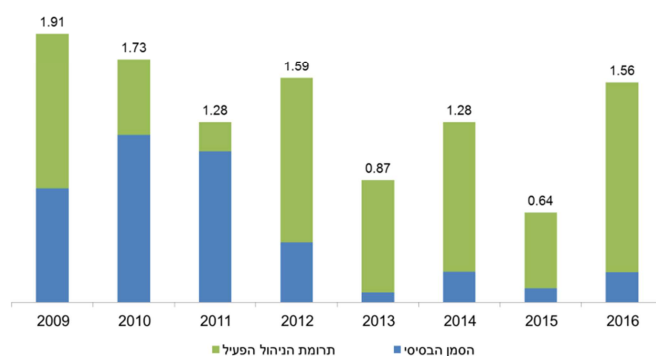
המתאם השלילי בין פרמיית האריכות ופרמיית המניות פועל להקטנת סיכון הניהול הפעיל, והדבר בלט השנה ביתר שאת. רכיבי האריכות והמניות הוגדלו במסגרת ההקצאה האסטרטגית, על סמך ההנחה ששילובם מסייע למיתון התנודתיות של תשואת תיק היתרות: הפסדי ההון בתרחיש של עליית התשואות-לפדיון יתקזזו מול רווחים ממניות ולהפך. שערי המניות והתשואות-לפדיון ירדו במהלך 2016 ירידה חדה, בגלל הטלתה שפקדה את השווקים הפיננסיים בתחילת השנה (איור 12). כתוצאה מכך מיתנה התרומה של האריכות את ההפסד שנבע מהתרומה השלילית של המניות. בחודשים האחרונים של השנה עלו התשואות-לפדיון בארה"ב, ועלייתן הביאה לתרומה שלילית של האריכות, אשר קוזה על ידי התרומה הניכרת של המניות.

איור 12: תרומת המניות ותרומת האריכות בתיק היתרות במהלך 2016 (נקודות בסיס)



מקור: בנק ישראל

איור 13: שיעור תשואת הסמן הבסיסי, תיק היתרות ותרומת הניהול הפעיל, 2009 עד 2016 (במונחי הנומרי)



מקור: בנק ישראל

הניהול הפעיל הניב השנה תרומה של 135 נ"ב מעל תשואת הסמן הבסיסי לעומת 54 נ"ב בשנה הקודמת (לוח 4) – התרומה הגבוהה ביותר בעשור האחרון (איור 13).

המניות הניבו את התרומה הגבוהה ביותר לניהול הפעיל מבין נכסי הסיכון – שני שלישים (לוח 6). האריכות ונכסי מרווח אחרים תרמו שליש נוסף, ואילו תרומת החשיפות המטבעיות והאחרות הייתה שלילית קטנה. מבין נכסי המרווח בלטה השנה תרומת ההשקעה בנכסים קצרים.

לוח 6: פירוק תרומת הניהול הפעיל לרכיביה, 2014 עד 2016
(נקודות בסיס, במונחי נומר)

2016	2015	2014	
94	31	67	המניות
19	12	32	האריכות והפיזור
29	9	3	נכסי המרווח והחשיפות האחרות
-7	3	5	החשיפות המטבעיות והנכסיות
135	54	106	סה"כ

מקור: בנק ישראל

א. מניות

השקעת היתרות במניות החלה בשנת 2012, והיא מנוהלת באופן פסיבי באמצעות מעקב אחר מדדי מניות מוכרים ובעלי כיסוי רחב של שוקי המניות במדינות שבהן הוחלט להשקיע. ההשקעה מתבצעת באמצעות מנהלים חיצוניים. בתחילת השנה החליטה הוועדה המוניתרית להגדיל את שיעור ההשקעה במניות, והוא עמד בסופה על 10%, לעומת 9.2% בסוף 2015 (לוח 7). השנה עלו שוקי המניות העיקריים בשיעורים גבוהים (לוח 7 ואיור נ-5' בנספח 1).

תרומת ההשקעה במניות עמדה השנה על כ-94 נ"ב, והיא הגבוהה מבין תרומות רכיבי הסיכון (לוח 7). חלק הארי מושקע במניות בארה"ב בשיעור של 4.4% בסוף 2016. במהלך השנה הוקטן שיעור ההשקעה בארה"ב לטובת הגדלת ההשקעה בגרמניה ובצרפת. אך בדיעבד המניות בארה"ב עלו בשיעור גבוה מזה של המניות בגרמניה ובצרפת. שיעור ההשקעה הגבוה במשקים אלו הוביל לתרומה הגבוהה שנרשמה בהם: בארה"ב 38 נ"ב ובגרמניה 31 נ"ב (לוח 7 ואיור 14).

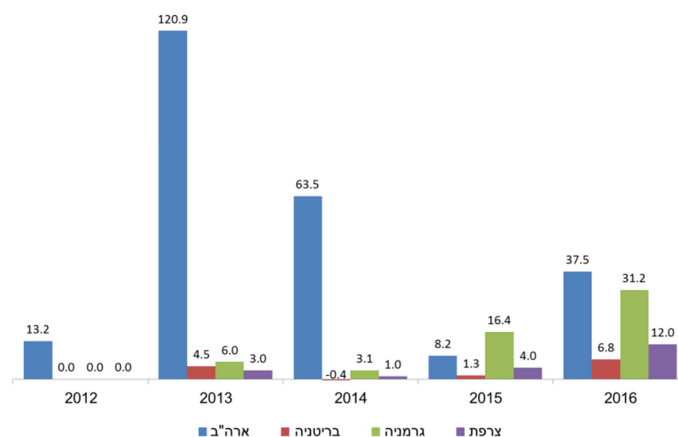
השנה הורחבה ההשקעה במניות גם לשווייץ, השקעה המגודרת נגד השפעת שינוי בשער החליפין של הדולר מול הפרנק השווייצרי. זאת בדומה ליתר ההשקעות במטבעות שאינם כלולים בנומר, כדי למנוע את השפעת החשיפה למטבעות אלו.

לוח 7: שיעור ההחזקה במניות לפי מדינות, מדדי המניות¹⁰ והתרומה לתיק היתרות בשנת 2016

שיעור ההחזקה בסוף 2015	שיעור ההחזקה בסוף 2016	שיעור עליית המדד ב-2016	תרומת ההשקעה במניות (נ"ב)
ארה"ב	5.7%	4.4%	12.7%
אנגליה	0.5%	0.4%	17.5%
צרפת	0.0%	0.6%	9.3%
גרמניה	1.9%	3.0%	6.4%
יפן	0.6%	0.7%	-0.7%
קוריאה	0.3%	0.3%	12.5%
הונג קונג	0.2%	0.2%	1.1%
שווייץ	0.0%	0.5%	-1.6%
סה"כ	9.2%	10.0%	93.8

מקור: בנק ישראל, Bloomberg

איור 14: התרומה של השקעה במניות במדינות מרכזיות, 2012 עד 2016 (נ"ב)



מקור: בנק ישראל

ב. 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 בסיסי וההחלטה לפזר את הנכסים באופן שונה על פני העקום בהשוואה לסמן הבסיסי. בהחזקת אריכות גבוהה יותר התיק נהנה מתשואה שוטפת גבוהה מזו של הסמן, מקנה רווחי הון במצב של ירידות התשואות ולוקה בהפסדי הון במצב של עליית תשואות. האריכות עשויה להשפיע על תרומת הניהול הפעיל יותר מאשר בעבר, משום שעד שנת 2014 אריכות התיק ואריכות הסמן הבסיסי היו דומות.

תרומת האריכות והפיזור עמדה השנה על 19 נ"ב. אריכות התיק עמדה השנה בממוצע על כ-17 חודשים, לעומת כ-12 חודשים בשנה הקודמת ולעומת אריכות הסמן הבסיסי, שעמדה על 6 חודשים. התרומה נבעה מהמשך ירידת עקומי התשואה של האירו והליש"ט ולמרות עליית עקום

¹⁰ מדדי מניות MSCI לכל אחת מהמדינות.

התשואות הדולרי (איור 11). התרומה בחלק האירו הייתה חיובית (13.6 נ"ב) בזכות רווחי הון מהמשך ירידת התשואות.

עקום התשואות בארה"ב עמד בסוף 2016 ברמה גבוהה מעט מזו של סוף 2015. במהלך 2016 ירד העקום ירידה חדה, והוא שב ועלה לקראת סוף השנה. מרבית העלייה התרחשה לאחר הבחירות, על רקע הערכות המשקיעים שהצעדים הפיסקליים של הנשיא הנבחר יפעלו להרחבת הגירעון ולעלייה באינפלציה. לעומת זאת באירופה ובבריטניה ירדו העקומים ביחס לשנה הקודמת. הירידה באירופה נבעה בעיקר מהמדיניות המוניטרית המרחיבה ומהאינפלציה הנמוכה. בבריטניה נגרמה הירידה בעיקר בשל צעדי הבנק המרכזי, BOE, על רקע אי-וודאות לגבי השפעות ה-Brexit על הצמיחה.

ג. נכסי מרווח

נכסי מרווח הם מכשירי חוב שאינם נכללים בסמן הבסיסי. 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.

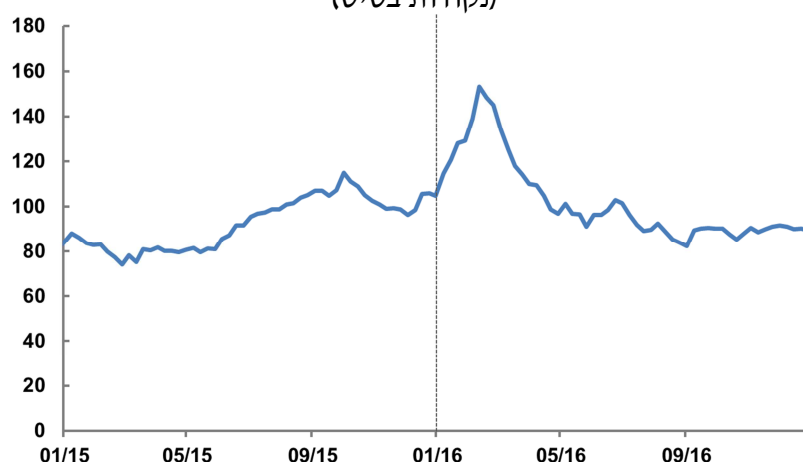
החשיפה הכוללת לנכסי מרווח אחרים וחשיפות נוספות תרמה 22 נ"ב.

השנה בלטה ההשקעה בנכסי מרווח קצרים בתיק הדולרי. ההשקעה בנכסי מרווח לאחר התרחבות המרווחים בין נכסים אלו לבין הסמן הבסיסי (אג"ח ממשלתיות קצרות) הניבה תשואה עודפת. 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. תרומה נוספת נרשמה גם מהשקעה באג"ח צמודות למדד בארה"ב, עקב האצה של ציפיות האינפלציה שם.

החשיפה לאג"ח חברות תרמה 7 נ"ב. סיכון המרווח העיקרי בתיק היתרות נובע מההשקעה באג"ח חברות (אג"ח קונצרניות) בדירוג השקעה בשוק האמריקאי. 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. שיעור ההשקעה באג"ח חברות בתיק היתרות הוגדל במהלך 2016 ב-0.2 נקודת אחוז, ל-4.8%. תרומת אג"ח החברות לניהול הפעיל הייתה גבוהה יחסית למשקל הנכס. זאת בזכות תשואה שוטפת עודפת מעל שטרי אוצר של כ-100 נ"ב, הגדלת התיק במהלך השנה וצמצום קטן של רמת המרווח ביחס לתחילת השנה.

בתחילת השנה התרחב מרווח התשואות בין אג"ח חברות לאג"ח ממשלתיות, מרמה של 80 נ"ב עד לרמה של 150 נ"ב באמצע השנה, אך הוא שב וירד לרמה של 80 נ"ב בסוף השנה (איור 15). הרקע לעליית המרווח בתחילת השנה היה חשש בשווקים להאטה חדה של הצמיחה בסין וחשש ממשבר בנקאי באירופה.

איור 15: מרווח אג"ח חברות בסמן 0 עד 5 שנים מעל אג"ח של ממשלת ארה"ב, 2015 עד 2016
(נקודות בסיס)



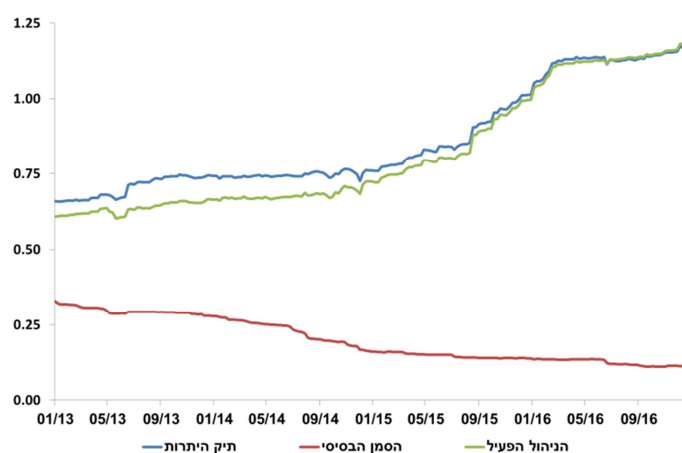
מקור: Barclays

5. מדדים שונים לסיכון ולתשואה המותאמת לסיכון

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

בשנים האחרונות גבר הסיכון בתיק היתרות, בשל הגדלת שיעורם של נכסי הסיכון במסגרת הניהול הפעיל. יחד עם זאת התייצבה התנודתיות השנה לאחר עלייה מואצת במהלך 2015 (איור 16). הסיכון של תיק היתרות נגזר ברובו מהתרומה של הניהול הפעיל ושל סיכון סמן נמוך, יציב ובמגמת ירידה.

איור 16: סטיית התקן¹¹ של הסמן הבסיסי, של תיק היתרות ושל תרומת הניהול הפעיל, 2013 עד 2016
(ממוצע נע תלת-שנתי, אחוזים)



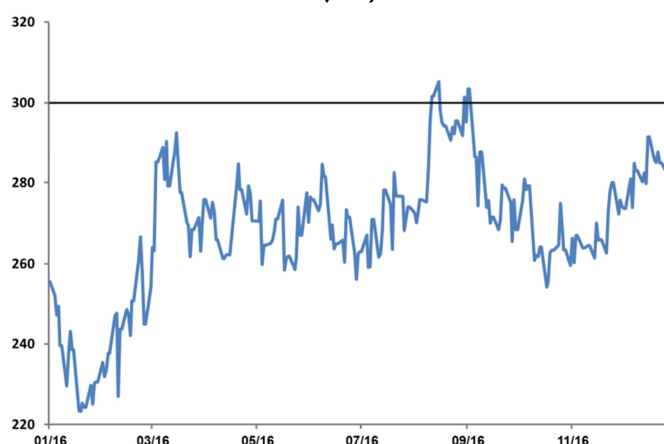
מקור: בנק ישראל

¹¹ סטיות התקן של התשואות השבועיות במונחים שנתיים.

התנודתיות של תיק היתרות ושל הניהול הפעיל דמתה השנה לזו של השנה הקודמת (1.3%) (לוח 4). השנה נרשמו שינויים רבים יחסית במגמות של תשואות הנכסים השונים, אך הדבר לא בא לידי ביטוי בתנודתיות מוגברת. תנודתיות הסמן נותרה נמוכה, כמו בשנים קודמות (0.1%), כצפוי מהרכב הנכסים השמרני שלו.

במהלך שנת 2016 היה ה-CVaR5% של התיק נמוך מהרמה המרבית שנקבעה בהקצאה האסטרטגית ויציב יחסית סביב 270 נ"ב, לאחר שעלה לרמה זו בתחילת השנה, בעיקר בעקבות הגדלת ההשקעה במניות והתנודתיות בשוקי המניות שעלתה בתקופה זו (איור 17).

איור 17: מדד CVaR5% של תיק היתרות (נ"ב)

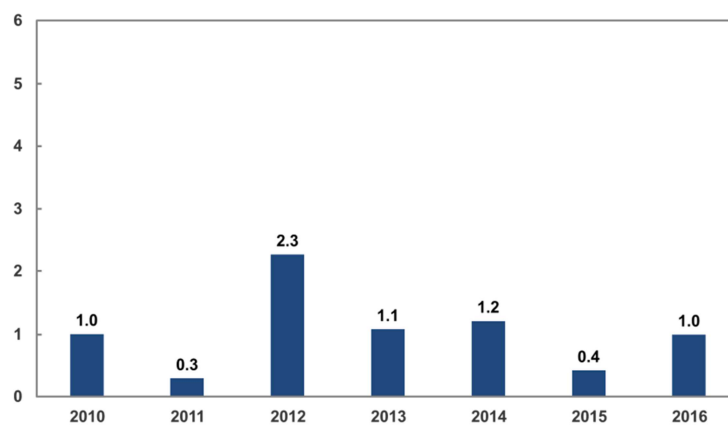


מקור: בנק ישראל

ב. תרומת הניהול הפעיל המותאמת לסיכון

ה- **Information Ratio (IR)** מודד את הניהול הפעיל של מנהל תיק ביחס לסיכון שנטל ומעיד על מידת העקביות של יכולת המנהל להניב תשואה עודפת בתמורה לתוספת סיכון. המדד מחושב כיחס תרומת הניהול הפעיל לסטיית התקן שלה. יחס גבוה מ-0.5 מעיד על ניהול פעיל מוצלח. **מדד IR עלה השנה, והוא זהה לרמה הממוצעת בשנים 2010 עד 2016 שלאחר המשבר הפיננסי העולמי (איור 18).** השיפור הוא תוצאת שיפור תשואת התיק ללא עלייה בתנודתיות שלו.

איור 18: יחס תרומת הניהול הפעיל לסטיית התקן שלה (Information Ratio), 2010 עד 2016



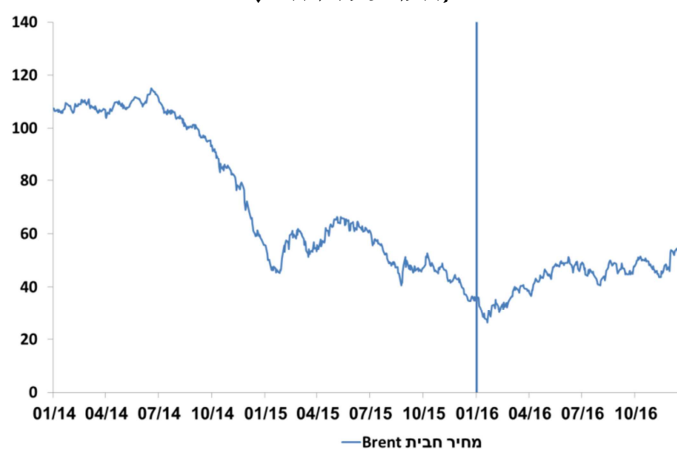
מקור: בנק ישראל

נספחים

נספח 1: הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית

בשנת 2016 היו מספר אירועים כלכליים מרכזיים. בתחילת השנה חוסר היציבות הכלכלית בסין, החששות לגבי מערכת הבנקאות באירופה, והמשך ירידה של מחיר הנפט הביאו לירידות חדות בנכסי הסיכון בעולם. לאחר מכן, בחודש יוני הביאה החלטת הבריטים לצאת מהאיחוד האירופי שוב לירידות ולא יציבות, אולם אלו היו קצרות טווח בלבד. לעומת זאת בחודש נובמבר הביאו תוצאות הבחירות בארה"ב לעלייה של שערי המניות, במיוחד בארה"ב. מחיר הנפט עלה במהלך השנה, משפל שאליו הגיע בתחילתה, בעיקר בשל גידול הביקוש, שהקטין משמעותית את עודפי הייצור, והחלטתן של מפיקות הנפט הגדולות לצמצם את התפוקה לקראת סוף השנה (איור נ-1).¹² התייצבות מחירי הנפט, ובכלל זה התפוגגות ההשפעה על חישוב המדד של ירידת מחירו בשנת 2015, הביאו לעלייה של רמות האינפלציה בעולם, אולם ברוב המשקים החשובים נותרו מדדי הליבה רחוקים מהיעד (איור נ-2).

איור נ-1: מחיר חבית נפט¹², 2014 ע' 2016
(דולר של ארה"ב)



מקור: Bloomberg

¹² מסוג Brent.

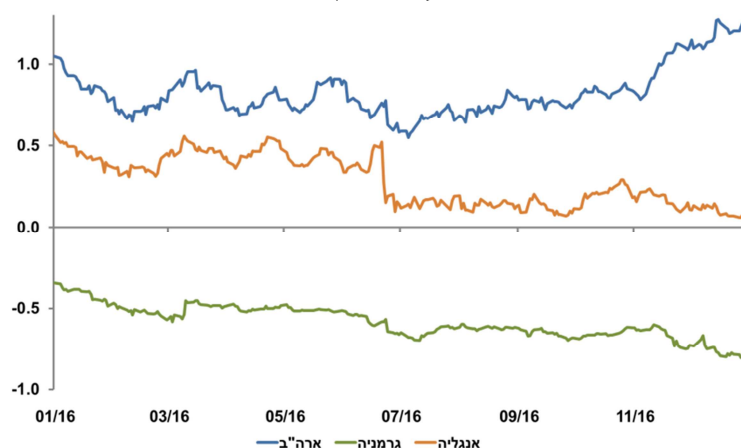
איור נ-2': האינפלציה השנתית במדינות ואזורים מרכזיים, 2014 עד 2016
(אחוזים)



מקור: Bloomberg

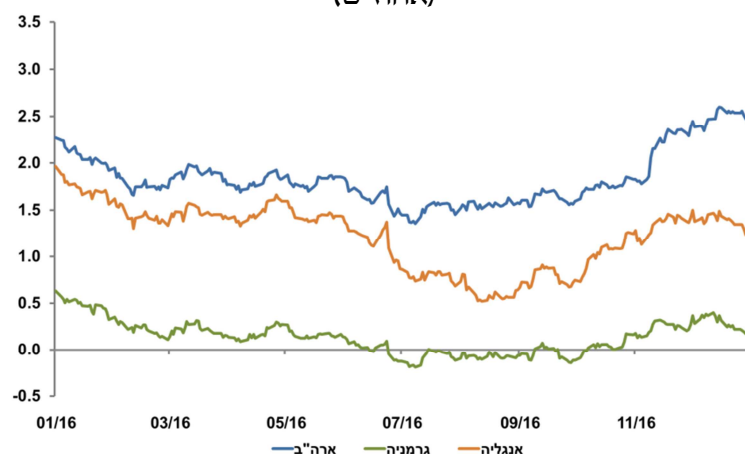
המדיניות המוניטרית בארה"ב שינתה את מגמתה ממרחיבה למצמצמת. ה-Fed העלה את הריבית בחודש דצמבר לטווח שבין 0.5%-0.75%, ועדכן כלפי מעלה את תחזיתו לגבי צעדי הידוק נוספים בשנת 2017. זאת בשל עלייה משמעותית של אינפלציית הליבה לרמות הקרובות ליעד, ובהמשך - שיפור של שוק התעסוקה עם ירידתה של האבטלה לרמה של 4.7%. הציפיות בשווקים להעלאת הריבית ולעלייה באינפלציה הוסיפו והתגברו, לאור תוצאות הבחירות בארה"ב וציפיות לצעדים פיסקליים מרחיבים מצד הממשל החדש. הערכות אלו הביאו לעלייה חדה של תשואות האג"ח בארה"ב (איורים נ-3' ו-4'). שיעור הצמיחה בשנת 2016 הסתכם ב-1.6% בלבד, לאחר האצה במחצית השנייה של השנה. צמיחה זו התבססה בעיקרה על הצריכה הפרטית, ששמרה על יציבות, ואילו מגזר התעשייה היה חלש. שוק המניות בארה"ב רשם תשואה גבוהה מזו של מרבית שוקי המניות העיקריים בעולם (איור נ-5), בעיקר מתחילת חודש נובמבר, לאחר שנודעו תוצאות הבחירות לנשיאות. על רקע תוצאות הבחירות נרשמה גם התחזקות חדה של הדולר האמריקאי מול מרבית המטבעות (איור נ-6').

איור נ-3': תשואות אג"ח ממשלתיות לשנתיים – ארה"ב גרמניה ואנגליה, 2016
(אחוזים)



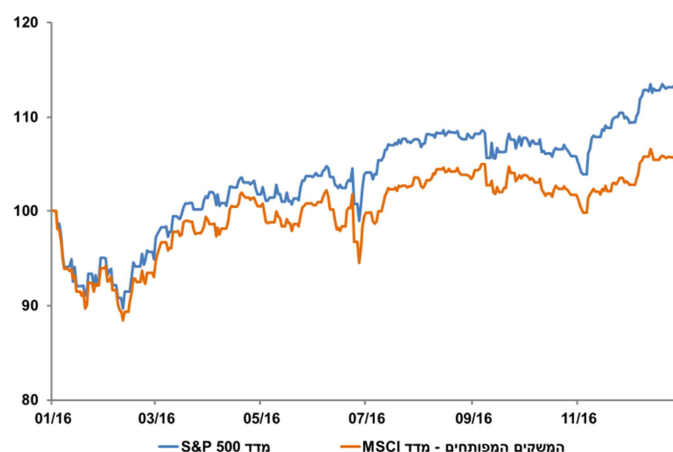
מקור: Bloomberg

איור נ-4': תשואות האג"ח הממשלתיות ל-10 שנים – ארה"ב, גרמניה ואנגליה, 2016 (אחוזים)



מקור: Bloomberg

איור נ-5': מדד S&P ומדד MSCI, בשנת 2016



מקור: Bloomberg

איור נ-6': השינוי בשערי חליפין שונים מול הדולר לפי מדד DXY, 2015 ו-2016 (אחוזים)



מדד DXY (Dollar Index Spot) - ממוצע גיאומטרי משוקלל של המטבעות הבאים מול הדולר: אירו (58.6%), פאונד בריטי (11.9%), פרנק שווייצרי (3.6%), יין יפני (12.6%), דולר קנדי (9.1%) וקרוונה שוודית (4.2%).

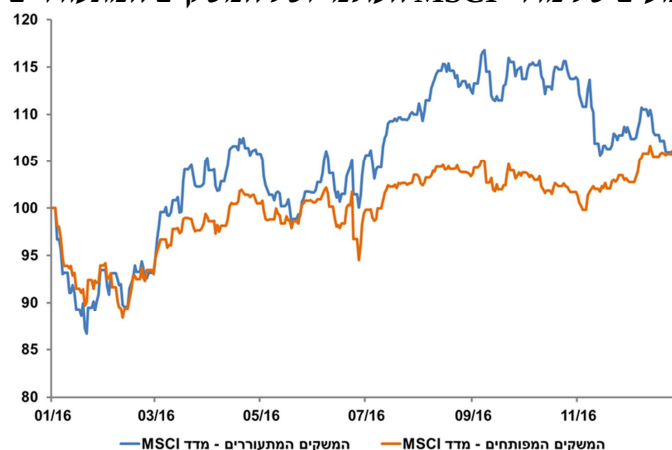
מקור: Bloomberg

הכלכלה בבריטניה הושפעה השנה מאוד ממשאל העם וההחלטה על יציאה מהאיחוד האירופי בחודש יוני. לפני המשאל הושפעו השווקים הפיננסיים משינויים בהערכות הסקרים לגבי תוצאות המשאל. לאחר ההחלטה המפתיעה נחלש שער הפאונד מול הדולר עד לכ-16% בסוף השנה. שערי המניות בבריטניה ירדו ירידה חדה, אך שבו ועלו על רקע היחלשות המטבע, ובסיכום שנתי הייתה עלייתם משמעותית. בשיעור הצמיחה נשמר קצב גבוה יחסית של 2%, על אף המשאל וההחלטה. החששות מהשלכות ההחלטה הניעו את ה-BOE להוריד בחודש אוגוסט את הריבית המוניטרית מ-0.5% ל-0.25%, ולנקוט צעדי הרחבה כמותית. האינפלציה הוסיפה לעלות - במיוחד במחצית השנייה של השנה, על רקע היחלשות המטבע בעקבות תוצאות המשאל.

ביפן נמשכה המדיניות המוניטרית המרחיבה מאוד. ה-BOJ נעזר במספר כלי הרחבה: רכישות אג"ח אגרסיביות, משטר של ריבית שלילית על הפקדות חדשות ותכנית שמטרתה לעגן את תשואות האג"ח לעשר שנים "קרוב ל-0%". הצמיחה של יפן עמדה על כ-1% בזכות צעדים מוניטריים וצעדים פיסקליים. האינפלציה ביפן נותרה נמוכה מאוד למרות ההרחבה המוניטרית הנמרצת.

במשקים המתעוררים הגדולים נרשם השנה שיפור מסוים לאחר מיתון ארוך (במיוחד ברוסיה ובברזיל). השיפור נתמך בהתייבבות של מחירי הסחורות ועליית הביקושים מסין. קרן המטבע הבין-לאומית העריכה ששיעור צמיחתם של השווקים המתעוררים בשנת 2016 יעמוד על כ-4.1%. מדדי המניות בשווקים המתעוררים עלו השנה בכ-9% (איור נ-7). בתחילת השנה נרשמו ביצועי יתר בהשוואה למשקים המפותחים, אך לקראת סוף השנה התהפכה המגמה על רקע חשש מהתחזקות הדולר וממדיניות סחר הגנתית של הממשל החדש בארה"ב.

איור נ-7: ביצועים של מדדי MSCI העולמי ושל המשקים המתעוררים בשנת 2016



מקור: Bloomberg

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 הנגיחה את רמת היתרות ההולמת לטווח של 70 עד 110 מיליארד דולרים¹³.

בנוסף, בקביעת רמת היתרות נלקחת בחשבון עלות החזקת היתרות¹⁴. 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 החוץ¹⁵.

4. התערבות בשוק מטבע חוץ והרמה הנאותה

¹³ הנגיחה עדכנה את הטווח בתחילת 2015 מטווח של 65 עד 90 מיליארד דולרים אשר נקבע ב-2010, ונותר מאז ללא שינוי. הגידול של טווח הרמה הנאותה מתיישב עם השינויים שחלו במשק הישראלי בחמש השנים האחרונות.

¹⁴ 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 שתואר לעיל.

¹⁵ על היחסים של היתרות בפועל למצורפים 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 החוץ¹⁶

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 בהתרעה קצרה למימוש מהיר, ובלי לפגוע בערכן. 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 וועדת 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.

¹⁶ מאפייני תיק היתרות בפועל מדווחים לציבור בסקירה שנתית המתפרסמת באתר בנק ישראל.

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, 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 הנומרר, המורכב מסל מטבעות אותו קובעת הוועדה.

הרכב הנומרר¹⁷ 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.

¹⁷ הנומרר 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 הנומרר במועד ההחלטה.

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 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. באופן 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. נגזרים 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 ¹⁸ DVP (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, 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.

¹⁸ פעילות מסוג DVP הינה פעילות בה העברת התשלום והנכס מצד לצד מתבצעת בו-זמנית, ולכן סיכון האשראי בפעילות זו אפסי.

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 4: מילון מונחים

קיצור של Repurchase agreement, 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.	Repo, Reverse Repo
קיצור של Treasury Inflation-Protected Security, איגרת חוב של ממשלת ארה"ב הצמודה למדד המחירים לצרכן.	TIPS
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).	אריכות Modified Duration
האריכות הממוצעת של תיק מכשירי חוב (שהאריכות של כל נכס בתוכו משוקללת לפי משקלו בתיק) היא המדד המקובל לאמידת סיכון הריבית של התיק.	אריכות של תיק Portfolio Duration
נכסים פיננסיים המונפקים על ידי גורמים זרים, הנקובים במטבע חוץ (לרבות זהב), והם בבעלות הבנק המרכזי ובשליטתו הבלעדית ואינם משועבדים בכל דרך שהיא.	יתרות מטבע חוץ Foreign Currency Reserves
שיעור התשואה המתקבל כשהערכים השוטפים של כל הנכסים מוכפלים בשערי ההמרה השוטפים של מטבע או סל מסוים.	מונחי מטבע (למשל מונחי דולרים) Currency Terms (e.g. US dollar terms)
הסכם לקנות או למכור בעתיד נכס מסוג מסוים, כגון מטבע חוץ, במחיר ובתאריך ידועים מראש.	חוזה עתידי Forward
ההפרש בין התשואות-לפדיון של שני מכשירי חוב.	מרווח תשואה Yield Spread
אג"ח ללא קופון, הנמכרת בניכיון, שהטווח-לפירעון המקורי שלה קצר משנה.	נייר ערך מסחרי Commercial Paper (CP)
סל מטבעות המשמש למדידה של תשואות יתרות מטבע החוץ. (ראו בפרק ב'-3 לעיל).	נומרי Numeraire
היכולת לממש נכסים ללא דיחוי וללא פגיעה בערכם.	נוזלות Liquidity

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.	נכס מרווח Spread Asset
שיעור של 0.01 אחוז ; חלק אחד מתוך עשרת אלפים או מאית האחוז.	נקודת בסיס Basis Point
מדד סטטיסטי למידת הפיזור של התפלגות סביב התוחלת שלה, המשמשת לעתים קרובות קנה מידה להיקף החשיפה לאי-ודאות. ע"ע תנודתיות.	סטיית תקן Standard Deviation
החשיפה לאפשרות של הפסד בגלל מחדל בתשלום חובות במועד – של מנפיק, של מוסד פיננסי או של מדינה – או כתוצאה משינויים בהערכת גורמים בשוק את ההסתברות של אירוע כזה.	סיכון אשראי Credit Risk
החשיפה לאפשרות של הפסד כתוצאה משינויים בשערי החליפין.	סיכון מטבעי Currency Risk
החשיפה לאפשרות של הפסד הנובע מניסוח החוזה, שלא לטובת המשקיע.	סיכון משפטי Legal Risk
החשיפה לאפשרות של הפסדי הון כתוצאה מעליית התשואות-לפדיון.	סיכון ריבית Interest-rate Risk
החשיפה לאפשרות של הפסד בגלל כשל מערכות, טעויות אנוש וכדומה.	סיכון תפעולי Operational Risk
תיק היפותטי, הבנוי על פי כללים מוסכמים מראש, ומשמש קנה מידה להערכת ביצועיו של מנהל תיק השקעות ועוגן לניהול הסיכונים של התיק.	סמן Benchmark Portfolio
סדרת תשואות-לפדיון של אג"ח שמועדי פירעון שונים, בעלות מאפיינים משותפים (כגון איגרות החוב של ממשלת מדינה מסוימת במטבע מקומי).	עקום תשואות Yield Curve
סטייה מכוונת במאפייני השקעת התיק לעומת הסמן, אשר מנוהלת באופן ארוך טווח.	פוזיציה אסטרטגית Strategic Position
אג"ח של ממשלה.	שטר אוצר Treasury Bill, Note or Bond
תיק שבו לא נשקפים למשקיע לא הפסדים ולא רווחים.	תיק חסר סיכון Risk-free Portfolio
תיק השקעות שהרכבו זהה לזה של הסמן.	תיק ניטרלי Neutral Portfolio

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').
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.
הסמן הבסיסי ("סמן הרכב הנומר)	מייצג הרכב נכסי שמרני, בר-השקעה, העומד בשני היעדים הראשונים של מדיניות השקעת היתרות – שמירה על כוח הקנייה שלהן וניהולן ברמה גבוהה של נזילות.
נכסי סיכון	נכסים המאופיינים בסיכון גבוה מאשר באג"ח ממשלתיות. בסקירה זאת הכוונה למניות ולאג"ח חברות.
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 את תרומתן של ההחלטות להשקיע בנכסים ובמדינות נוספים שלא נכללים בסמן הבסיסי.
תרומת הניהול הפעיל	ההפרש בין תשואת תיק היתרות לתשואת הסמן הבסיסי (סמן שההרכב המטבעי שלו הוא הרכב הנומר) המודד את ההחלטות להשקיע בנכסים ובמדינות נוספים שלא נכללים בסמן הבסיסי.
ניהול פאסיבי	סגנון ניהול השקעה שבו מנהל התיק מחקה סמן או מדד השוק.
פרמיית הסיכון	התשואה העודפת של נכס סיכון מעל לריבית חסרת סיכון.
תשואת החזקה Holding-period Rate of Return	שיעור השינוי בערכו של נכס או תיק על פני תקופה מוגדרת, כולל ריבית או דיווידנדים.