



בנק ישראל

השקעת יתרות מטבע החוץ

דין וחשבון 2019

תוכן העניינים

עיקרי הדברים.....	3
א. הרמה של יתרות מטבע החוץ.....	4
ב. מסגרת ניהול יתרות מטבע החוץ.....	7
1. מטרות החזקתן של היתרות והקווים המנחים לניהולן.....	7
2. רמת הסיכון המירבית של היתרות.....	8
3. הסמן הבסיסי, ההקצאה האסטרטגית וההרכב בפועל.....	9
ג. תשואת ההחזקה של היתרות.....	13
1. תנאי הרקע הכלכליים והפיננסיים.....	13
2. תשואת תיק היתרות.....	16
ד. תרומת הניהול הפעיל - התשואה העודפת אל-מול הסמן הבסיסי.....	18
1. מניות.....	19
2. אג"ח תאגידיות.....	20
3. אריכות ופיזור.....	21
4. נכסי מרווח.....	22
ה. הסיכון והתשואה שמותאמת לסיכון.....	23
1. תנודתיות תיק היתרות, הניהול הפעיל ומדד ה-CVaR _{5%}	23
2. תרומת הניהול הפעיל שמותאמת לסיכון.....	24
נספח 1 : הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית.....	25
נספח 2 : הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ.....	30
נספח 3 : מילון מונחים.....	35
1. תיבה : ההקצאה האסטרטגית של תיק היתרות.....	11

עיקרי הדברים

רמת היתרות יתרות מטבע החוץ של ישראל הסתכמו בסוף 2019 ב-126 מיליארד דולר - גידול של 10.7 מיליארד דולר במהלך השנה.

רמת היתרות ביחס לתמ"ג נשארה בתחום הרמה היציבה ששוררת מאז 2009 והשנה היא עלתה מעט ל-31.9%.

מקורות השינוי ביתרות עיקר הגידול נבע מרווחים, מהכנסות ומהפרשי שערים (שיערוך) בהיקף של 6.3 מיליארד דולר וכן מרכישות מטבע חוץ של בנק ישראל במסגרת יישום המדיניות המוניטרית, בהיקף של 3.9 מיליארד דולר.

הרכב הנכסים של היתרות במסגרת ההקצאה הנכסית לשנת 2019 הוגדלו נכסי הסיכון בתיק היתרות, מניות לשיעור של 15% ואג"ח תאגידיות לשיעור של 8%. שיעורי ההשקעות בפועל מתוך היתרות היו נכון לסוף שנת 2019, 64.9% בנכסים ממשלתיים, 11.8% בנכסי מרווח, 15.1% במניות ו-7.7% באג"ח תאגידיות.

תנאים פיננסיים התנאים הפיננסיים היטיבו עם ביצועי תיק היתרות: ירידה בתשואות לפדיון של אג"ח דולריות שבהן מושקע חלק הארי של היתרות, במקביל לעלייה במחירי נכסי סיכון, מניות ואג"ח תאגידיות.

תשואת התיק במונחי הנומרי (סל מטבעות שמורכב בעיקר מדולר ומאירו), תשואת ההחזקה של תיק היתרות בשנת 2019 הייתה 6.1%, 3.1% לשנה בשלוש השנים האחרונות ו-2.3% לשנה בחמש השנים האחרונות.

לוח 1

תשואות ההחזקה של תיק היתרות במבט שנתי ורב-שנתי, מונחים שנתיים

חמש שנים	שלוש שנים	2019	
2.29	3.08	6.12	תשואת התיק בפועל
0.64	0.96	1.54	תשואת הסמן הבסיסי
1.65	2.12	4.59	התשואה העודפת

תרומת הניהול הפעיל תרומת הניהול הפעיל שנמדדת ע"י השוואת תשואת התיק לתשואת תיק חסר סיכון (הסמן הבסיסי), הייתה השנה 4.6%. התרומה של המניות הייתה המשמעותית ביותר מבין תרומות נכסי הסיכון – 3.4%. השנה בלטה גם תרומת האריכות, שעמדה על 0.9%.

שינוי בקווים המנחים בעקבות הגידול ברמת היתרות בשנים האחרונות, אישרה הוועדה המוניטרית בתחילת 2019 שינוי בקווים המנחים, לשם הדגשת החשיבות של השגת יעד שימור כוח הקנייה גם בטווח הבינוני. רמת הסיכון המירבית (CVaR(5% לאופק של שנה, הועלתה מ-400 נ"ב ל-475 נ"ב ושיעור ההשקעה המירבי במניות הועלה מ-15% ל-17.5% (ראו הרחבה בתיבה 1 [בדוח השקעת יתרות מטבע החוץ לשנת 2018](#)).

רמת הסיכון בתיק אף כי שיעור נכסי הסיכון בתיק גדל, קטנה השנה תנודתיות התיק מזו שנרשמה בשנה שעברה, בשל ירידה בתנודתיות של מדדי המניות.

משבר הקורונה

בתחילת 2020 חלה האטה חדה בפעילות הריאלית ועליה בסיכונים, בשל התפרצות נגיף הקורונה. בשווקים הפיננסיים הדבר התבטא בירידות חדות במניות ובאג"ח קונצרני, בירידת תשואות חדה באג"ח הממשלתיות בארה"ב ובגרמניה ובעליה חדה בתנודתיות בכל הנכסים הפיננסיים.

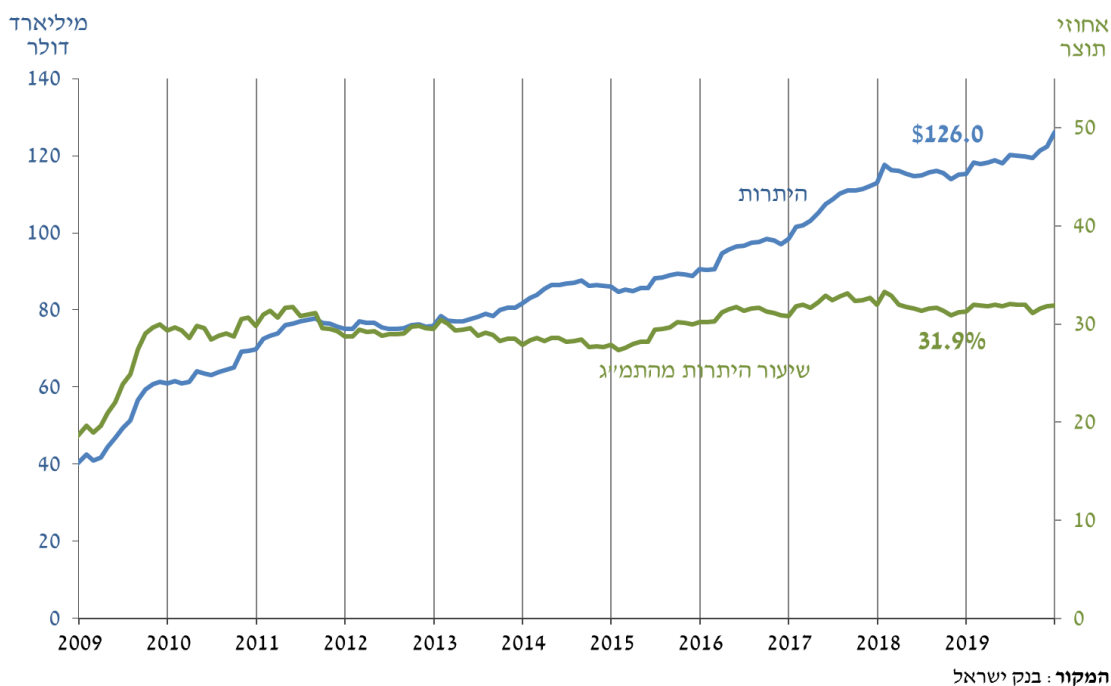
הירידות החדות במחירים של המניות גרמו להפסדים בתיק היתרות, אשר בחלקם קוזזו ע"י רווחי ההון כתוצאה מהירידות בתשואות האג"ח הממשלתיות, כך שההפסד על תיק היתרות נכון לפרסום זה אינו עולה על רמת הסיכון המירבית. בשלב זה קשה לדעת מה תהיה השפעת המשבר על השווקים הפיננסיים ועל תיק היתרות עד תום שנת 2020. משבר הקורונה ממחיש את החשיבות של הסתכלות רב שנתית על תשואת תיק היתרות, שמבטאת את התשואה החיובית של ההשקעה בנכסי הסיכון בממוצע רב שנתי, על אף הסיכון להפסדים בטווח הקצר.

א. הרמה של יתרות מטבע החוץ

יתרות מטבע החוץ של ישראל גדלו בשנת 2019 ב-10.7 מיליארד דולר – מ-115.3 מיליארד דולר בסוף שנת 2018 ל-126 מיליארד בסוף 2019¹ (איור 1).

איור 1

יתרות המט"ח של ישראל ושיעורן מהתמ"ג, 2009 עד 2019
(יתרה לסוף חודש)



הגידול ביתרות הגיע משני מקורות עיקריים, שיערוך בסכום של 6.3 מיליארד דולר וכן רכישות מטבע חוץ של בנק ישראל בהיקף של 3.9 מיליארד דולר (לוח 2). השיערוך הוא השינוי ביתרות בדולרים שמיוחס לרווחים שמומשו מהכנסה מריבית ומרווחי הון וכן לשינוי השווי מהפרשי מחירי נכסים והפרשי שערים של המטבעות שבהן מושקעות היתרות מול הדולר. השנה נרשמה עלייה של כ-3.3 מיליארד דולר בחשבון השיערוך, בשל עליית שוויין של המניות ובשל רווחי הון באג"ח שנבעו מירידת התשואות. לסכום זה נוספו 3.0 מיליארד דולר מהכנסות מריבית ומרווחי הון שמומשו. הפקדות הממשלה הוסיפו 0.5 מיליארד דולר ליתרות.

¹ רמת היתרות לאורך כל הסקירה כוללת את ההקצאות של זכויות משיכה על ידי קרן המטבע הבין-לאומית למדינות החברות בקרן (Allocation SDRs) ואת ה-Reserve Tranche בקרן. רמתן הגיעה בסוף שנת 2019 ל-1.8 מיליארד דולר. עוד בעניין זה, ראו: "בנק ישראל – דין וחשבון כספי לשנת 2019".

לוח 2

רכיבי השינויים ביתרות, 2019 (מיליוני דולרים)

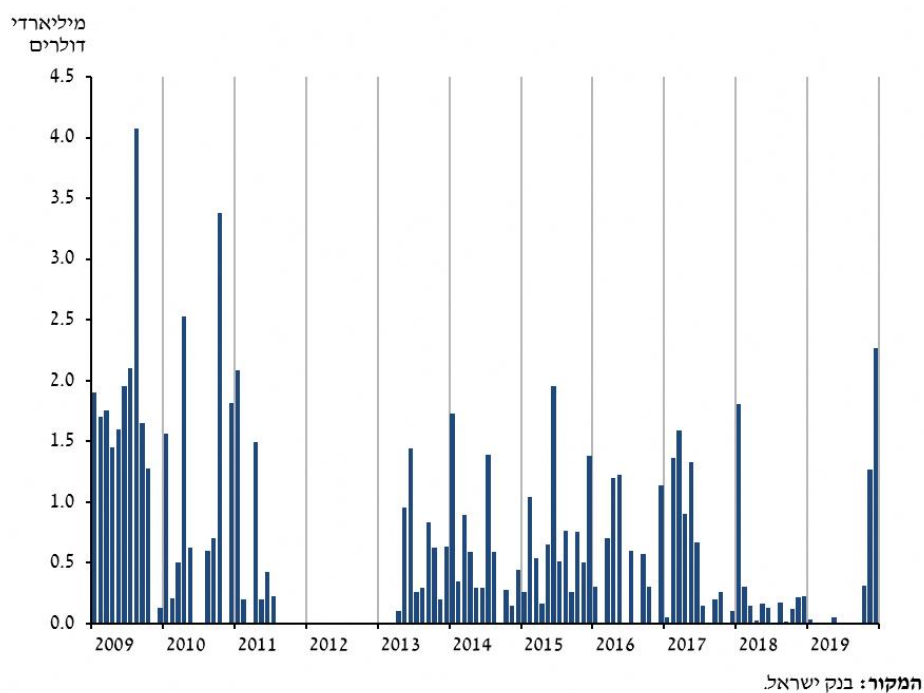
רכישות מט"ח	3,936
שיערוך	6,341
המגזר הפרטי	-41
הממשלה	507
סך השינוי	10,743

המקור: בנק ישראל

רכישות בנק ישראל בוצעו במסגרת המדיניות המוניטרית² והיו דומות בהיקפן לרכישות בשנת 2018 (3.3 מיליארד דולר) (איור 2).

איור 2

רכישות מט"ח ע"י בנק ישראל, ינואר 2009 עד דצמבר 2019



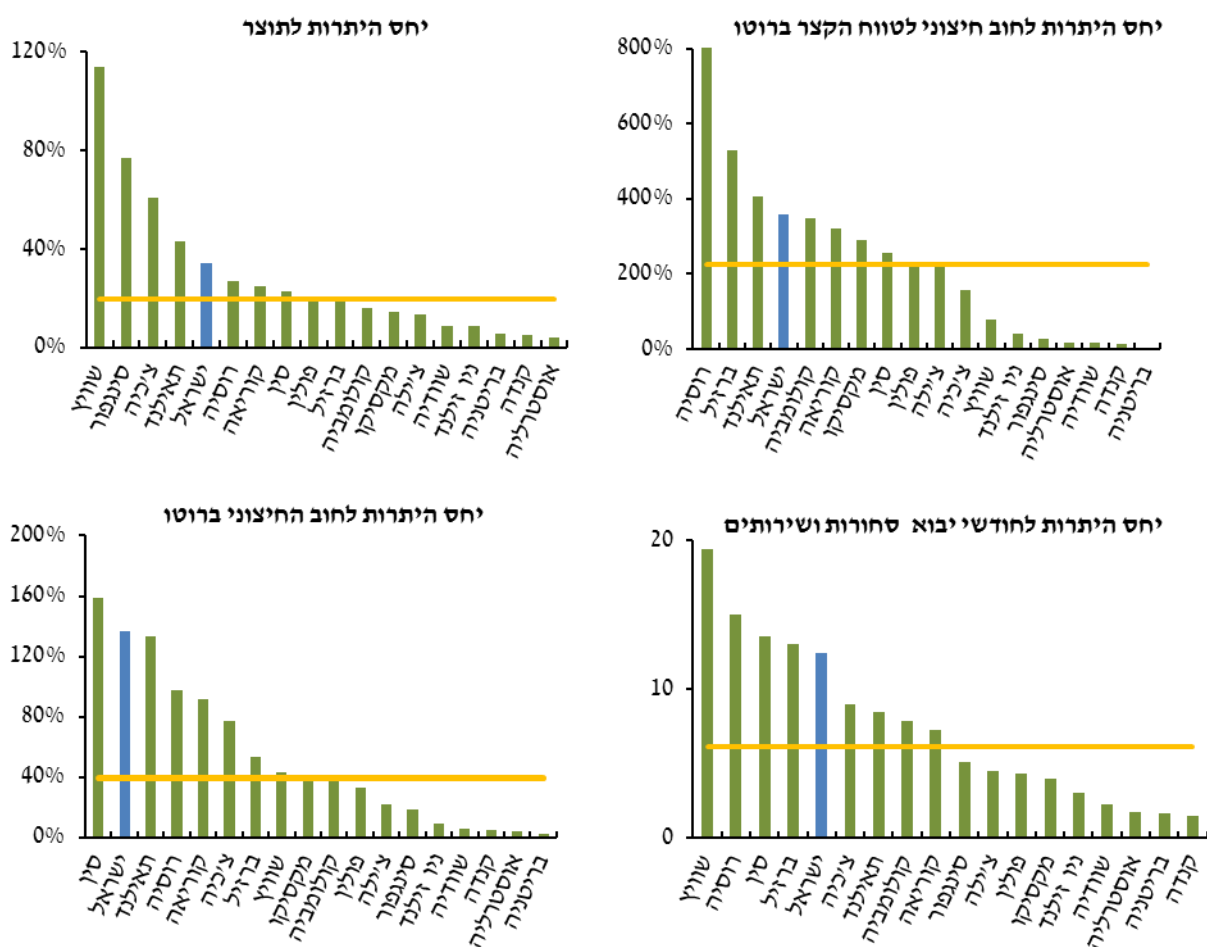
² ראו תיבה "מדיניות שער החליפין של בנק ישראל: הסיבות, התוצאות ותהליך קבלת ההחלטות" ב-
<http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/RegularPublications/DocLib3/MonetaryPolicyReport/MPR201602h.pdf>

רמת היתרות ביחס לתמ"ג נשארה בתחום הרמה היציבה ששוררת מאז 2009 והשנה היא עלתה בכ-0.6% ל-31.9%. זה כתוצאה, כאמור, משיערוך חיובי ומצעדי המדיניות המוניטרית (רכישות מט"ח). רמת היתרות הייתה בסוף שנת 2019 גבוהה מהגבול העליון של הרמה הנאותה³ שנקבעה, 70–110 מיליארד דולר.

מקובל למדוד את היתרות ביחס למצרפים כלכליים: התוצר, החוב של המשק לטווח קצר, היבוא והחוב החיצוני. ניתן לראות שיחס היתרות למצרפים כלכליים של ישראל הוא בהשוואה למדינות אחרות מעל לחציון, אך נותר ללא שינוי מהותי בהשוואה לשנים קודמות (איור 3).

איור 3

היחס בין היתרות¹ למצרפים כלכליים, ישראל לעומת מדינות אחרות



¹ נתוני היתרות נכונים לסוף 2019 ונתוני המצרפים הכלכליים נכונים ל-31.12.2018. **המקור:** הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, קרן המטבע, הבנק העולמי.

³ את הרמה הנאותה של היתרות קובע הנגיד בהתאם למטרות החזקתן, בהסתמך על עקרונות שאישרה הוועדה המוניטרית. ראו נספח 2 בדוח השקעת יתרות מטבע החוץ לשנת 2017. – העקרונות לקביעת הרמה הנאותה.

ב. מסגרת ניהול יתרות מטבע החוץ

1. מטרות החזקתן של היתרות והקווים המנחים לניהולן

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

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

יתרות מטבע חוץ שמחזיקות מדינות ממלאות שלושה תפקידים מרכזיים:

- הקניית מלאי חירום של מטבע חוץ למשק בהיקף שמספיק לעת משבר (למשל, במקרה של מלחמה או אסון טבע). בעת כזו יתכן 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.
- מתן אפשרות לבנק המרכזי להתערב בשוק מטבע החוץ בנסיבות שבהן (1) שער החליפין סוטה ממוחל הרמות שמתיישב עם שיווי המשקל הבסיסי של המשק; או (2) שוק מטבע החוץ לא פועל כראוי (כשל שוק).
- מתן אפשרות לבנק המרכזי לפעול בשוק מטבע החוץ לשם מיתון ההשפעה של תנועות הון משמעותיות מצד תושבי חוץ או תושבים מקומיים, שעלולות 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 הדבר לא פוגע בשמירה על שני העקרונות הקודמים (כמפורט בנספח 2 – הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ).

2. רמת הסיכון של היתרות

רמת הסיכון המירבית בתיק היתרות (פרופיל הסיכון), נקבעת על ידי הוועדה המוניתרית על פי הערכתה לגבי הסיכון שהולם את מטרת אחזקת היתרות והיא מוגדרת כרמת ההפסד המירבית שהוועדה מוכנה לספוג ביתרות, מבלי שהפסד זה יפגע בהשגת היעדים שלשם הן מוחזקות. מטרתה להגביל מראש את חשיפתן של היתרות לסיכונים הפיננסיים השונים – סיכון המחיר, סיכון האשראי, הסיכון המטבעי וסיכון הנזילות.

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

הוועדה המוניתרית קבעה בקווים המנחים את רמת סיכון המירבית של היתרות, כך שבהינתן 5% של תוצאות ההשקעות הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד באופק של שנה – ה- $CVaR_{5\%}$ – לא יעלה על 475 נ"ב⁴. רמת סיכון זו נקבעה במטרה להגביל את הסיכון בטווח הקצר ולהגדיל את הסיכוי לעמידה ביעד שימור כוח הקנייה בטווח הבינוני. הוועדה המוניתרית בוחנת באופן שוטף את התנאים שלפיהם נקבעה רמת הסיכון והיא עשויה לשנות רמה זו, היה וחלו שינויים מהותיים בתנאים.

הוועדה המוניתרית קובעת בתחילת כל שנה, על בסיס תנאי הרקע המקרו-כלכליים והפיננסיים הצפויים, את רמת הסיכון (במונחי $CVaR_{5\%}$) שתשמש לקביעת ההקצאה האסטרטגית לאותה שנה. הוועדה בחרה לשנת 2019 ברמת סיכון של כ-300 נ"ב שנמוכה מרמת הסיכון המירבית הקבועה בקווים המנחים.

⁴ הוועדה המוניתרית אישרה בינואר 2019 נוסח חדש לקווים המנחים (נספח 2): רמת הסיכון המירבית ($CVaR(5\%)$ הועלתה מ-400 נ"ב ל-475 נ"ב; הודגשה החשיבות של השגת יעד שימור כוח הקנייה גם בטווח הבינוני; שיעור ההשקעה המירבי במניות הועלה מ-15% ל-17.5%.

3. הסמן הבסיסי, ההקצאה האסטרטגית וההרכב בפועל

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, שמורכב מנכסים שונים ובנוי על פי כללים ידועים וקבועים.

הסמן הבסיסי מייצג הרכב נכסי שמרני בר-השקעה עם רמת סיכון מינימלית שעומד בשני היעדים הראשונים של מדיניות השקעת היתרות – שמירה על כוח הקנייה שלהן וניהולן ברמה גבוהה של נזילות. להשגת מטרותיו מורכב הסמן הבסיסי מאג"ח ממשלתיות נבחרות באריכות קצרה (6 חודשים), בדירוג גבוה, עם נזילות גבוהה ובהרכב מטבעי זהה להרכב הנומרי.

הנומרי הוא סל מטבעות שכולל שלושה מטבעות שהתפלגו בממוצע על פני השנה כדלקמן: 67.8% דולר, 29.7% אירו ו-2.5% ליש"ט. הרכב הנומרי נגזר מהשימושים האפשריים של היתרות בעת הצורך ומהעקרונות שמשקפים את מטרות החזקתן. תשואת ההחזקה של יתרות מטבע החוץ נמדדת במונחי נומרי ולכן הרכבו נחשב לחסר סיכון מבחינת מנהל התיק היתרות. הרכב הנומרי נבחן לפחות אחת לשנה ומעודכן בעת הצורך באישורה של הוועדה המוניתרית. הנומרי מוגדר באופן כמותי (סל של כמויות מטבע) והרכבו המטבעי משתנה לכן עם שינוי שערי החליפין של המטבעות שמרכיבים אותו מדי יום.

תהליך שנתי של הקצאה אסטרטגית בתיק היתרות, קובע את הרכב התיק לשנה הקרובה (ראו תיבה 1). להקצאה הנבחרת תוחלת תשואה צפויה נאותה במסגרת רמת הסיכון הרצויה ובמגבלות הקווים המנחים. ההקצאה האסטרטגית קובעת את המאפיינים המרכזיים של תיק היתרות ובכללם ההרכב המטבעי, ההרכב הנכסי ואריכות המטרה לכל סמן מטבעי.

הוועדה החליטה להגדיל במסגרת ההקצאה האסטרטגית ל-2019 את שיעור המניות משיעור של 12.5% בשנה הקודמת לשיעור של 15%, להגדיל את סך ההקצאה לאג"ח תאגידיות מ-6% ל-8% בחלוקה מטבעית של שני שליש לאג"ח תאגידיות בדולר ושליש לאג"ח תאגידיות באירו, להגדיל את אריכות התיק הדולרי ב-3.6 חודשים ולהשקיע 1.2% בסל מטבעות, שמורכב מהשקעה עם משקולות שווים בצ'יכה, נורבגיה, צ'ילה וסין (ראו לוח 3). החשיבות של השגת יעד שימור כוח הקנייה והפחתת הסיכון של התיק בטווח הבינוני, כפי שמודגש בנוסח החדש של הקווים המנחים שנכנסו לתוקף ב-23 בינואר 2019, היווה נדבך חשוב במערכת השיקולים בבחירת הרכב סמן הוועדה לשנת 2019.

לוח 3

ההקצאה האסטרטגית לשנת 2018 ולשנת 2019

2019	2018	
77.0%	81.5%	אג"ח
2.0	1.8	אריכות (בשנים):
2.3	2.0	דולר
1.5	1.5	אירו
1.5	1.5	ליש"ט
1.2%	0.3%	חשיפות לסל מטבעות
15.0%	12.5%	מניות
9.2%	7.4%	ארה"ב
1.4%	1.2%	יפן
1.0%	0.9%	צרפת
0.9%	0.9%	גרמניה
0.9%	0.8%	אנגליה
0.5%	0.4%	קנדה
0.4%	0.4%	שוויץ
0.4%	0.3%	אוסטרליה
0.3%	0.3%	הונג קונג
8.0%	6.0%	אג"ח תאגידיות
5.3%	4.5%	ארה"ב
2.7%	1.5%	אירופה

המקור: בנק ישראל

ראוי לציין שהוועדה המוניתרית מאפשרת לחטיבת השווקים דרגות חופש להשקעת היתרות, כך שההרכב עשוי להיות בפועל שונה מזה שנקבע במסגרת ההקצאה. השוני יכול להתבטא בהשקעה בשיעורים שונים בנכסי הסיכון, השקעה באריכות שונה מההקצאה, השקעה באג"ח ממשלתיות של מדינות שלא כלולות בסמן הבסיסי או השקעה בנכסי מרווח - מכשירי חוב של מנפיקים רב-לאומיים ומנפיקים מהמגזר הציבורי וכן אג"ח ממשלתיות נקובות במטבע שונה מהמטבע המקומי של המדינה המנפיקה.

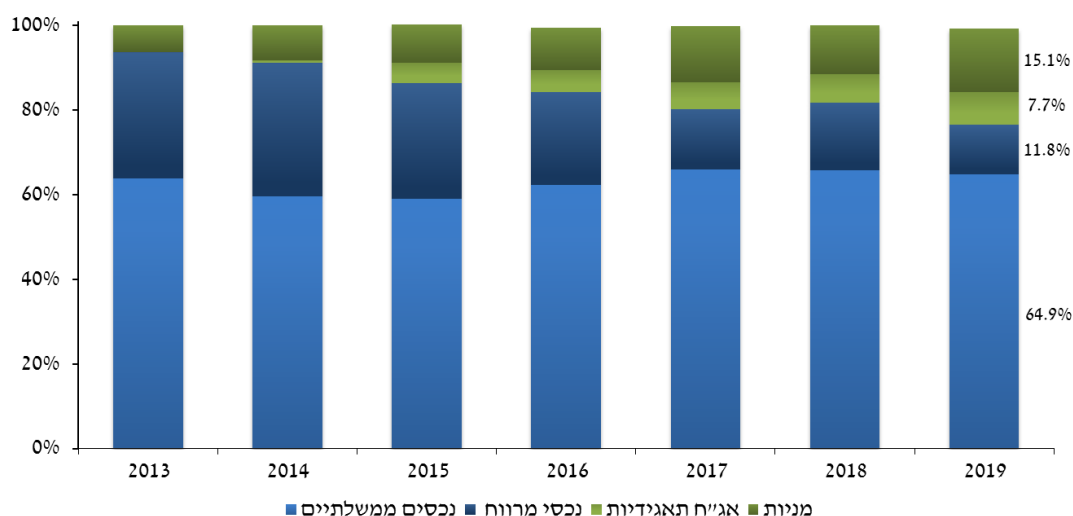
על רקע התקופה הממושכת של הריביות הנמוכות בעולם, הריביות השליליות באירופה בפרט והערכה שמצב זה צפוי להימשך בשנים הקרובות, מבוצעת בחינה של חלופות ההשקעה שעומדות לרשות הוועדה המוניתרית ולחטיבת השווקים, במטרה להגדיל את התשואה שמתקבלת מהשקעת היתרות. חלופות אלה, ככל שתהיינה, צפויות להביא לעלייה מסוימת ברמת הסיכון של תיק היתרות. שיעור ההשקעה בנכסי סיכון, מניות ואג"ח תאגידיות בתיק היתרות, גדל לאורך השנים בהתמדה (איור 4).

נכון לסוף שנת 2019, 64.9% מהיתרות הושקעו בנכסים ממשלתיים⁵, 11.8% הושקעו בנכסי מרווח, 7.7% הושקעו באג"ח תאגידיות ו-15.1% הושקעו במניות.

⁵ כולל פיקדונות וחשבונות עו"ש בבנקים מרכזיים שרמת הסיכון שגלומה בהם שקולה לסיכון המדינה שגלום באג"ח ממשלתי.

איור 4

התפלגות תיק היתרות לפי נכסים, 2013 עד 2019 (לסוף תקופה)

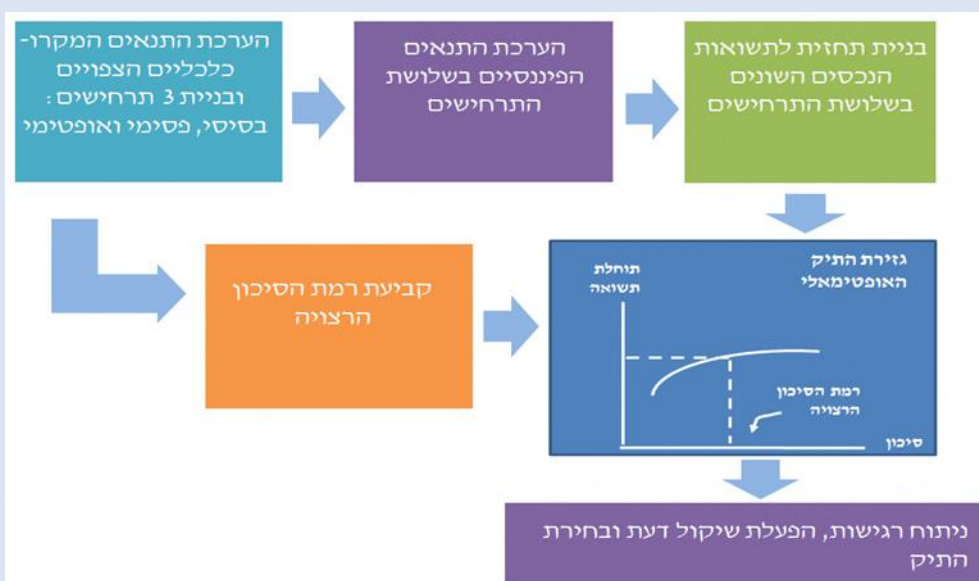


המקור: בנק ישראל.

תיבה 1: ההקצאה האסטרטגית של תיק היתרות

ההקצאה האסטרטגית היא תהליך שבמסגרתו קובעת הוועדה המונית את ההרכב האסטרטגי של הנכסים בתיק היתרות. ההקצאה האסטרטגית נקבעת במטרה להשיא את תשואת תיק היתרות, בכפוף לקווים המנחים ולפרופיל הסיכון שנקבעים על ידי הוועדה, תוך שימור כוח הקנייה של היתרות וניהולן ברמת נזילות גבוהה. המטרות המרכזיות של ההקצאה הן: (1) תרגום ההעדפות ופרופיל הסיכון של הוועדה להקצאה אסטרטגית של הנכסים; (2) התוויית מסגרת לניהול תיק היתרות. במסגרת תהליך ההקצאה נקבעים המאפיינים המרכזיים של היתרות ובכללם, ההרכב המטבעי, האריכות של אגרות החוב, משקל המניות וחלוקתן לשווקים השונים. ההשקעה של היתרות בפועל מנוהלת על ידי חטיבת השווקים, בהתאם להקצאה האסטרטגית ובמסגרת דרגות החופש הניתנות לה על ידי הוועדה לסטייה ממנה.

איור-1: תהליך גיבוש ההקצאה האסטרטגית של תיק היתרות



הוועדה המוניתרית מחליטה אחת לשנה על ההקצאה האסטרטגית, על בסיס המלצתה של חטיבת השווקים. תהליך גיבוש ההקצאה האסטרטגית שמתואר באיור-1, מתחיל עם הערכת הסביבה המקרו-כלכלית הצפויה בשנה הקרובה בשלושה תרחישים, תרחיש בסיסי ושני תרחישים אלטרנטיביים. בניית התרחיש הבסיסי נסמכת על ניתוח תמונת המצב הנוכחית בכלכלה העולמית, זיהוי הגורמים המרכזיים שצפויים להניע אותה בשנה הקרובה, הערכת כיוון התפתחותם ומידת השפעתם בסבירות הגבוהה ביותר. בניית התרחישים החלופיים מבוססת על שלושה עקרונות: (1) התרחישים נגזרים מהסיכונים המרכזיים (כלפי מעלה וכלפי מטה) שגלומים בתרחיש הבסיסי; (2) יש להם את הסבירות הגבוהה ביותר להתממש לאחר התרחיש הבסיסי (בניגוד לתרחישי קיצון); (3) להתממשותם צפויה להיות השפעה ניכרת על התשואה ועל הסיכון שגלומים בתיק היתרות.

בהינתן ההערכות לגבי המשתנים המקרו-כלכליים הצפויים (צמיחה, אינפלציה ומדיניות מוניטרית), מוערכים התנאים הפיננסיים בכל תרחיש ובכללם, המבנה של עקומי התשואות במטבעות ההשקעה, רמת הרווחיות ורמת הסיכון של החברות שנסחרות בשווקים הרלוונטיים. הערכת התנאים הפיננסיים נסמכת על מודלים אקונומטריים ועל הערכות שיפוטיות. על בסיס הערכות אלה, בחינת רמות התמחור בשווקים השונים והתאמתן לתנאים הפונדמנטליים, מגובשת תחזית לתשואות הנכסים בכל אחד מהתרחישים.

במסגרת ניתוח של הסיכונים מול הסיכויים בסביבה המקרו-כלכלית ובשווקים הפיננסיים השונים, הוועדה המוניתרית מחליטה על רמת הסיכון הרצויה של תיק היתרות. בהינתן התחזית לתשואות הנכסים בתרחיש הבסיסי, רמת הסיכון שלהם והמתאמים ביניהם, בוחנת חטיבת השווקים הרכבים שונים של נכסים שמשאבים את התשואה של התיק עבור רמת הסיכון הרצויה. בחירת ההרכב האסטרטגי של תיק היתרות על בסיס ההרכב האופטימאלי – הרכב שמשאב את התשואה עבור רמת סיכון רצויה – היא הנכונה ביותר כשיש ודאות לגבי ההתפלגות הצפויה של תשואות הנכסים. אולם, בפועל, יש אי-ודאות גבוהה לגבי ההתפלגות העתידית של התשואות ובפרט לגבי התוחלת שלהן. לכן, לא מן הנמנע שתועדף השקעה בהרכבים שנחותים במעט מההרכב האופטימאלי או עם רמת סיכון מעט שונה מרמת הסיכון הרצויה, אך עם רמת פיזור גבוהה יותר ו/או עם מאפיינים שהולמים יותר את ההערכות השיפוטיות.

כדי לצמצם את רגישות ההרכב האסטרטגי לתחזית של התשואות, ההקצאה נבחנת בטווח של תרחישים ובכלל זה התרחישים החלופיים ומספר תרחישי קיצון. תרחישי הקיצון נבחרים על בסיס הסיכונים המרכזיים שגלומים בסביבה המקרו-כלכלית והפיננסית העולמית. הביצוע של ההקצאה בכל תרחיש נאמד על בסיס אירועים עם מאפיינים דומים שהתרחשו בעבר. בסופו של התהליך, בוחרת הוועדה המוניתרית, תוך הפעלת שיקול דעת, את ההקצאה האסטרטגית על בסיס ניתוח התוצאות ובכללן ההרכב האופטימאלי של התיק בתרחישים שונים וביצועיו בתרחישי קיצון.

ג. תשואת ההחזקה של היתרות

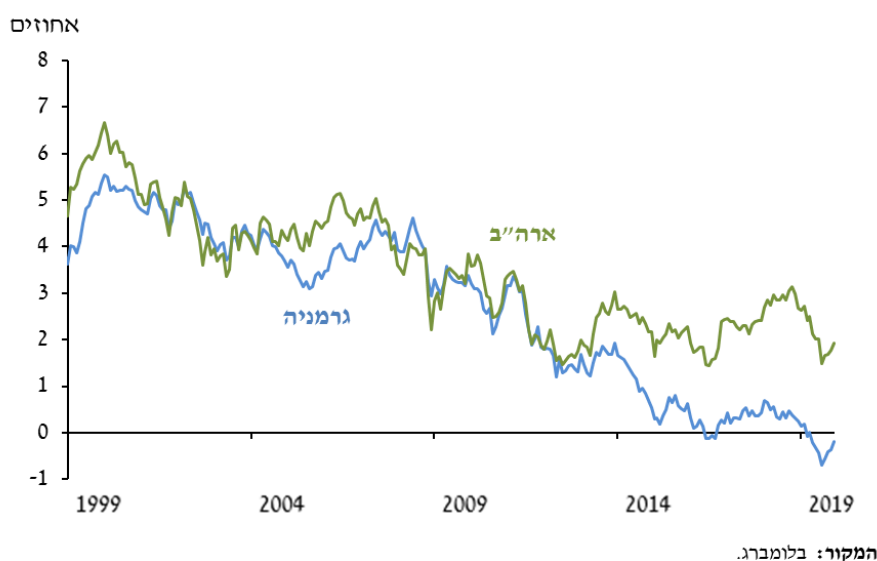
1. תנאי הרקע הכלכליים והפיננסיים

לאחר מספר שנים של צמיחה נאה בפעילות הכלכלית, **התאפיינה שנת 2019 בהתמתנות בצמיחה העולמית, שהייתה 2.9% בלבד**. הגורמים העיקריים להאטה היו המשך מלחמת הסחר בין ארה"ב לבין סין וחולשה בפעילות התעשייתית. גם הסחר העולמי נפגע וצמח השנה ב-1% בלבד. **הסביבה האינפלציונית נותרה מתחת ליעד של הבנקים המרכזיים העיקריים, שחזרו לנקוט במדיניות מוניטרית מרחיבה**. ה-FED הפתיע והוריד את הריבית שלוש פעמים במהלך השנה וזה לאחר ארבע העלאות בשנה הקודמת. ה-ECB העמיק עוד יותר את המדיניות המוניטרית המרחיבה באמצעות הורדת ריבית של 10 נ"ב והשקה של תכנית להרחבה כמותית. מדיניות זו הובילה לירידה חדה בתשואות האג"ח בארה"ב ובגוש האירו (איור 5). היקף האג"ח שנסחר בתשואה שלילית עלה בעולם לכ-12 טריליון דולר. התשואה הנמוכה הביאה לגידול בתיאבון לסיכון של המשקיעים, לעליות חדות בשערי המניות ולצמצום מרווחי האג"ח התאגידיות. רמת הסיכון נותרה גבוהה במרבית השנה, על רקע מלחמת הסחר, ה"ברקזיט" וחששות מהתגברות ההאטה בצמיחה ולהתרחבותה גם לארה"ב וכן על רקע ההתייקרות במחירי הנכסים הפיננסיים.

נספח 1 מציג ניתוח מפורט יותר של הסביבה הכלכלית והפיננסית לשנת 2019. בתחילת 2020 חלה האטה חדה בפעילות הריאלית ועליה בסיכונים, בשל התפרצות נגיף הקורונה. הבנקים המרכזיים העיקריים הודיעו על צעדים מוניטריים שכללו בין היתר הרחבות כמותיות והורדות ריבית ובמקביל ממשלות הכריזו על נקיטת צעדים פיסקליים בכדי לתמוך בפעילות הכלכלית. בשווקים הפיננסיים נרשמו ירידות חדות בנכסי הסיכון, ירידת תשואות חדה באג"ח הממשלתיות בארה"ב ובגרמניה ועליה חדה בתנודתיות.

איור 5

תשואות אג"ח ממשלתיות לעשר שנים בארה"ב ובגרמניה, 1999 עד 2019



לרוב סוגי הנכסים בתיק, למעט אג"ח ממשלתיות אירופיות, הייתה בשנת 2019 תשואת החזקה חיובית (איור 6 – התשואות מוצגות במונחי המטבע המקומי של כל מדינה). הנכסים שהניבו בשנת 2019 את תשואות החזקה הגבוהות היו מניות, שלאחר הירידות החדות בסוף 2018 הניבו ברוב השווקים תשואות גבוהות באופן בולט בהשוואה לשנים הקודמות. גם אג"ח של ממשלת ארה"ב, שמהוות את רוב התיק, הניבו בשנת 2019 תשואות החזקה גבוהות, כתוצאה משינוי מדיניות ה-FED.

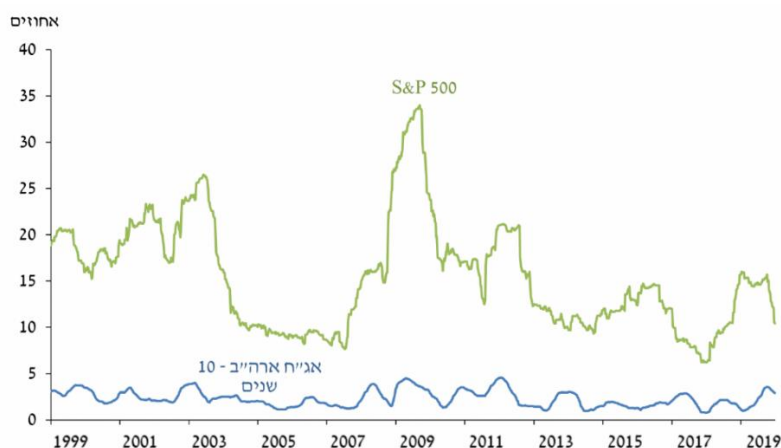
התנודתיות (סטיית התקן) של המניות הייתה, כצפוי, גבוהה יחסית לשאר הנכסים, אך נמוכה בהשוואה לתנודתיות בשנה הקודמת ברוב השווקים שבהם מושקעות היתרות (איור 7).

איור 6
תשואות החזקה¹ וסטיית התקן של מדדי הנכסים העיקריים
בתיק היתרות, 2019

מניות	מדינה	התשואה במונחי מטבע מקומי		סטיית התקן במונחים שנתיים	
		תשואה	סטיית התקן	תשואה	סטיית התקן
מניות	ארה"ב	31.1%		13.9%	
	שווייץ	31.1%		9.8%	
	צרפת	29.3%		12.4%	
	גרמניה	24.8%		12.4%	
	אוסטרליה	23.1%		9.7%	
	קנדה	22.4%		8.8%	
	יפן	18.9%		13.0%	
	בריטניה	18.5%		12.2%	
	הונג-קונג	9.2%		16.9%	
אג"ח אירופיות	ממשלתיות אירופיות 1-0 שנים	-0.3%		0.1%	
	ממשלתיות הולנד 5-1 שנים	-0.2%		0.9%	
	ממשלתיות צרפת 5-1 שנים	0.2%		0.7%	
	ממשלתיות גרמניה 5-1 שנים	-0.4%		0.8%	
	תאגידות אירופה 5-1 שנים	2.8%		0.9%	
אג"ח ארה"ב	ממשלתיות בריטניה 5-1 שנים	1.2%		1.4%	
	ממשלתיות 1-0 שנים	2.4%		0.1%	
	ממשלתיות 10-1 שנים	5.1%		2.6%	
	ממשלתיות צמודות למדד 10-1 שנים	7.0%		2.8%	
	תאגידות 0-5 שנים	6.3%		1.3%	

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

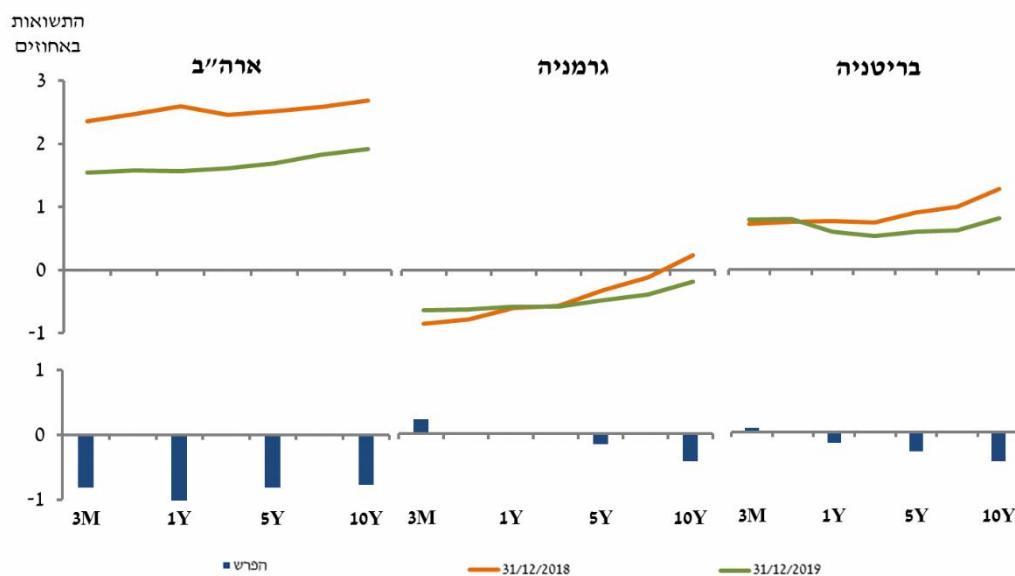
איור 7
סטיות התקן¹ של מדד ה-S&P 500 ושל האג"ח האמריקאיות ל-10 שנים,
1999 עד 2019



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

התשואה לפדיון בארה"ב ירדה באופן משמעותי לכל אורך העקום (בכ-80 נ"ב) והשפיעה באופן ניכר על השווקים הפיננסיים והגדילה את תשואת תיק היתרות. באירופה ובבריטניה נרשמה השתטחות של עקומי התשואות, כשבאירופה גם התשואות לפדיון הארוכות נסחרו בתחום השלילי (איור 8).

איור 8
עקומי התשואות-לפדיון של אג"ח ממשלתיות בארה"ב, גרמניה ובריטניה והשינוי בהם, 2019



המקור: בלומברג.

2. תשואת תיק היתרות

תשואת ההחזקה של תיק היתרות הייתה בשנת 2019 6.1% במונחי נומרר ותשואת הסמן הבסיסי⁶ 1.5%, שתייהן הגבוהות ביותר בעשור האחרון (לוח 4). תשואת הניהול הפעיל הסתכמה השנה ב-4.6%, התשואה הגבוהה ביותר שנרשמה בעשור האחרון, הושגה בשל עלייה במחירי נכסי הסיכון, מניות ואג"ח תאגידיות ובשל ירידה בתשואות לפדיון של אג"ח דולריות שבהן מושקע חלק הארי של היתרות (איור 6). אף כי שיעור נכסי הסיכון בתיק גדל, קטנה השנה תנודתיות התיק מזו שנרשמה בשנה שעברה, בשל ירידה בתנודתיות של מדדי המניות.

לוח 4

ביצועי תיק היתרות לעומת הסמן הבסיסי, 2010 עד 2019

(אחוזים, מונחי נומרר שנתיים, בסוגריים סטיות התקן השבועיות במונחים שנתיים)

הפרש התשואות		התשואה	
(1)-(2)	(2)	(1)	
תרומת הניהול הפעיל	הסמן הבסיסי	תיק היתרות	
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)	(0.10)	(0.80)	
-0.87	1.06	0.18	2018
(1.69)	(0.16)	(1.67)	
4.59	1.54	6.12	2019
(1.45)	(0.19)	(1.42)	

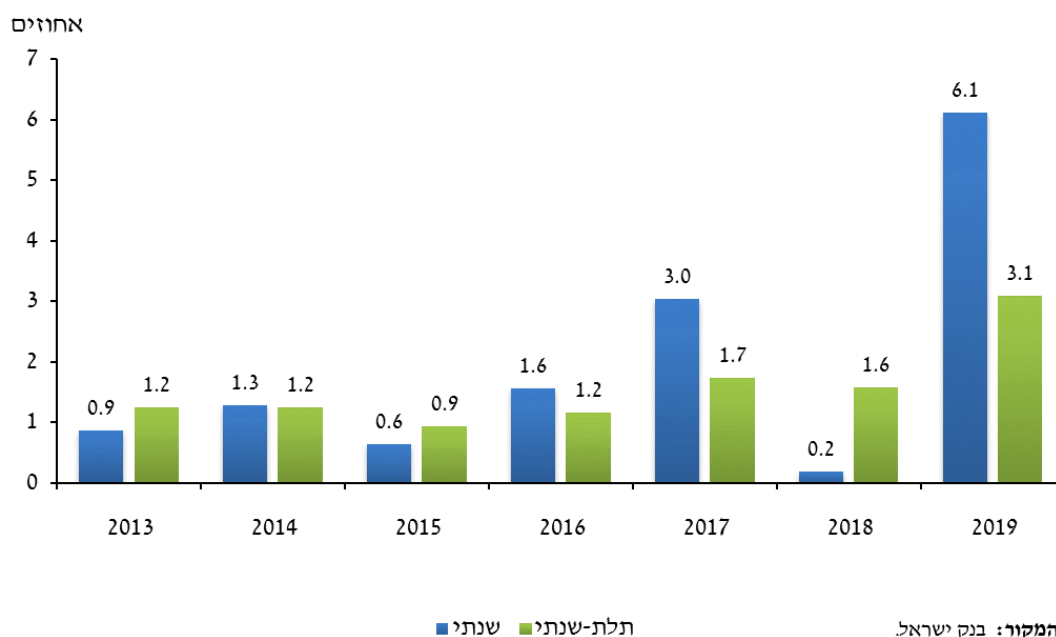
המקור: בנק ישראל

⁶ אריכות הסמן הבסיסי הייתה זהה לאריכות תיק היתרות עד מרץ 2014, אז קוצרה מ-10 חודשים ל-6 חודשים והשפיעה על הגדלת ההפרש בין תשואת הסמן לתשואת תיק היתרות.

תשואת ההחזקה התלת-שנתית הממוצעת של תיק היתרות גדלה השנה ועמדה על 3.1% במונחי נומר (איור 9). התשואה והתרומה הגבוהות יחסית שנרשמו השנה, משכו את התשואות והתרומות התלת-שנתיות כלפי מעלה.

ככל שרמת היתרות גבוהה יותר, קטן החלק היחסי של היתרות הדרוש להיות זמין לשימוש מידי בשעת חרום ולכן ניתן ואף ראוי להשקיע חלק מהיתרות לאופק השקעה ארוך יותר, כלומר הגדלת ההשקעה בנכסי סיכון. התנודתיות הגבוהה של נכסי הסיכון ביחס לאג"ח ממשלתיות, מגבירה את ההשפעות של תזמון הכניסה להשקעה ושל מועד מדידת התשואה. השפעה חזקה יותר מתקבלת כשמודדים את התשואה השנתית הקלנדרית. הגדלת שיעור ההשקעה בנכסי סיכון בתיק היתרות בשנים האחרונות, מעצימה השפעות אלה ומגבירה את התופעה. התשואה של נכסי סיכון צפויה להיות חיובית בממוצע רב-שנתי, אך הם תנודתיים מטבעם ובשנים מסוימות, בייחוד בעת משבר, יש לצפות להפסדים. ניהול תיק היתרות באופק השקעה לטווח בינוני עשויה למתן את הלחץ שמתקיים בעת כזו לצמצום ההחזקות⁷. **במדידה תלת-שנתית ניתן להבחין בבירור, שתשואת תיק היתרות היא חיובית לאורך השנים ופחות תנודתית בהשוואה למדידה השנתית (איור 9).**

איור 9
תשואת תיק היתרות, שנתית ותלת שנתית, 2013 עד 2019
(מונחי נומר שנתיים)



הירידות החדות במחירים של המניות בתחילת 2020 גרמו להפסדים בתיק היתרות, אשר בחלקם קוּזְזו ע"י רווחי ההון כתוצאה מהירידות בתשואות האג"ח הממשלתיות. כך שההפסד על תיק היתרות נכון לפרסום זה אינו עולה על רמת הסיכון המירבית. בשלב זה קשה לדעת מה תהיה השפעת המשבר על השווקים הפיננסיים ועל תיק היתרות עד תום שנת 2020. משבר הקורונה

⁷ בנושא ההשקעה במניות ראו גם תיבה 1 [בדוח השקעת יתרות מטבע החוץ לשנת 2017](#).

דוח השקעת יתרות מטבע החוץ

ממחיש את החשיבות של הסתכלות רב שנתית על תשואת תיק היתרות, שמבטאת את התשואה החיובית של ההשקעה בנכסי הסיכון בממוצע רב שנתי, על אף הסיכון להפסדים בטווח הקצר.

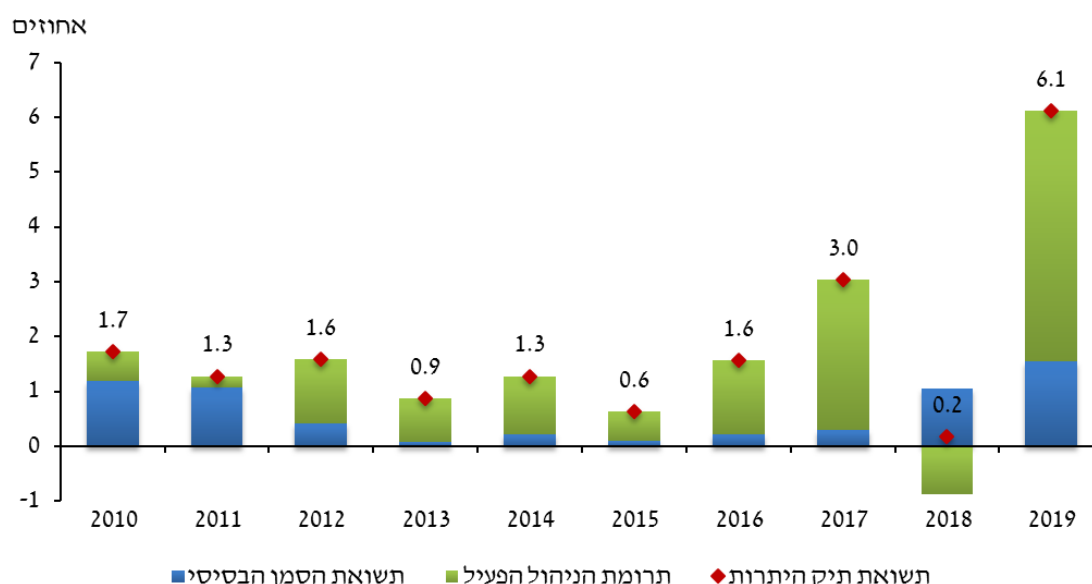
ד. תרומת הניהול הפעיל - התשואה העודפת אל-מול הסמן הבסיסי

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

לתרומת הניהול הפעיל, התשואה העודפת אל-מול הסמן הבסיסי, יש מאז 2012 את ההשפעה הרבה ביותר על התשואה בתיק היתרות ואילו תשואת הסמן הבסיסי נמוכה יחסית ויציבה. הגדלת רכיבי הסיכון בתיק מגדילה הודות ל**פרמיית הסיכון** – התשואה העודפת של נכס סיכון מעל לריבית חסרת סיכון, את תוחלת התשואה בטווח הארוך. עם זה צפויה בשל תרומת הניהול הפעיל גם עלייה של תנודתיות, שמושפעת גם מהמתאם בין הנכסים בתיק.

הניהול הפעיל תרם השנה 4.59% לתשואה בתיק היתרות, התרומה הגבוהה בעשור האחרון, לעומת תרומה שלילית של 0.87% בשנה הקודמת ותרומה של 2.73% בשנת 2017 (איור 10). השקעת היתרות במניות החלה בשנת 2012 וההשקעה באג"ח תאגידיות החלה בסוף 2014. לאורך השנים האחרונות בוצעה הגדלה הדרגתית של נכסי הסיכון בתיק, שהגיעה לשיאה בשנת 2019 (איור 4). התשואה בשנים האחרונות משקפת בצורה בולטת את השפעת הגדלת ההשקעה בנכסי סיכון בתיק היתרות - הגדלת תוחלת התשואה בטווח הבינוני, במחיר הגדלת התנודתיות בטווח הקצר.

איור 10
תשואות תיק היתרות, תשואת הסמן הבסיסי ותרומת הניהול הפעיל, 2010 עד 2019
(במונחי הנומרים)



המקור: בנק ישראל.

לוח 5

תרומת הניהול הפעיל לפי רכיביו, 2017 עד 2019 (נקודות בסיס, במונחי הנומרי, שנתי)

2019	2018	2017	
340	-110	219	המניות
17	-7	10	האג"ח התאגידיות
92	15	19	האריכות והפיזור
11	12	27	נכסי המרווח
-1	2	-1	החשיפות המטבעיות והנכסיות
459	-87	273	סה"כ

המקור: בנק ישראל

התרומה של המניות הייתה בדומה לשנים קודמות המשמעותית ביותר מבין תרומות נכסי הסיכון ועמדה על 340 נ"ב. השנה בלטה גם תרומת האריכות ועמדה על 92 נ"ב (לוח 5).

1. מניות (340 נ"ב)

השקעת היתרות במניות החלה בשנת 2012 והיא עוקבת אחר מדדי מניות מקומיים בשוקי ההשקעה, כשפיזור ההשקעה מתבצע על פי מדד מניות רחב של משקים מפותחים, שמבוסס על מדד MSCI Developed. השקעות במניות בשווקים שאינם נקובי מטבעות הנומרי, מגודרות כנגד אחד או יותר ממטבעות הנומרי, כדי שלא ליצור חשיפות מטבעיות למטבעות של שווקים אלה.

תרומת ההשקעה במניות השנה עמדה על כ-340 נ"ב והיא המשמעותית בגודלה מבין שאר רכיבי הסיכון (לוח 5) והגבוהה מאז החל הבנק את ההשקעה במניות. ההשקעה במניות הגיעה בשנת 2019 לשיאה, עם הגדלת הקצאת ההשקעה במניות לשיעור של 15% מסמן הוועדה, דבר שהתאפשר עם ההגדלה בקווים המנחים של שיעור ההשקעה המירבי במניות לשיעור של 17.5%. התרומה החיובית נרשמה לאחר שרוב שוקי המניות שבהם מושקעות היתרות, עלו בסיכום השנה בשיעורים הגבוהים מאז 2013 (איור 6) וזה לאחר הירידות החדות בסוף 2018. במהלך השנה נרשמה תנודתיות נמוכה מזו שהייתה בשנה שעברה.

התרומה החיובית הגדולה ביותר נרשמה בארה"ב. התרומה היא תוצאה של שיעור ההשקעה בשוק מסוים ושל השינוי במדד המניות בשוק זה. חלק הארי מהשקעת המניות מושקע נכון לסוף 2019 במניות בארה"ב בשיעור של 9%, שיחד עם העלייה במדד בשיעור של כ-31%, תרמו כ-228 נ"ב מהתרומה (לוח 6). תרומת ההשקעות במדינות האחרות הייתה חיובית וברובן גדולה יחסית, על אף שיעורן הנמוך יחסית בתיק וזה כתוצאה מעלייה ניכרת במדדי המניות שם במהלך השנה. הונג קונג בלטה בשל מצבה הפוליטי מול סין ובשל השפעת מלחמת הסחר על כלכלתה, בתרומתה הנמוכה יחסית מבין המדינות.

לוח 6

שיעורי ההחזקה מסך היתרות במניות לפי מדינות ותרומתם לתיק היתרות בשנת 2019

תרומת ההשקעה במניות (נ"ב)	שיעור שינוי המדד ב-2019 (%)	שיעור ההחזקה (%)	
		סוף 2019	סוף 2018
228	31.1	9.0	7.0
26	29.3	1.1	0.8
22	18.9	1.4	1.0
19	24.8	1.0	0.7
15	18.5	0.9	0.7
12	31.1	0.5	0.4
9	22.4	0.6	0.4
7	23.1	0.4	0.3
2	9.2	0.3	0.3
340		15.1	11.6

המקור: בנק ישראל

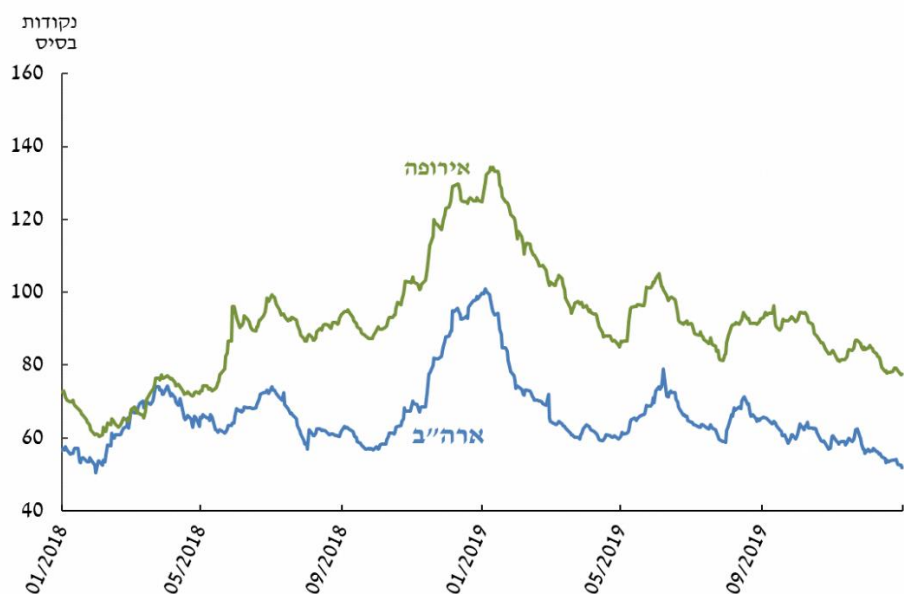
2. אג"ח תאגידיות (17 נ"ב)

החשיפה לאג"ח תאגידיות תרמה 17 נ"ב. סיכון המרווח העיקרי בתיק היתרות נובע מההשקעה באג"ח תאגידיות בדירוג השקעה, שנסחרות בשוק האמריקאי והאירופי. ההשקעה מבוצעת הן בניהול פנימי והן באמצעות מנהלים חיצוניים, מול סמן מוכר עם כיסוי רחב של שוק אג"ח תאגידיות נקובות דולר שנסחרות בארה"ב ונקובות אירו שנסחרות באירופה. הוועדה המוניתרית הגדילה בתחילת 2019 את ההקצאה לאג"ח תאגידיות על רקע התרחבות המרווחים לשיעור של 8% מהסמן. שיעור ההשקעה הממוצע באג"ח תאגידיות היה 7.1% בשנת 2019 לעומת 5.9% בשנת 2018. **ההצטמצמות המשמעותית של מרווחי אג"ח התאגידיות מתחילת השנה, הוא הגורם העיקרי לתרומתן החיובית.** מרווח התשואות בין אג"ח תאגידיות לאג"ח ממשלתיות הצטמצם בהדרגה ב-50 נ"ב, הן באג"ח נקובות דולר והן באג"ח נקובות אירו, עד לרמת סוף שנה של 52 נ"ב ו-78 נ"ב בהתאמה (איור 11). הצטמצמות המרווחים מיוחסת לגידול בתיאבון לסיכון של המשקיעים שנובע מהירידה החדה בתשואות אג"ח ממשלתיות.

גם השנה, כבשנה שעברה, חלו מספר שינויי מגמה בהתפתחות המרווחים ובחודשי מאי ואוגוסט חלה הן בארה"ב והן באירופה התרחבות מרווחים, בניגוד למגמת ההצטמצמות שאפיינה את מרבית השנה (איור 11).

איור 11

המרווח בין אג"ח התאגידיות ואג"ח ממשלתיות בסמן ארה"ב 0-5 שנים ובסמן אירופה 1-5 שנים, 2018 עד 2019



המקור: בלומברג.

מרווח התשואה של אג"ח תאגידיות מעל אג"ח ממשלתיות (כ-65 נ"ב ו-95 נ"ב בממוצע בשוק הדולר ובשוק האירו בהתאמה) הוסיף לתרומה החיובית של אג"ח התאגידיות.

3. אריכות ופיזור (92 נ"ב)

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

תרומת האריכות והפיזור עמדה השנה על 92 נ"ב, תרומה גבוהה שנרשמה לרכיב זה בהשוואה לעבר. אריכות תיק היתרות עמדה השנה בממוצע על כ-23.5 חודשים, לעומת כ-21 חודשים בשנה הקודמת ולעומת אריכות הסמן הבסיסי, שעמדה על 6 חודשים. ככלל, נרשמה ירידה בעקומי התשואה של מטבעות הדולר והליש"ט והשתטחות של עקום התשואה של מטבע האירו (איור 8). רוב התרומה (75 נ"ב) נבעה מירידה בתשואה של עקום הדולר. בתיק האירו נרשמה תרומה חיובית (15 נ"ב), למרות תשואה לפדיון שלילית לאורך מרבית העקום.

4. נכסי מרווח (11 נ"ב)

נכסי מרווח הם מכשירי חוב שלא כלולים בסמן הבסיסי⁸, כגון מנפיקים רב-לאומיים ומנפיקים מהמגזר הציבורי וכן אג"ח ממשלתיות נקובות במטבע שונה מהמטבע המקומי. לנכסים אלה יש מרווח תשואה מעל לאג"ח ממשלתיות עם תקופה לפירעון דומה. המרווח מבטא בעיקר פרמיית סיכון אשראי מעל לאג"ח ממשלתיות והוא משתנה בהתאם לשינויים ברמת סיכון האשראי של הנכס.

החשיפה הכוללת לנכסי מרווח תרמה 11 נ"ב. ההשקעה בנכסי מרווח קצרים בתיק הדולרי תרמה גם השנה את רוב התרומה בסעיף זה, 8 נ"ב. בין הנכסים נמנים אג"ח בריבית משתנה, השקעות סינתטיות (השקעה באג"ח קצרות שלא נקובות בדולר ושמגודרת באמצעות עסקת החלף מטבעית) וניירות ערך מסחריים. ההשקעה בנכסי מרווח אלה הניבה תשואה עודפת, בעיקר בשל ההכנסה השוטפת מריבית הגבוהה שלהם מעל לאג"ח ממשלתיות קצרות של מדינות הנומור, שמרכיבות את הסמן הבסיסי.

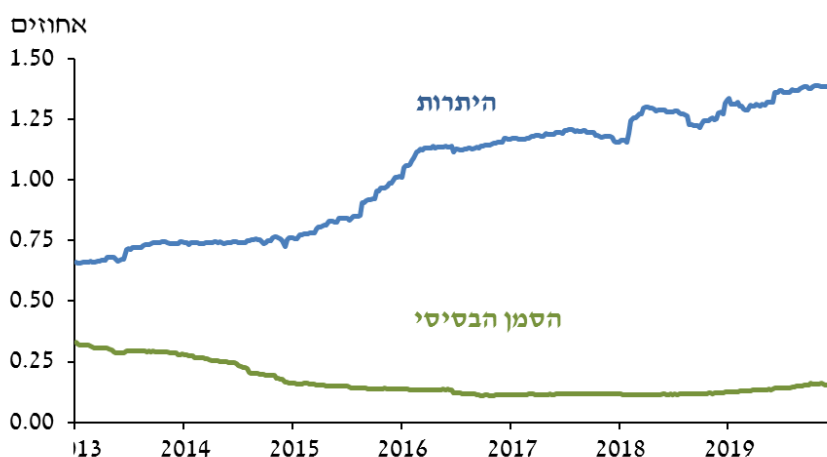
⁸ למעט אג"ח תאגידיות שנסקרות בנפרד בסעיף 2 בפרק זה.

ה. הסיכון והתשואה המותאמת לסיכון

1. תנודתיות תיק היתרות, הניהול הפעיל ומדד ה- $CVaR_{5\%}$

הסיכון בתיק היתרות עלה בשנים האחרונות בשל הגדלת שיעורם של נכסי הסיכון במסגרת הניהול הפעיל. התנודתיות בשווקים הפיננסיים הייתה השנה נמוכה מזו שבשנה הקודמת. הסיכון של תיק היתרות נגזר ברובו מתרומת הניהול הפעיל ואילו סיכון הסמן הבסיסי הוא נמוך ויציב (איור 12).

איור 12
סטיות התקן של תיק היתרות והסמן הבסיסי¹,
2013 עד 2019



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

התנודתיות של תיק היתרות הייתה השנה נמוכה מהשנה הקודמת (1.42% לעומת 1.67%) אך עם זה ברמה גבוהה בהשוואה לשנים האחרונות ואילו תנודתיות הסמן הבסיסי נותרה נמוכה (0.19%) כבשנים קודמות, כצפוי מהרכב הנכסים השמרני שלו (לוח 4).

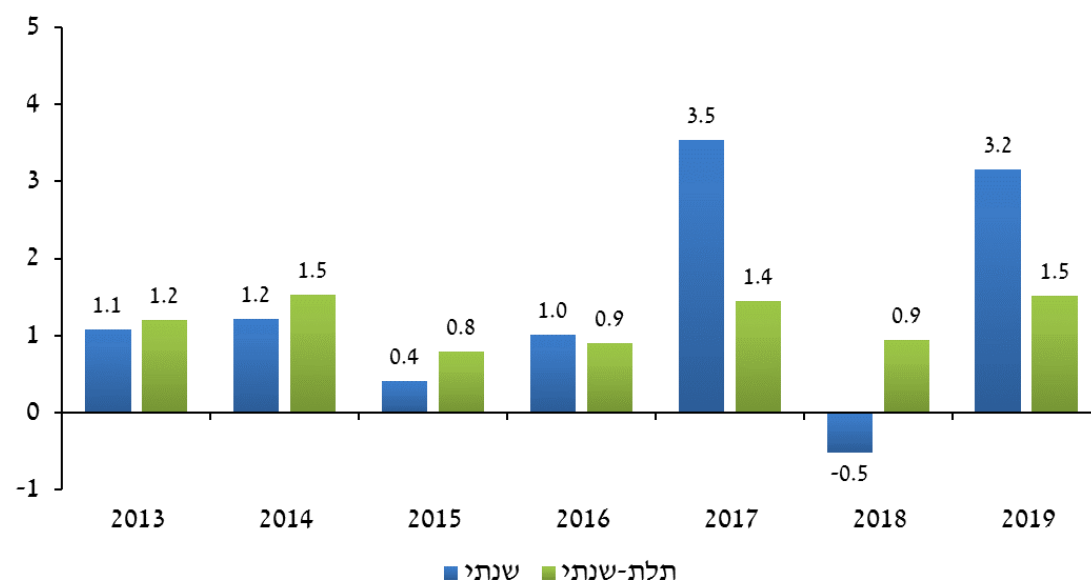
הוועדה המוניתרית קובעת בתחילת כל שנה את רמת הסיכון (במונחי $CVaR_{5\%}$), שתשמש לקביעת ההקצאה האסטרטגית לאותה שנה, על בסיס תנאי הרקע המקרו-כלכליים והפיננסיים הצפויים. הוועדה בחרה עבור שנת 2019 ברמת סיכון של כ-300 נ"ב. מדד ה- $CVaR_{5\%}$ של התיק היה במהלך שנת 2019 ברמה של כ-300 נ"ב, בדומה לרמה המירבית שנקבעה בהקצאה האסטרטגית.

2. תרומת הניהול הפעיל המותאמת לסיכון

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

התשואה שמוותאמת לסיכון, שנמדדת על ידי מדד IR, עלתה השנה בצורה חדה בשל התרומה הגבוהה של הניהול הפעיל (איור 13). במדידה תלת-שנתית ניתן לראות שהתשואה שמוותאמת לסיכון היא הרבה פחות תנודתית.

איור 13
היחס בין תרומת הניהול הפעיל לסטיית התקן שלה (יחס המידע)⁹, שנתי ותלת שנתי, 2013 עד 2019



המקור: בנק ישראל.

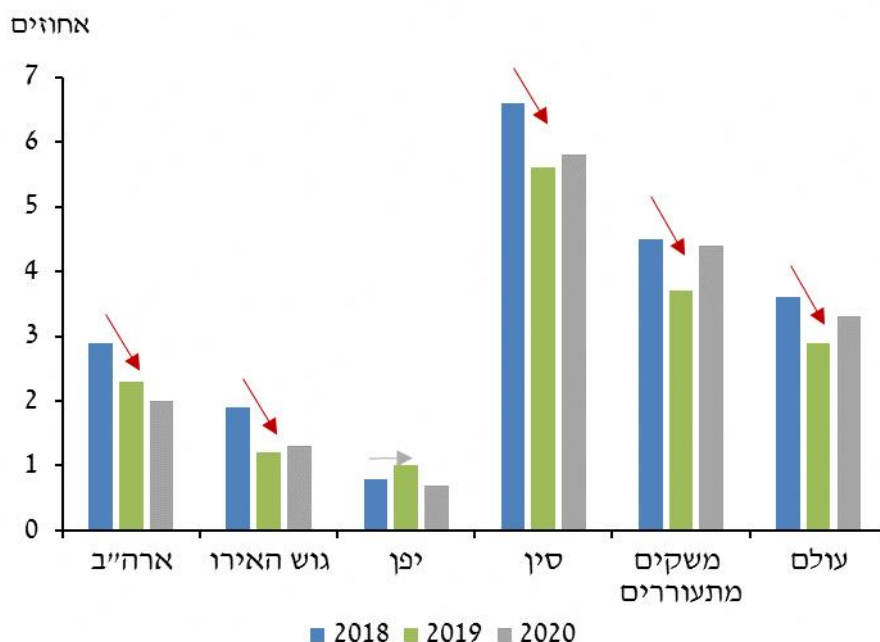
⁹ התשואה שמוותאמת לסיכון, שנמדדת על ידי מדד ה-IR, אינה אינפורמטיבית כשערך התשואה הוא שלילי.

נספחים

נספח 1 : הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית

לאחר מספר שנים של צמיחה נאה בפעילות הכלכלית, התאפינה שנת 2019 באיבוד מומנטום. על פי אומדני ה-IMF הצמיחה ב-2019 צפויה להיות 2.9% בלבד¹⁰, קצב הצמיחה האיטי ביותר מאז המשבר הפיננסי. ההאטה בצמיחה הקיפה את רוב הגושים העיקריים (איור נ-1) והגופים הבינלאומיים עדכנו את תחזיות הצמיחה שלהם כלפי מטה. הגורמים העיקריים שפגעו בצמיחה השנה היו המשך מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין וחולשה בפעילות התעשייתית, בעיקר במגזר הרכב. גורמים אלה פגעו גם בסחר העולמי, שצמח השנה ב-1% בלבד.

איור נ-1
הצמיחה השנתית במדינות/גושים מרכזיים

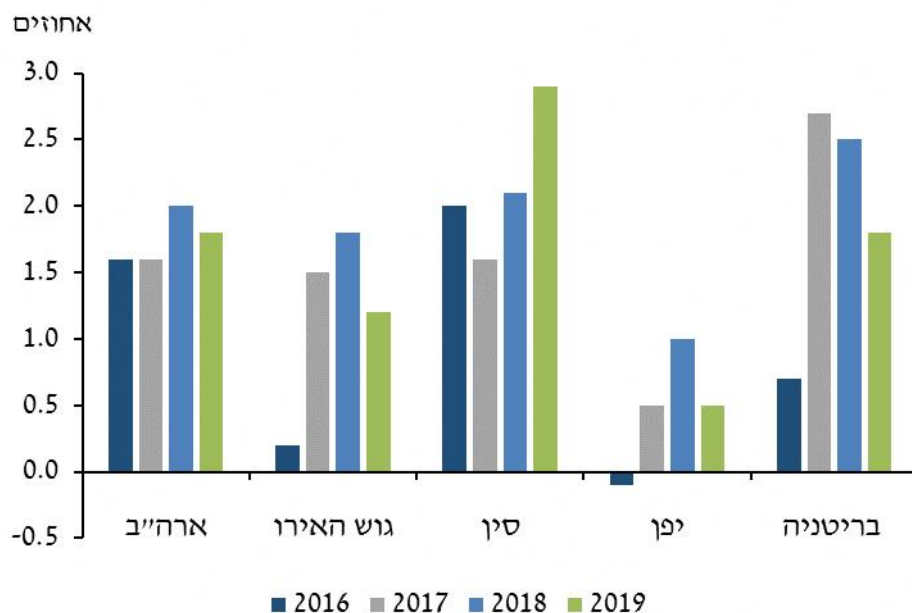


המקור: IMF, נתוני 2018 בפועל, 2019 אומדן, 2020 תחזית

הסביבה האינפלציונית נותרה נמוכה. האינפלציה שווה מתחת ליעד הבנקים המרכזיים בארה"ב, אירופה ויפן (איור נ-2). החטאת יעד האינפלציה מלמטה והרצון לתמוך בצמיחה הכלכלית, הביאו את הבנקים המרכזיים לנקוט במדיניות מוניטרית מרחיבה ובכלל זה הובילה לשינוי במדיניות ה-FED מצמצום מוניטרי חזרה לתואי ריבית יורד.

¹⁰ קצב הצמיחה בשנת 2018 עמד על 3.6%.

איור נ-2 האינפלציה השנתית במדינות / גושים מרכזיים



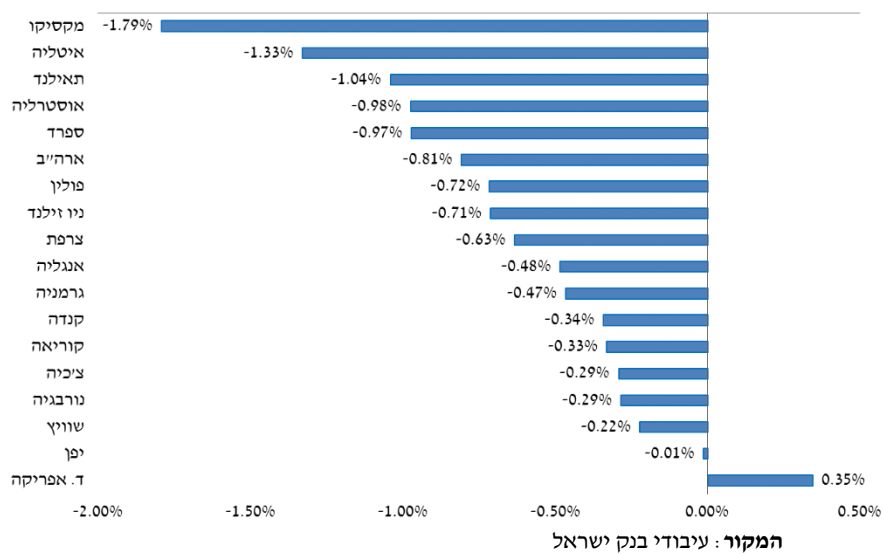
המקור: בלומברג, 2016-2018 בפועל, 2019 אומדן. נתוני ה-CPI, בארה"ב PCECORE

רמת הסיכון נותרה במרבית השנה גבוהה, בעיקר על רקע סיכונים פוליטיים (מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין ואופן יישום פרישתה של בריטניה מהאיחוד האירופי) וחששות מהתגברות ההאטה בצמיחה ומהתרחבותה גם לארה"ב. אך המדיניות המוניטרית המרחיבה וירידה בסיכון הפוליטי, הביאו לקראת סוף התקופה לירידה בסיכונים הטווח הקצר ומנגד, מוסיף להתגבר הסיכון הפיננסי לטווח הבינוני, על רקע ההתייכרות במחירי הנכסים הפיננסיים.

ההאטה בצמיחה והמדיניות המוניטרית המרחיבה, הביאו לירידה חדה בתשואות האג"ח (איור נ-3) והיקף האג"ח שנסחר בתשואה שלילית עומד על כ-12 טריליון דולר (איור נ-4), רובו אג"ח ממשלתי של יפן ושל מדינות אירופה. התשואה הנמוכה הביאה לגידול בתיאבון לסיכון של המשקיעים, שתמך בעליות בשערי המניות ובצמצום מרווחי האג"ח התאגידיות. השנה נרשמו עליות חדות במדדי המניות (איור נ-5), בהתאם ובשל "תיקון" לירידות השערים בסוף שנת 2018. הדולר נסחר במגמה מעורבת מול המטבעות העיקריים, התחזק ב-2.2% מול האירו ונחלש מול הין היפני והליש"ט בכ-1% וב-4% בהתאמה. למרות אירועים גאו-פוליטיים במפרץ הפרסי והחלטות OPEC לקצץ בתפוקה, נסחר השנה הנפט בטווח צר יחסית (55-66 דולר לחבית מסוג ברנט), בין היתר בשל השפעת תעשיית הפצלים שנהנית מגמישות יחסית ושהקטינה את התנודתיות במחיר.

איור נ-3

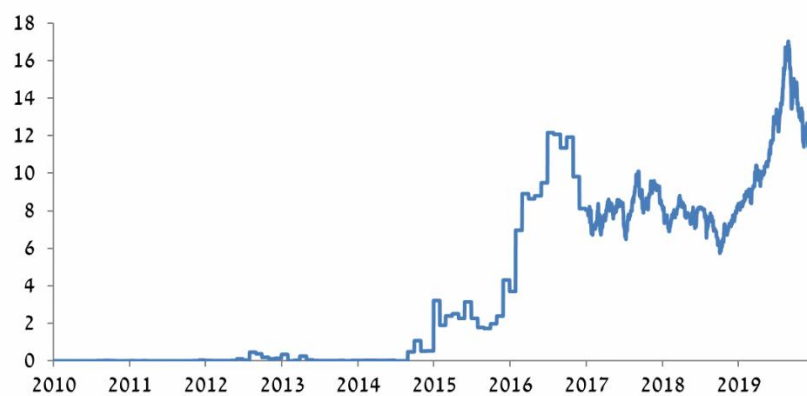
שינוי בתשואה לפדיון על אג"ח ל-10 שנים במדינות עיקריות בשנת 2019



איור נ-4

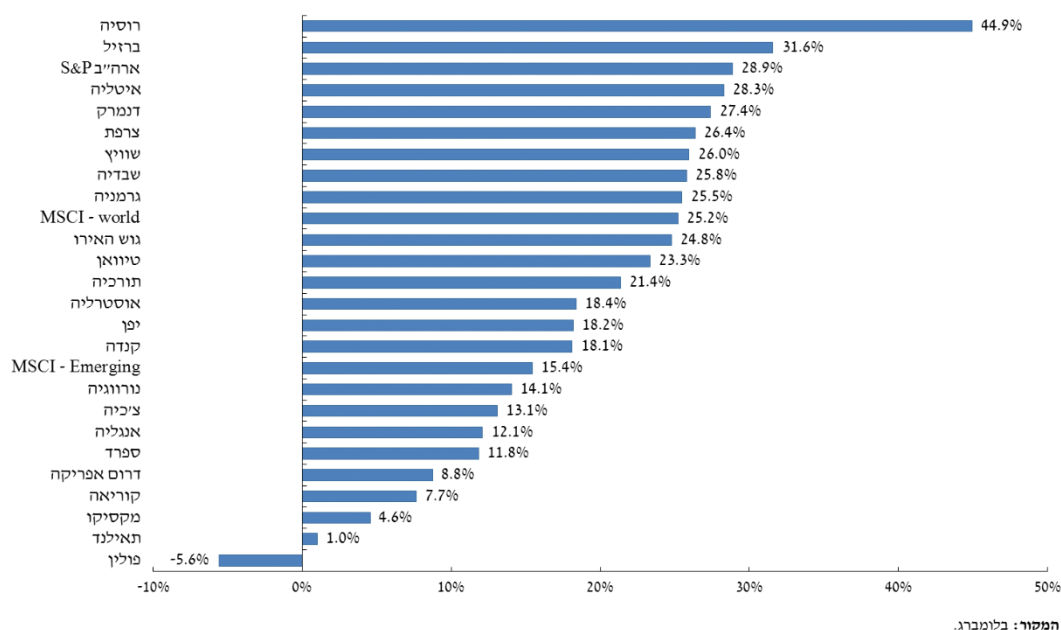
סך האג"ח הנסחר בתשואה שלילית

טריליוני
דולרים



המקור: בלומברג

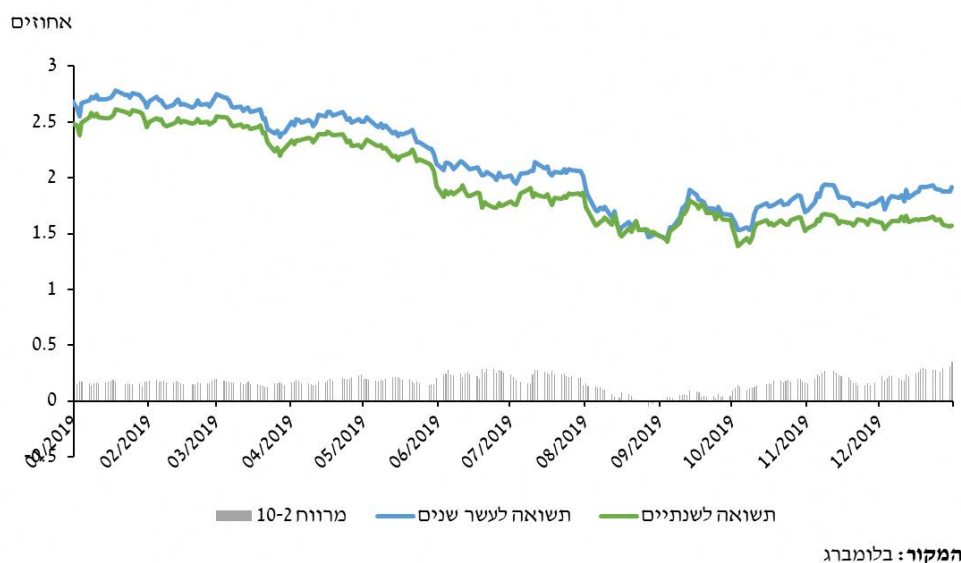
איור נ-5 ביצועי המניות במונחי המטבע המקומי, 2019



כלכלת ארה"ב. לאחר מספר שנים שבהם נהנתה ארה"ב על רקע תמריצים פיסקליים מקצב צמיחה מואץ, האט השנה קצב הצמיחה ל-2.3% (אומדן ה-IMF), לעומת 2.9% בשנת 2018. ההאטה הושפעה מאוד ממלחמת הסחר בין ארה"ב לסין שפגעה בהשקעות, מהחולשה הגלובלית בתחום התעשייה ומאיבוד תנופה בתעשיית הפצלים. מספר גורמים הביאו את ה-FED לשנות את המדיניות המוניטרית ובראשם מלחמת הסחר, ההאטה בהשקעות והירידה בצמיחה העולמית. ה-FED הוריד את הריבית שלוש פעמים במהלך השנה, לעומת ארבע העלאות ריבית בשנה שעברה. עקום התשואות נותר שטוח למרות הורדת הריבית ב-75 נ"ב, משום שהתשואות הארוכות ירדו גם הן באופן חד (איור נ-6). כאמור לעיל, הורדת הריבית והירידה בתשואות האג"ח, יחד עם התקדמות משמעותית במלחמת הסחר לקראת סוף השנה, הביאו לירידה בסיכוני הטווח הקצר ולעליות בשערי המניות.

איור נ-6

התשואה על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים ולשנתיים ושיפוע העקום בארה"ב, 2019



קצב הצמיחה בגוש האירו ירד חדות ועמד להערכת ה-IMF על 1.2% לעומת 1.9% ב-2018 ו-2.4% ב-2017, בעיקר על רקע חולשה בתעשייה ובמגזר הרכב. החולשה בלטה במיוחד בגרמניה ובאיטליה, שצמחו בשנת 2019 רק ב-0.5% וב-0.2% בהתאמה. ההאטה בצמיחה הביאה את ה-ECB להעמיק עוד יותר את המדיניות המוניטרית המרחיבה, באמצעות הורדת ריבית של 10 נ"ב, השקה של תוכנית להרחבה כמותית והפעלה מחודשת של תוכנית TLTRO. צעדים אלה הביאו לירידה בתשואות האג"ח ותמכו בשוקי המניות בגוש.

בריטניה נרשמה בשנת 2019 צמיחה של 1.3% (אומדן ה-IMF), על רקע אי-הוודאות סביב ה-Brexit, כששוק העבודה החזק והצריכה הפרטית תמכו בפעילות הכלכלית. ניצחונם של השמרנים בבחירות הכלליות בחודש דצמבר הפחית מאוד את חששות המשקיעים מ-Hard Brexit ותמך בליש"ט, שהתחזק בסיכומה של שנה בכ-4% מול הדולר.

כלכלת יפן צמחה בשנת 2019 ב-1% (אומדן ה-IMF), בעוד שהאינפלציה נותרה נמוכה ורחוקה מאוד מיעד הבנק המרכזי. המדיניות המוניטרית המרחיבה נותרה על כנה. הין התחזק בשנת 2019 מול הדולר, תשואות האג"ח לעשר שנים נותרו על רקע מדיניות השליטה על העקום של ה-BOJ כמעט ללא שינוי ושערי המניות עלו בהתאם למגמה העולמית.

הכלכלה הסינית המשיכה ב"נחיתה הרכה", על רקע מלחמת הסחר והחולשה בתעשייה הגלובלית נרשמה בשנת 2019 האטה בקצב הצמיחה במדינה שעמדה, להערכת ה-IMF, על 6.1% בלבד, לעומת 6.6% ב-2018. השלטונות נקטו בצעדים מרחיבים כדי להתמודד עם ההאטה בקצב הצמיחה ובראשם הורדת יחס הרזרבות והורדה מתונה של ריבית הייחוס להלוואות הבנקים.

נספח 2 : הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ¹¹

בתוקף מה-23 בינואר 2019

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

1. קווים מנחים בסיסיים, הנובעים מהמטרות של החזקת היתרות

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

(א) שמירה על כוח הקנייה של היתרות. יעד זה מתפרש כשמירה על הערך של היתרות על פני זמן במונחי מטבע המדידה שהבנק בחר בו – הנומור (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. להלן).

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

אסטרטגיית ההשקעה של תיק היתרות תגובש תוך מתן משקל הן לפרופיל הסיכון ולביצועי תיק היתרות בטווח הקצר והן לפרופיל הסיכון ולביצועי התיק בטווח הבינוני. וזאת בכפוף לעמידה במגבלות הבטיחות והנזילות בכל רגע נתון.

2. חלוקת העבודה בין הוועדה המוניתרית לבין חטיבת השווקים

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

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

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

חטיבת השווקים תייעץ לוועדה המוניתרית במילוי תפקידיהן באמצעות ניירות עמדה והצעות לדיון בוועדה.

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

¹¹ מאפייני תיק היתרות בפועל מדווחים לציבור בסקירה שנתית שמתפרסמת באתר בנק ישראל.

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

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

הרכב הנומרר¹² נקבע על פי עקרונות המשקפים את המטרות של החזקת היתרות.

העקרונות שלפיהם נקבע הרכב הנומרר הם:

- (א) ההרכב המטבעי של היבוא בפועל ושל היבוא הצפוי בשעת חירום.
- (ב) הרכב החוב החיצוני לטווח הקצר והבינוני.
- (ג) הערכות לגבי נזילותם של המטבעות השונים שניתן להשקיע בהם.

ההרכב המטבעי של הנומרר נבחן גם לאור ההרכב המטבעי של סך תיקי יתרות מטבע החוץ של הבנקים המרכזיים החברים בקרן המטבע הבין-לאומית, כפי שזה מדווח על ידי הקרן.

הרכב הנומרר יקבע, בתום כל שנה, על ידי הוועדה המוניתרית על בסיס המלצת חטיבת השווקים, בהתאם להשתנות הנסיבות במשק ובשווקים הגלובליים. אם יחולו שינויים מהותיים באחד או יותר מהסעיפים (א)-(ג), הרכב הנומרר יובא לדיון בוועדה המוניתרית.

מאחר שתשואת ההחזקה של תיק היתרות נמדדת במונחי הנומרר, יוגדר סל המטבעות המרכיב את הנומרר כהרכב המטבעי נטול-הסיכון עבור מנהלי תיק היתרות.

4. פרופיל הסיכון

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

פרופיל הסיכון יקבע כך שבהינתן 5% של התוצאות הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד לא יעלה על 475 נב. באופן של שנה. רמת סיכון זו נקבעה במטרה להגביל את הסיכון בטווח הקצר ולהגדיל את הסיכוי לעמידה ביעד שימור כוח הקנייה בטווח הבינוני.

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.

¹² הנומרר מוגדר במונחי יחידות מטבע (לדוגמה, X דולר, Y אירו ו-Z ליש"ט). היחס בין יחידות המטבע (בדוגמה, X:Y:Z) ייקבע על ידי ההרכב המטבעי של התיק (בדוגמה, % הדולר בתיק, % האירו ו-% הליש"ט) כפי שייקבע על ידי הוועדה ועל ידי שערי החליפין של מטבעות הנומרר במועד ההחלטה.

(א) סוגי הנכסים המאושרים לשימוש בניהול יתרות הם:

1. איגרות חוב (כולל איגרות חוב בריבית קבועה, בריבית משתנה ואיגרות חוב צמודות למדד).
2. איגרות חוב המגובות במשכנתאות או מגובות נכסים (MBS ו-ABS), לכל היותר 6% מסך היתרות.
3. תעודות פיקדון סחירות של בנקים – CD: Certificate of Deposit.
4. פיקדונות לזמן קצוב – Deposit.
5. ניירות ערך מסחריים של מדינות – CP: Commercial Paper.
6. מניות, לכל היותר 17.5% מסך היתרות.
7. גזרים שנכס הבסיס שלהם מותר להשקעה.

(ב) ניהול לעומת סמן:

ניהול רכיבי 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 באגרות חוב קונצרניות מוגבלת ל-15% מסך היתרות, וזאת רק באג"ח שקבוצת דירוג האשראי שלהן הוא לפחות BBB.
5. ההשקעה באגרות חוב ובפיקדונות של מוסדות כספיים בין-לאומיים מוגבלת ל-15% מסך היתרות.
6. החשיפה של היתרות למערכת הבנקאית 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 DVP¹³ (Delivery Versus Payment) בלבד.

(ה) סיכון הנזילות:

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

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

(ו) ניהול פעיל וכללי ציות:

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

(ז) נכסי סיכון:

סך ההשקעה הכוללת במניות (סעיף 5.א.6) ובאגרות חוב קונצרניות (סעיף 5.ד.4) 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.

¹³ פעילות מסוג DVP היא פעילות שבה העברת התשלום והכנס מצד לצד, מתבצעת בו זמנית ולכן סיכון האשראי בפעילות זו הוא אפסי.

7. מדידת התשואות והדיווח עליהן

היתרות ינוהלו בשקיפות. חטיבת השווקים תדווח תקופתית לוועדה המוניטרית (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 המוניטרית.

נספח 3 : מילון מונחים

ערך	פירוש
1 אריכות Duration	רגישות 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"מ (משך חיים ממוצע).
2 אריכות של תיק Portfolio Duration	האריכות הממוצעת של תיק מכשירי חוב (שהאריכות של כל נכס בתוכו משוקללת לפי משקלו בתיק), היא הממד המקובל לאמידת סיכון הריבית של התיק.
3 הוועדה המוניתרית	הוועדה המוניתרית הוקמה בהתאם לחוק בנק ישראל, התש"ע-2010. בוועדה שישה חברים – שלושה מבנק ישראל ושלושה נציגי ציבור כשנגיד הבנק משמש כיו"ר הוועדה. הוועדה המוניתרית קובעת את המדיניות להשגת מטרות הבנק ובכלל זה את המדיניות המוניתרית ומחליטה על הפעולות שעל הבנק לנקוט כדי להשיגן. הוועדה מופקדת, בהתייעצות עם שר האוצר, על התוויית הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של היתרות ועל המעקב אחר יישום מדיניות זו. הוועדה גם מאשרת ומעדכנת את חלוקת הסמכויות בנושא מדיניות ההשקעה של היתרות בינה לבין חטיבת השווקים.
4 הסמן הבסיסי (סמן בהרכב הנומרי)	מייצג הרכב נכסי שמרני, בר-השקעה, שעומד בשני היעדים הראשוניים של מדיניות השקעת היתרות, קרי, שמירה על כוח הקנייה שלהן וניהולן ברמה גבוהה של נזילות. ההרכב המטבעי שלו זהה להרכב הנומרי והוא מכיל אג"ח ממשלתיות קצרות של מטבעות הנומרי.
5 הקווים המנחים	הקווים המנחים כוללים את פירוט הנכסים, פרופיל הסיכון ומגבלות כמותיות ואיכותיות על סוגי הנכסים שמותרים להשקעה. יש להדגיש שהמגבלות על סוגי הנכסים השונים אינם בבחינת המלצה לשיעור ההשקעה בפועל בסוגי נכסים אלה.
6 יחס מידע Information Ratio	מודד את תרומת הניהול הפעיל של מנהל תיק ביחס לסיכון העודף שנטל ומעיד על מידת העקביות של יכולת המנהל להניב תשואה עודפת בתמורה לתוספת סיכון. הוא מחושב כיחס תרומת הניהול הפעיל לסטיית התקן שלה.
7 יתרות מטבע חוץ Foreign Currency Reserves	נכסים פיננסיים שמנופקים בידי גורמים זרים, שנקובים במטבע חוץ (לרבות זהב) והם בשליטתו הבלעדית של הבנק המרכזי וזמינים לו לצורך ביצוע תפקידיו על פי חוק ללא דיחוי.
8 מדד CVaRp (Conditional Value at Risk)	משמש לכימות רמת הסיכון במונחי תוחלת ההפסד של תיק ההשקעה, בהינתן טווח זמן מסוים והסתברות מסוימת (p). הוועדה המוניתרית קבעה רמת סיכון מירבית של היתרות בקווים המנחים, כך שבהינתן 5% של תוצאות ההשקעה הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד באופק של שנה – ה-CVaR5% – לא יעלה על 475 נ"ב.
9 מרווח תשואה Yield Spread	ההפרש בין התשואות-לפדיון של שני מכשירי חוב.
10 נומרי Numeraire	סל מטבעות שמשמש למדידה של תשואות יתרות מטבע החוץ. (ראו פרק ב'-3 לעיל).
11 ניהול פעיל	סגנון ניהול השקעה שבו מנהל התיק מנסה באמצעות החלטות קנייה ומכירה של ניירות ערך או אסטרטגיות השקעה שונות להשיג תשואה גבוהה מזו של סמן או מדד שוק. המונח מתאר בסקירה זו החלטות להשקיע בנכסים ובמדינות שלא כלולים בסמן הבסיסי.
12 נכס מרווח Spread Asset	נכס שנושא תשואה-לפדיון גבוהה יותר מזו של אג"ח ממשלתית עם תקופה לפירעון דומה, עקב הבדלים בחשיפה לסיכון אשראי, נזילות, גורמים תפעוליים וכד'. מרווח התשואה של נכס נודע כהפרש בין התשואה-לפדיון שלו לזו של אג"ח ממשלתית דומה. נכסי מרווח כוללים גם אג"ח ממשלתיות נקובות במטבע שונה מהמטבע המקומי של המדינה המנפיקה.
13 נכסי סיכון	נכסים שמאופיינים בסיכון גבוה מזה שיש באג"ח ממשלתיות. הכוונה בסקירה זו למניות ולאג"ח תאגידיות.
14 נקודת בסיס Basis Point	שיעור של 0.01 אחוז; חלק אחד מתוך עשרת אלפים או מאית האחוז.

15	סטיית תקן Standard Deviation	מדד סטטיסטי למידת הפיזור של התפלגות סביב התוחלת שלה, שמשמשת לעיתים קרובות קנה מידה להיקף החשיפה לאי-ודאות. ע"ע תנודתיות.
16	סיכון אשראי Credit Risk	החשיפה לאפשרות של הפסד בשל מחדל בתשלום חובות במועד – של מנפיק, של מוסד פיננסי או של מדינה או הפסד כתוצאה משינויים בהערכת גורמים בשוק את ההסתברות של אירוע כזה.
17	סיכון מחיר Market Risk	החשיפה לאפשרות של הפסד כתוצאה משינויים בשערי הנכסים, ידוע גם כ"סיכון שוק". סיכון המחיר של אג"ח, משלב את סיכון הריבית ואת סיכון האשראי, היה וקיים.
18	סיכון מטבעי Currency Risk	החשיפה לאפשרות של הפסד כתוצאה משינויים בשערי החליפין.
19	סיכון נזילות Liquidity Risk	החשיפה לאפשרות של הפסד כתוצאה ממימוש כפוי של נכסים בתוך זמן קצר ובנפח גדול יותר ממה שהשוק מסוגל לקלוט, ללא השפעה שלילית על מחיר השוק ו/או על המרווח קנייה/מכירה.
20	סיכון ריבית Interest-rate Risk	החשיפה לאפשרות של הפסדי הון כתוצאה מעליית התשואות-לפדיון.
21	סמן Benchmark Portfolio	תיק רעיוני, בר השקעה, שבנוי על פי כללים מוסכמים מראש ומשמש קנה מידה להערכת ביצועיו של מנהל התיק השקעות ועוגן לניהול הסיכונים של התיק.
22	עקום תשואות Yield Curve	עקום שמתאר את היחס בין התשואה לפדיון ואת הזמן לפירעון שנותר עבור אגרות חוב עם מאפיינים משותפים (כגון אג"ח של ממשלת מדינה מסוימת במטבע מקומי).
23	פרמיית הסיכון	תשואת ההחזקה העודפת של נכס סיכון, מעל לריבית חסרת סיכון.
24	תיק חסר סיכון Risk-free Portfolio	תיק שבו לא נשקפים למשקיע לא הפסדים ולא רווחים.
25	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').
26	תרומת הניהול הפעיל (תשואה עודפת)	ההפרש בין תשואת תיק היתרות לבין תשואת הסמן הבסיסי, שמודד את ההחלטות להשקיע במדינות ובנכסים נוספים שלא כלולים בסמן הבסיסי. מכונה גם "תשואה עודפת".
27	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.
28	תשואת החזקה Holding-period Return Rate of	שיעור השינוי בערכו של נכס או תיק, על פני תקופה מוגדרת, כולל תשלומי ריבית או דיווידנדים שנתקבלו.