



בנק ישראל

ההשקעה של יתרות מטבע החוץ

דין וחשבון 2020

תוכן העניינים

עיקרי הדברים.....	3
א. הרמה של יתרות מטבע החוץ.....	5
ב. מסגרת הניהול של יתרות מטבע החוץ.....	8
1. מטרות החזקתן של היתרות והקווים המנחים לניהולן.....	8
2. רמת הסיכון של היתרות.....	9
3. הסמן הבסיסי, ההקצאה האסטרטגית וההרכב בפועל.....	10
ג. תשואת ההחזקה של היתרות.....	13
1. תנאי הרקע הכלכליים והפיננסים.....	13
2. תשואת תיק היתרות.....	16
ד. תרומת הניהול הפעיל - התשואה העודפת מול הסמן הבסיסי.....	19
1. מניות.....	21
2. אג"ח תאגידיות.....	21
3. אריכות ופיזור.....	23
4. חשיפות מטבעיות.....	23
ה. הסיכון והתשואה שמואמת לסיכון.....	24
1. התנודתיות של תיק היתרות, הניהול הפעיל ומדד ה- $CVaR_{5\%}$	24
2. תרומת הניהול הפעיל שמואמת לסיכון.....	26
נספח 1 : הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית.....	27
נספח 2 : הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ.....	32
נספח 3 : מילון מונחים.....	37

עיקרי הדברים

משבר הקורונה

בשל התפרצות מגפת הקורונה, אופיינה שנת 2020 בהאטה חדה בפעילות הריאלית ובעלייה בסיכונים בעולם. בשווקים הפיננסיים הדבר התבטא בירידות חדות במחירי המניות והאג"ח התאגידיות ובירידת תשואות חדה באג"ח הממשלתיות בעולם ובכלל זה של ארה"ב וגרמניה ברביע הראשון של השנה. עם זאת, נכסי הסיכון חזרו לעלות בהמשך השנה ורובם סיימו את 2020 בתשואות החזקה חיוביות. במהלך השנה נצפתה עלייה חדה בתנודתיות בכל הנכסים הפיננסיים.

בנק ישראל, כמשקיע לטווח ארוך, הותיר את שיעור ההשקעה בנכסי הסיכון בתיק היתרות תוך נקיטת צעדים שונים שנועדו למזער את הסיכונים הפיננסיים אליהם הוא חשוף בהשקעה בנכסים אלה. כמו כן, על רקע הרעה משמעותית בתנאים הכלכליים במשק המקומי בעקבות התפשטות מגפת הקורונה והצעדים שנקטו לבלימתה, הפעיל בנק ישראל מגוון כלים במטרה לסייע בהתמודדות עם המשבר. בין היתר, נעשה שימוש לראשונה ביתרות המט"ח ובנק ישראל החל לקשור עסקאות החלף (SWAP) בשוק המט"ח במטרה לספק נזילות דולרית לבנקים המקומיים.

רמת היתרות

יתרות מטבע החוץ של ישראל הסתכמו בסוף 2020 בסך של 173.3 מיליארד דולר - גידול בסך של 47.3 מיליארד דולר במהלך השנה לעומת קודמתה. ביחס לתמ"ג עלו היתרות משיעור של 31.9% לשיעור של 43.3%.

מקורות השינוי ביתרות

הגידול ביתרות נבע מרכישות מטבע חוץ של בנק ישראל במסגרת היישום של המדיניות המוניתרית בסך של 21 מיליארד דולר, מהפקדות הממשלה בסך של 14.6 מיליארד דולר ומרווחים, מהכנסות ומהפרשי שערים (שיערוך) בסך של 11 מיליארד דולר.

הרכב הנכסים של היתרות

שיעורי ההשקעה מתוך היתרות היו נכון לסוף שנת 2020 64% בנכסים ממשלתיים, 15% במניות, 14% בנכסי מרווח ו-7% באג"ח תאגידיות.

תנאים פיננסיים

בסיכום שנתי, השווקים הפיננסיים היטיבו עם ביצועי תיק היתרות: ירידה בתשואות לפדיון של אג"ח ממשלתיות, במקביל לעלייה במחירי נכסי סיכון, מניות ואג"ח תאגידיות תרמו לתשואה. זאת, תוך עלייה בסיכון שהתבטאה בעלייה חדה בתנודתיות הנכסים הפיננסיים.

התשואה על התיק

במונחי הנומרי (סל מטבעות שמורכב בעיקר מדולר ומאירו), שיעורי התשואה על ההחזקה של תיק היתרות הייתה בשנת 2020 - 4%, בשלוש השנים האחרונות - 3.4% לשנה ובחמש השנים האחרונות - 3% לשנה (לוח א1).

לוח א1

התשואה על ההחזקה של תיק היתרות במבט שנתי ורב-שנתי, במונחי נומרי,

אחוזים, מונחים שנתיים

חמש שנים	שלוש שנים	2020	
3.0	3.4	4.0	תשואת התיק בפועל
0.7	1.1	0.6	תשואת הסמן הבסיסי
2.2	2.3	3.4	התשואה העודפת

**תרומת
הניהול
הפעיל**

תרומת הניהול הפעיל שנמדדת על ידי השוואה בין התשואה על התיק לבין התשואה על תיק חסר סיכון (הסמן הבסיסי), הייתה השנה בשיעור של 3.4%. תרומה זו הגיעה ברובה מהמניות – 1.8%, בעיקר מההשקעה במניות ארה"ב – 1.76%, ומהאריכות – 1.5%.

**רמת הסיכון
של התיק**

התנודתיות של התיק, שמגלמת את רמת הסיכון של התיק, הגיעה השנה לשיא. בשל התנודתיות הגבוהה במדדי המניות ובשל משקלן הגבוה בתיק בהשוואה לשנים קודמות, הגיעה סטיית התקן של התשואה על התיק שמודדת את התנודתיות הזו לרמה של 3.35%, לעומת רמה של כ-1% בממוצע בעשור האחרון.

**בחינת שינוי
של יעדי
מדיניות
ההשקעה**

העלייה הניכרת ברמת היתרות, שנובעת מרכישות מטבע החוץ של בנק ישראל במסגרת היישום של המדיניות המוניטרית, הביאה את בנק ישראל לבחון את היעדים עליהם מושתתת מדיניות ההשקעה של היתרות ואת מאפייניה, כגון: אופק ההשקעה; פרופיל הסיכון; שיעור ההשקעה בנכסי סיכון; וכן מטבע המדידה של התשואה על היתרות. בכפוף להשגת יעדי הבטיחות והנזילות, חשוב שמדיניות ההשקעה של תיק היתרות תביא להשגת תשואה שקלית אשר בטווח הארוך תכסה לפחות את עלות המימון של החזקת היתרות (עלות ההתחייבויות במאזן הבנק). לאור זאת התשואה על ההחזקה של תיק היתרות מדווחת גם במונחי שקלים (לוח ב1).

השנה, התשואה במונחי שקל היא שלילית בשל ייסוף של השקל מול המטבעות העיקריים שבהם מוחזקות היתרות ובעיקר מול הדולר. למרות הייסוף המתמשך של השקל מול מטבעות ההשקעה, התשואה היא שלילית בשיעור נמוך מאוד בטווח של שנה ושל חמש שנים ואף חיובית בטווח של שלוש שנים.

לוח ב1

התשואה על ההחזקה של תיק היתרות במבט שנתי ורב-שנתי, במונחי שקל,

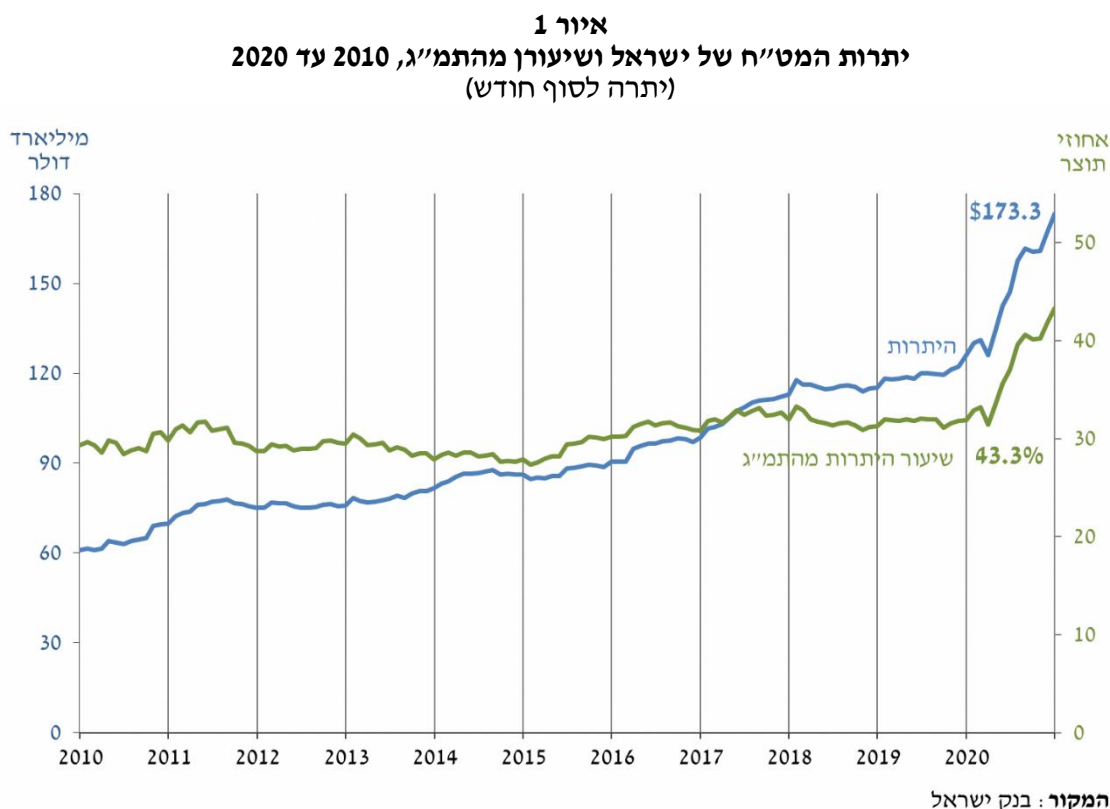
אחוזים, מונחים שנתיים ומצטברים

חמש שנים	שלוש שנים	2020	
-0.3	1.1	-0.5	תשואת תיק היתרות - מונחים שנתיים
-1.4	3.4	-0.5	תשואת תיק היתרות - מצטבר לתקופה
-3.1	-2.2	-4.3	שינוי שע"ח נומרר/שקל - מונחים שנתיים
-14.8	-6.5	-4.3	שינוי שע"ח נומרר/שקל - מצטבר לתקופה
-3.8	-2.5	-7.0	שינוי שע"ח דולר/שקל - מונחים שנתיים

סימן שלילי בשינוי בשע"ח משמעו ייסוף של השקל

א. הרמה של יתרות מטבע החוץ

יתרות מטבע החוץ של ישראל גדלו בשנת 2020 בסך של 47.3 מיליארד דולר – מסך של 126 מיליארד דולר בסוף שנת 2019 לסך של 173.3 מיליארד בסוף 2020¹ (איור 1).



הגידול ביתרות נבע מרכישות מטבע חוץ של בנק ישראל בסך של 21.2 מיליארד דולר, מהפקדות הממשלה בסך של 14.6 מיליארד דולר וכן משיעורן בסך של 11.1 מיליארד דולר (לוח 2). השיעור הוא השינוי ביתרות במונחי דולר שמיוחס לרווחים שמומשו מהכנסה מריבית ומרווחי הון וכן לשינוי השווי מהפרשי מחירי נכסים והפרשי שערים של המטבעות שבהם מושקעות היתרות מול הדולר, לפי הפירוק הבא:

1. סך של 4.5 מיליארד דולר, מרווחים בשל הפרשי שער בעיקר של מטבעות האירו והליש"ט מול הדולר, שבהם מושקעים שיעור של כ-30% מהיתרות, בשל התחזקותם מול הדולר;
2. סך של 2.7 מיליארד דולר, מרווחים בשל עליית שוויין של המניות ובשל רווחי הון באג"ח, שנבעו מירידת התשואות;
3. סך של 3.9 מיליארד דולר מהכנסות מריבית ומרווחי הון שמומשו.

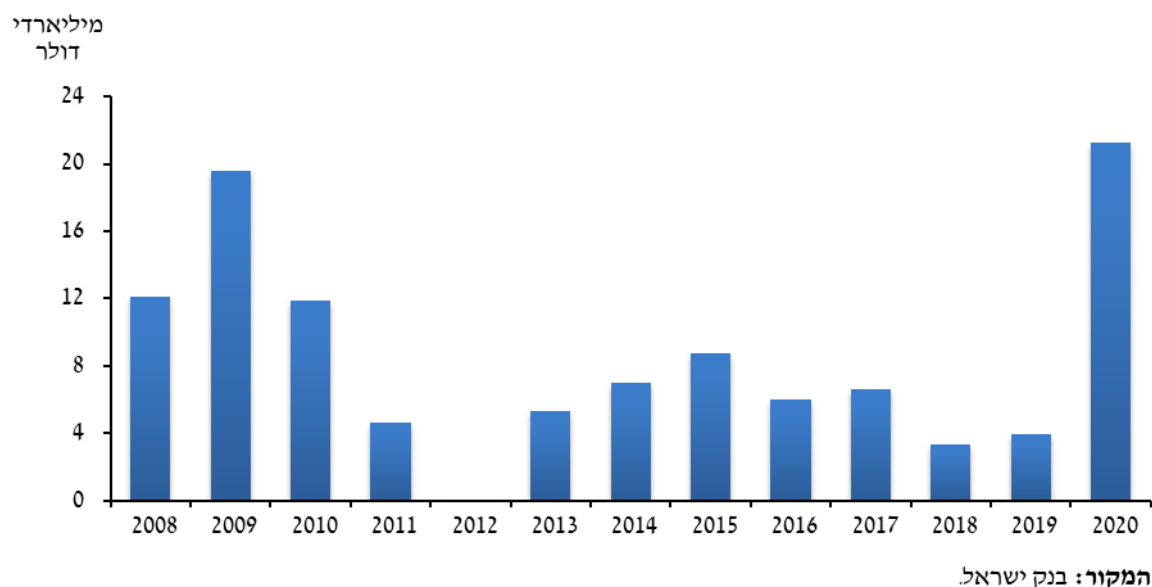
¹ רמת היתרות, לאורך כל הסקירה, כוללת את ההקצאות של זכויות משיכה על ידי קרן המטבע הבין-לאומית למדינות החברות בקרן (Allocation SDRs) ואת ה-Reserve Tranche בקרן. רמתן הגיעה בסוף שנת 2020 לסך של 2.1 מיליארד דולר. עוד בעניין זה, ראו: "בנק ישראל – דין וחשבון כספי לשנת 2020".

לוח 2
רכיבי השינויים ביתרות, 2020
(מיליוני דולרים)

21,238	רכישות מט"ח
11,080	שיערוך
331	המגזר הפרטי
14,634	הממשלה
47,283	סך כל השינוי

במהלך שנת 2020, על רקע ההרעה המשמעותית בתנאים הכלכליים במשק בעקבות התפשטות מגפת הקורונה והצעדים שנקטו לבלימתה, הפעיל בנק ישראל מגוון של כלים במטרה לסייע בהתמודדות עם המשבר. הצעדים העיקריים שנקטו נועדו להבטיח את המשך פעילותם התקינה של השווקים הפיננסיים בישראל, להביא להגברת התמסורת מריבית בנק ישראל לריביות השוק ולהקלה בתנאי האשראי. בין יתר הכלים, בנק ישראל קשר עסקות החלף (SWAP) דולר/שקל בשוק מטבע החוץ, במטרה לספק לבנקים המקומיים נזילות דולרית בסך של 7.5 מיליארד דולר. כלי זה הופעל על ידי שימוש לראשונה ביתרות המט"ח שבנק ישראל צבר בשנים האחרונות. רמת היתרות הגבוהה אפשרה את הספקת הנזילות שנדרשת באופן יעיל למערכת הפיננסית המקומית. רכישות בנק ישראל בוצעו בשל היחלשות הדולר מול השקל, במסגרת המדיניות המוניטרית², ובלטו בהיקפן הגבוה בהשוואה לשנים קודמות (איור 2).

איור 2
רכישות מט"ח על ידי בנק ישראל, 2008 עד 2020

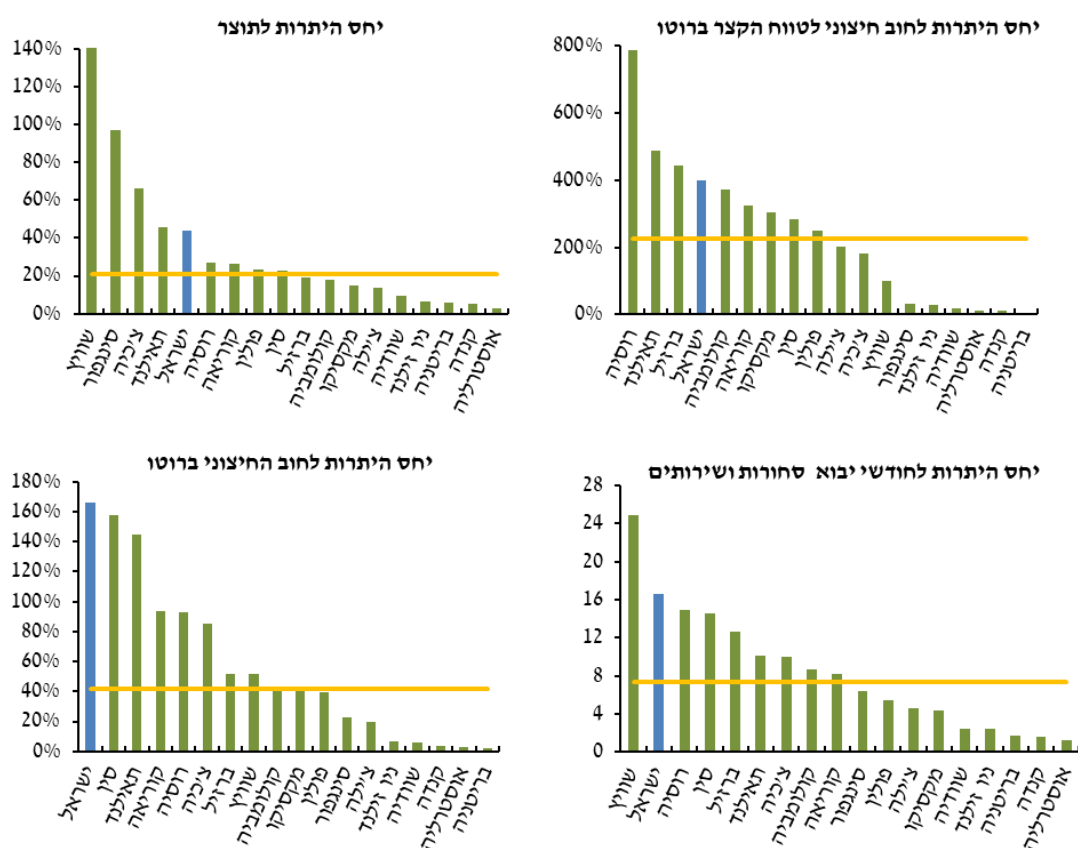


² ראו תיבה "מדיניות שער החליפין של בנק ישראל: הסיבות, התוצאות ותהליך קבלת ההחלטות" ב- <http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/RegularPublications/DocLib3/MonetaryPolicyReport/MPR201602h.pdf>

כתוצאה מכך עלתה רמת היתרות ביחס לתמ"ג בשיעור ניכר, משיעור של 31.9% לשיעור של 43.3%. כמו כן, רמת היתרות בסוף שנת 2020 הייתה גבוהה באופן ניכר מהגבול העליון של הרמה הנאותה³, שנקבעה בטווח של 70 עד 110 מיליארד דולר. לאור הודעת הוועדה המוניתרית⁴ על תכנית רכישה בסך של 30 מיליארד דולר במהלך שנת 2021, רמת היתרות צפויה להמשיך ולעלות גם בשנת 2021.

מקובל למדוד את היתרות ביחס למצרפים הכלכליים שלהן: התוצר; החוב של המשק לטווח קצר; היבוא; וכן החוב החיצוני. ניתן לראות שיחס היתרות למצרפים אלה של ישראל גבוה בהשוואה לחציון של מדינות אחרות והוא עלה בשנת 2020 באופן משמעותי בהשוואה לשנים קודמות (איור 3).

איור 3
היחס בין היתרות¹ לבין המצרפים הכלכליים, ישראל לעומת מדינות אחרות



¹ נתוני היתרות נכונים לסוף 2020 ונתוני המצרפים הכלכליים נכונים ל-31.12.2019.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, קרן המטבע, הבנק העולמי.

³ הרמה הנאותה של היתרות נקבעת על ידי הנגיד בהתאם למטרות של החזקתן, בהסתמך על עקרונות שאישרה הוועדה המוניתרית. ראו נספח 2 בדוח השקעת יתרות מטבע החוץ לשנת 2017 – העקרונות לקביעת הרמה הנאותה.
⁴ [הודעה לעיתונות מיום 14 בינואר 2021.](#)

ב. מסגרת הניהול של יתרות מטבע החוץ

1. מטרות החזקתן של היתרות והקווים המנחים לניהולן

לפי **חוק בנק ישראל התש"ע-2010**, הבנק מופקד על ההחזקה של יתרות מטבע החוץ של המדינה ועל ניהולן. הוועדה המוניתרית, שבראשה הנגיד ובה חברים גם נציגי ציבור, מופקדת, בהתייעצות עם שר האוצר, על התוויית **הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של היתרות** (נספח 2) ועל המעקב אחר היישום של מדיניות זו.

הקווים המנחים כוללים את פירוט הנכסים שמותרים להשקעה, את פרופיל הסיכון וכן מגבלות כמותיות ואיכותיות על סוגי הנכסים שמותרים להשקעה. יש להדגיש שהקווים המנחים אינם בבחינת המלצה לשיעור ההשקעה בסוגי הנכסים השונים בפועל. שיעור ההשקעה בפועל, במסגרת דרגות החופש לניהול שניתנו לחטיבת השווקים על ידי הוועדה המוניתרית, נגזר מההקצאה האסטרטגית השנתית ומסטיות מהקצאה זו. ההקצאה האסטרטגית נקבעת בכפיפות לרמת הסיכון שקבעה הוועדה ומבוססת על הערכות לגבי התנאים שצפויים 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 ממוחלט 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 ולפגוע כתוצאה מכך ביציבותו של המשק (מקרה פרטי של הנקודה הקודמת).

כדי למלא תפקידים אלה, מדיניות ההשקעה של היתרות מושתתת על היעדים הבאים:

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

בשל העלייה הניכרת ברמת היתרות, שהיא תוצאה של רכישות מטבע החוץ של בנק ישראל במסגרת היישום של המדיניות המוניתרית ובשל ההערכה שמגמה זו צפויה להימשך, בנק ישראל בחן את

היעדים שעליהם מושתתת מדיניות ההשקעה של היתרות. בכפוף להשגת יעדי הבטיחות והנזילות, חשוב שמדיניות ההשקעה של תיק היתרות תביא להשגת תשואה שקלית אשר בטווח הארוך תכסה לפחות את עלות המימון של החזקת היתרות (עלות ההתחייבויות במאזן הבנק). יעד זה הוא בר-השגה על ידי התאמתם של אופק ההשקעה, של פרופיל הסיכון ושל משקל הנכסים המסוכנים בתיק היתרות לסביבה המשתנה.

2. רמת הסיכון של היתרות

רמת הסיכון המרבית בתיק היתרות (פרופיל הסיכון), נקבעת על ידי הוועדה המוניתרית לפי הערכתה את רמת הסיכון שהולמת את מטרות ההחזקה של היתרות והיא מוגדרת כרמת ההפסד המרבית שהוועדה מוכנה לספוג ביתרות, מבלי שהפסד זה יפגע בהשגת היעדים שלשמן הן מוחזקות. מטרתה להגביל מראש את חשיפתן של היתרות לסיכונים הפיננסיים השונים – סיכון המחיר; סיכון האשראי; הסיכון המטבעי; וכן סיכון 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 באחזקות של התיק ומהתנודתיות של הנכסים שמוחזקים בו, אך הוא נסמך על רמת התנודתיות בעבר.

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

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 ברמת סיכון של כ-320 נ"ב לקביעת ההקצאה לשנת 2020. בפועל, בשל העלייה הניכרת בתנודתיות של הנכסים הפיננסיים במהלך השנה בעקבות משבר הקורונה, רמת הסיכון בתיק עלתה במהלך השנה מעבר לרמת ה-320 נ"ב, אך היא לא חרגה מהמגבלה שנקובה בקווים המנחים.

3. הסמן הבסיסי, ההקצאה האסטרטגית וההרכב בפועל

הניהול של 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 לפי כללים ידועים וקבועים.

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

הנומרי הוא סל מטבעות שכולל שלושה מטבעות שהתפלגו בממוצע על פני השנה כדלקמן: 67.4% דולר, 30.1% אירו ו-2.5% ליש"ט. הרכב הנומרי נגזר מהשימושים האפשריים של היתרות בעת הצורך ומהעקרונות שמשקפים את המטרות של 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 באישורה של הוועדה המוניתרית בעת הצורך. הנומרי מוגדר באופן כמותי (סל של כמויות מטבע) והרכבו המטבעי משתנה לכן עם שינוי שערי החליפין של המטבעות שמרכיבים אותו מדי יום.

התהליך השנתי של ההקצאה האסטרטגית בתיק היתרות קובע את ההרכב של התיק לשנה הקרובה. להקצאה שנבחרת יש תוחלת תשואה נאותה צפויה, במסגרת רמת הסיכון הרצויה ובמגבלות הקווים המנחים. ההקצאה האסטרטגית קובעת את המאפיינים המרכזיים של תיק היתרות ובכללם את ההרכב המטבעי, את ההרכב הנכסי ואת אריכות (מח"מ) המטרה לכל סמן מטבעי.

במסגרת ההקצאה האסטרטגית לשנת 2020, הוועדה החליטה להותיר את שיעור המניות בשיעור של 15%, להקטין את שיעור ההקצאה לאג"ח תאגידיות משיעור של 8% לשיעור של 6%, תוך חלוקה מטבעית של שני שליש לאג"ח תאגידיות בדולר ושליש לאג"ח תאגידיות באירו, להותיר את אריכות התיק ברמה של כשנתיים, להרחיב את ההשקעה בסל המטבעות לשישה מטבעות (השקעה עם משקולות שווים בצ'כיה, נורבגיה, צ'ילה, סין, פולין וארה"ב מול האירו) ולהגדיל את ההשקעה בו משיעור של 1.2% לשיעור של 3% (ראו לוח 3).

לוח 3
ההקצאה האסטרטגית לשנת 2019 ולשנת 2020

2020	2019	
79.0%	77.0%	אג"ח
2.1	2.0	אריכות (בשנים):
2.3	2.3	דולר
1.5	1.5	אירו
1.5	1.5	ליש"ט
3.0%	1.2%	חשיפות לסל מטבעות
15.0%	15.0%	מניות
8.8%	9.2%	ארה"ב
1.4%	1.0%	צרפת
1.3%	0.9%	גרמניה
1.2%	1.4%	יפן
0.8%	0.9%	בריטניה
0.5%	0.5%	קנדה
0.4%	0.4%	שוויץ
0.3%	0.3%	הונג קונג
0.3%	0.4%	אוסטרליה
6.0%	8.0%	אג"ח תאגידיות
4.0%	5.3%	ארה"ב
2.0%	2.7%	אירופה

המקור: בנק ישראל

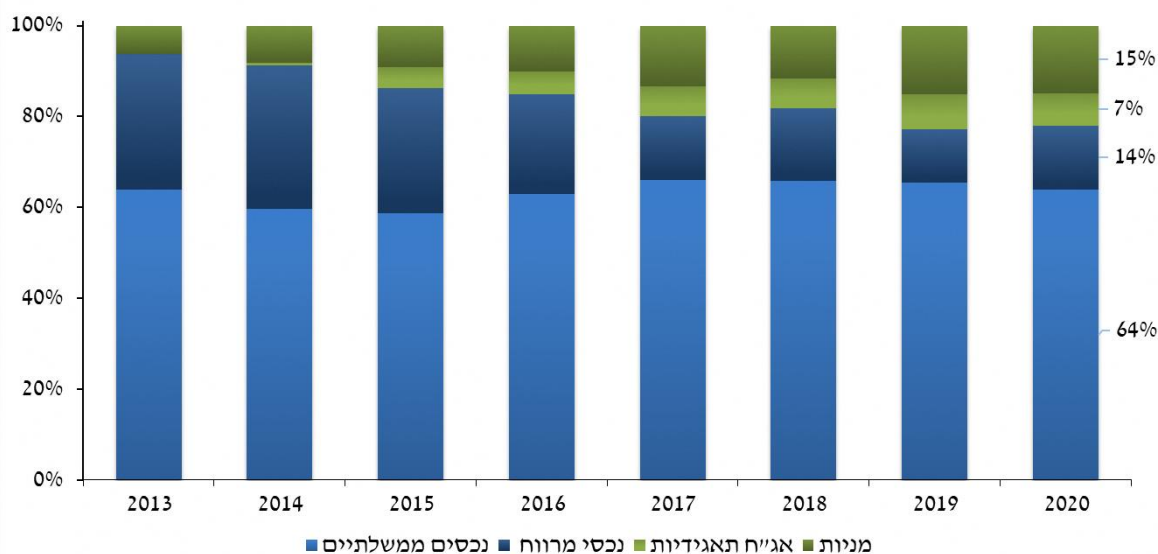
ראוי לציין שהוועדה המוניתרית מאפשרת לחטיבת השווקים דרגות חופש בהשקעה של היתרות, כך שהרכבן בפועל עשוי להיות שונה מזה שנקבע במסגרת ההקצאה. השוני יכול להתבטא בהשקעה בשיעורים שונים בנכסי הסיכון, בהשקעה באריכות שונה מההקצאה, בהשקעה באג"ח ממשלתיות של מדינות שלא כלולות בסמן הבסיסי או בהשקעה בנכסי מרווח, שהם מכשירי חוב של מנפיקים רב-לאומיים ושל מנפיקים מהמגזר הציבורי וכן אג"ח ממשלתיות שנקובות במטבע שונה מהמטבע המקומי של המדינה המנפיקה. כל זאת, תוך עמידה בכללי הקווים המנחים שקובעים את הנכסים ואת המנפיקים שמותרים להשקעה, את דירוגם המינימלי ואת המגבלות על שיעורי ההשקעה מתוך היתרות בנכסים ובמנפיקים אלה (נספח 2).

נכון לסוף שנת 2020, שיעור של 64% מהיתרות הושקעו בנכסים ממשלתיים⁵, מתוכם שיעור של 3% בסל המטבעות, שיעור של 14% הושקעו בנכסי מרווח, שיעור של 7% הושקעו באג"ח תאגידיות ושיעור של 15% הושקעו במניות (איור 4).

נכון לסוף שנת 2020, מתוך הנכסים בתיק היתרות שאינם מניות, הושקעו שיעור של 66% באג"ח בדירוג Aaa, שיעור של 20% בקבוצת הדירוג Aa, שיעור של 11% בקבוצת הדירוג A ושיעור של 3% בלבד בקבוצת הדירוג Baa (איור 5).

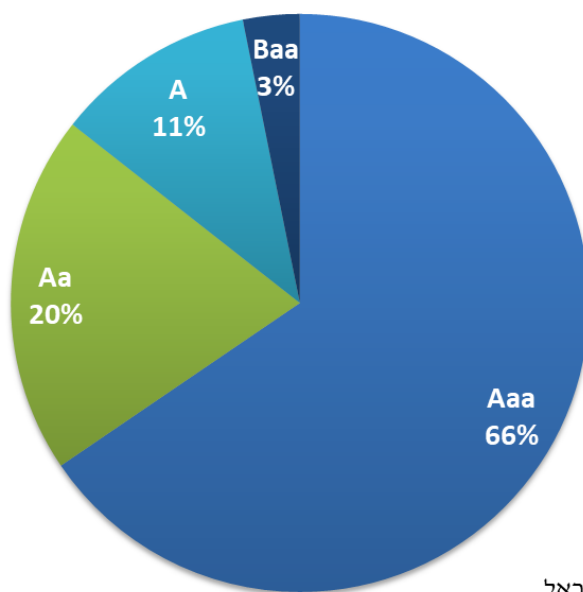
⁵ כולל פיקדונות וחשבונות עו"ש בבנקים מרכזיים, שרמת הסיכון שגלומה בהם שקולה לסיכון המדינה שגלום באג"ח ממשלתי.

איור 4
התפלגות תיק היתרות לפי נכסים, 2013 עד 2020 (לסוף תקופה)



המקור: בנק ישראל.

איור 5
התפלגות תיק היתרות (ללא מניות) לפי דירוג⁶, 2020 (לסוף תקופה)



מקור: בנק ישראל.

© כל הזכויות שמורות ל-Moody's

⁶באג"ח התאגידיות הדירוגים הם דירוגי Bloomberg Barclays Index, שמבוסס על הדירוג של שלושת חברות הדירוג Moody's, S&P ו-Fitch, עבור שאר הנכסים, הדירוגים הם דירוגי Moody's.

ג. תשואת ההחזקה של היתרות

1. תנאי הרקע הכלכליים והפיננסים

תחילת השנה התאפיינה באופטימיות ובמומנטום חיובי בכלכלה העולמית, על רקע התפתחויות חיוביות במלחמת הסחר. אולם מגפת הקורונה שהתפרצה בסין והפכה למגפה גלובלית בסוף הרביע הראשון של השנה, הביאה לתפנית חדה ולמיתון חסר תקדים בפעילות הכלכלית. התפשטות המגפה הביאה מדינות רבות להנהיג צעדי "ריחוק חברתי", בניסיון לעכב אותה ואלה מצדם הביאו לבלימה של הפעילות הכלכלית ולמיתון עמוק. לפי אומדנים אחרונים, התוצר העולמי התכווץ בשנת 2020 בשיעור של כ-3.5%,⁷ התכווצות שהקיפה את כל הכלכלות המרכזיות, למעט סין.

הפגיעה הכלכלית העצומה הביאה את הממשלות לנקוט בצעדים חסרי תקדים כדי לתמוך בפעילות הכלכלית. צעדים אלה הביאו לגידול משמעותי בגירעון התקציבי ולעלייה חדה ביחסי החוב לתוצר, שהגיעו לרמה הגבוהה מרמתם בזמן מלחמת העולם השנייה.

במקביל ננקטו צעדים דרמטיים גם בצד המוניטרי. הבנקים המרכזיים העיקריים הודיעו על צעדים מוניטריים שכללו בין היתר הרחבות כמותיות והורדות ריבית. צעדים אלה הביאו לירידה חדה בתשואות האג"ח (איור 6) ולצמצום מרווחי אג"ח התאגידיות. נספח 1 מציג ניתוח מפורט יותר של הסביבה הכלכלית והפיננסית לשנת 2020.

איור 6

תשואות אג"ח ממשלתיות לעשר שנים בארה"ב ובגרמניה, 2000 עד 2020



⁷ נתוני הצמיחה מבוססים על ה-"WORLD ECONOMIC OUTLOOK UPDATE" של ה-IMF, ינואר 2021.

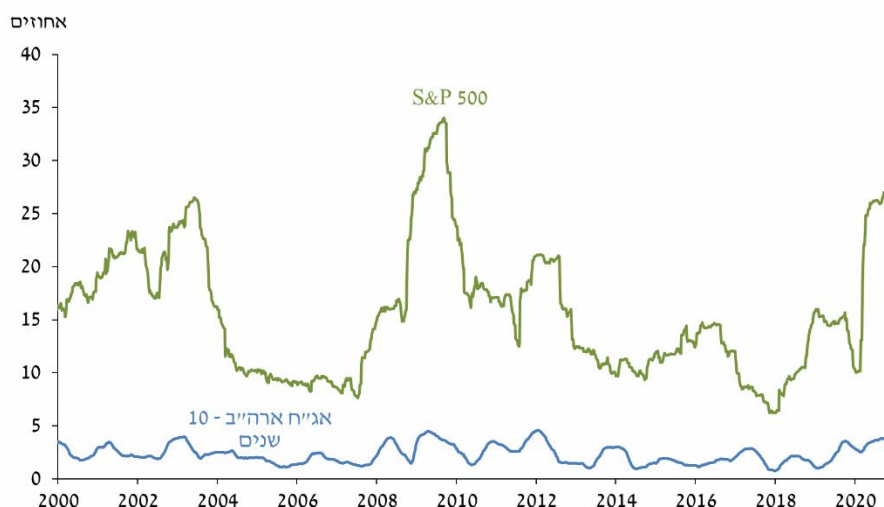
היעדר התשואה באפיק הממשלתי הביא לשינוי בתיאבון לסיכון של המשקיעים וכך, על אף הירידות החדות בשוקי המניות עם פרוץ משבר הקורונה, רוב מדדי המניות שבהם מושקעות היתרות סיימו את השנה בעליות, כשניתן לראות שיש שוני גבוה בין ביצועי השווקים השונים. כמו כן, לרוב שאר סוגי הנכסים בתיק, למעט אג"ח ממשלתיות אירופיות, הייתה בשנת 2020 תשואה החזקה חיובית (איור 7 – התשואות השונות מוצגות במונחי המטבע המקומי של כל מדינה). התנודתיות (סטיית התקן) של המניות עלתה בחדות והתקרבה לרמות התנודתיות של המשבר הפיננסי בשנת 2008 (איור 8).

איור 7
תשואות ההחזקה¹ וסטיית התקן של מדדי הנכסים העיקריים
בתיק היתרות, 2020

		התשואה במונחי מטבע מקומי	סטיית התקן במונחים שנתיים
מניות	ארה"ב	21.1%	31.9%
	שווייץ	3.8%	23.3%
	צרפת	-4.1%	34.1%
	גרמניה	4.2%	33.2%
	אוסטרליה	1.6%	29.6%
	קנדה	5.9%	31.0%
	יפן	7.8%	26.5%
	בריטניה	-11.7%	29.2%
	הונג-קונג	6.0%	26.2%
אג"ח אירופיות	ממשלתיות אירופיות 1-0 שנים	-0.4%	0.1%
	ממשלתיות הולנד 5-1 שנים	-0.1%	1.1%
	ממשלתיות צרפת 5-1 שנים	0.0%	1.1%
	ממשלתיות גרמניה 5-1 שנים	-0.3%	1.2%
	תאגידיות אירופה 5-1 שנים	1.1%	3.7%
אג"ח ארה"ב	ממשלתיות בריטניה 5-1	1.9%	1.2%
	ממשלתיות 1-0 שנים	0.7%	0.2%
	ממשלתיות 10-1 שנים	5.7%	2.7%
	ממשלתיות צמודות למדד 10-1 שנים	8.5%	5.7%
	תאגידיות 0-5 שנים	4.8%	5.4%

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

איור 8
סטיות התקן¹ של מדד ה-S&P 500 ושל האג"ח של ארה"ב ל-10 שנים,
2000 עד 2020

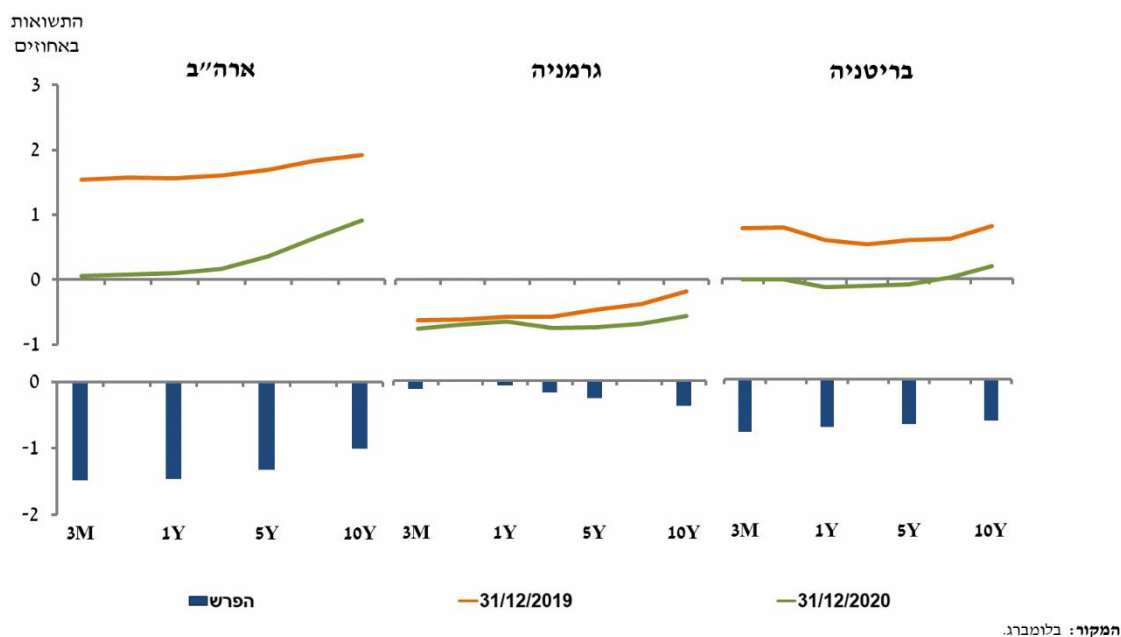


¹ סטיות התקן השבועיות של תשואת ה-S&P 500 ושל התשואה-לפדיון על האג"ח האמריקאיות ל-10 שנים, במונחים שנתיים, ממוצע נע לשנה.
המקור: בנק ישראל ובלומברג.

צעדי המדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים הביאו כאמור לירידה חדה בתשואות האג"ח. התשואה לפדיון ירדה לכל אורך העקום באופן משמעותי בארה"ב (בכ-100 עד 150 נ"ב) ובבריטניה (סביב ה-70 נ"ב), מה שהניב רווחי הון והגדיל את התשואה על תיק היתרות. באירופה נרשמה השתטחות נוספת של עקום התשואות, כשכל העקום נמצא כעת בתחום השלילי, ברמה שנמוכה מ-0.5% (איור 9).

איור 9

עקומי התשואות-לפדיון של אג"ח ממשלתיות בארה"ב, גרמניה ובריטניה והשינוי בהם, 2020



בנק ישראל, כמשקיע לטווח ארוך, הותיר את ההקצאה האסטרטגית לנכסי הסיכון בתיק היתרות, אולם נקט לאורך השנה בצעדים שונים במטרה למזער את הסיכונים הפיננסים אליהם הבנק חשוף בהשקעה בנכסים אלה. בין הצעדים שננקטו בוצעה הקטנה של משקל המניות בתיק היתרות בשיעור של עד כ-2.5% במהלך השנה, במטרה למזער את הסיכון בתיק, לאור חוסר הוודאות ששרר בשווקים באותה עת. כמו כן ננקטו פעולות שונות לצמצום סיכון האשראי בתיקי האג"ח התאגידיות.

2. תשואת תיק היתרות

תשואת ההחזקה של תיק היתרות הייתה בשנת 2020 בשיעור של 4% במונחי נומרר ותשואת הסמן הבסיסי הייתה בשיעור של 0.6%. התשואה על התיק היא השנייה בגובהה בעשור האחרון, על אף משבר הקורונה (לוח 4). תשואת הניהול הפעיל הסתכמה השנה בשיעור של 3.4%, אף היא השנייה בגובהה שנרשמה בעשור האחרון. התשואה הושגה בשל העלייה במחירי נכסי הסיכון - מניות ואג"ח תאגידיות ובשל הירידה החדה בתשואות לפדיון של אג"ח דולריות, שבהן מושקע חלק הארי של היתרות (איור 7). התנודתיות של התיק, שנמדדת כסטיית התקן השבועית, הגיעה השנה לשיא - שיעור של 3.35%. זאת בשל התנודתיות הגבוהה של מדדי המניות ובשל משקלן הגבוה בתיק בהשוואה לשנים קודמות.

לוח 4

ביצועי תיק היתרות לעומת הסמן הבסיסי⁸, 2011 עד 2020
(אחוזים, מונחי נומרר שנתיים, בסוגריים סטיות התקן השבועיות במונחים שנתיים)

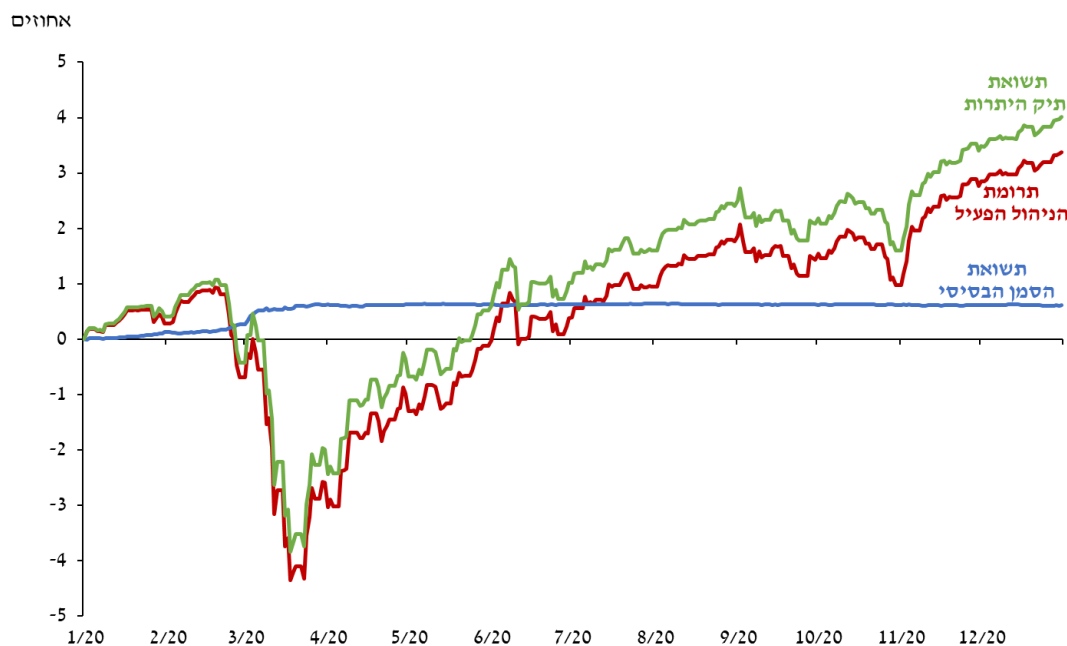
	התשואה		הפרש התשואות
	(1)	(2)	(1)-(2)
	תיק היתרות	הסמן הבסיסי	תרומת הניהול הפעיל
2011	1.28	1.07	0.21
	(0.80)	(0.39)	(0.71)
2012	1.59	0.42	1.17
	(0.57)	(0.17)	(0.52)
2013	0.87	0.07	0.80
	(0.80)	(0.16)	(0.74)
2014	1.28	0.22	1.06
	(0.85)	(0.09)	(0.88)
2015	0.64	0.10	0.54
	(1.29)	(0.12)	(1.29)
2016	1.56	0.21	1.35
	(1.33)	(0.13)	(1.33)
2017	3.03	0.30	2.73
	(0.80)	(0.10)	(0.77)
2018	0.18	1.06	-0.87
	(1.67)	(0.16)	(1.69)
2019	6.12	1.54	4.59
	(1.42)	(0.19)	(1.45)
2020	4.01	0.61	3.40
	(3.35)	(0.25)	(3.44)

המקור: בנק ישראל

על אף שהשנה הסתכמה בתשואה חיובית על תיק היתרות, תשואת התיק הייתה תנודתית במהלך השנה ובשיא משבר הקורונה הגיעה אף לתשואה שלילית בשיעור של כ-3.8% (איור 10).

⁸ אריכות הסמן הבסיסי הייתה זהה לאריכות תיק היתרות עד לחודש מרץ 2014, אז קוצרה מ-10 חודשים ל-6 חודשים והשפיעה על הגדלת ההפרש בין תשואת הסמן לבין תשואת תיק היתרות.

איור 10 ההתפתחות של התשואות בשנת 2020



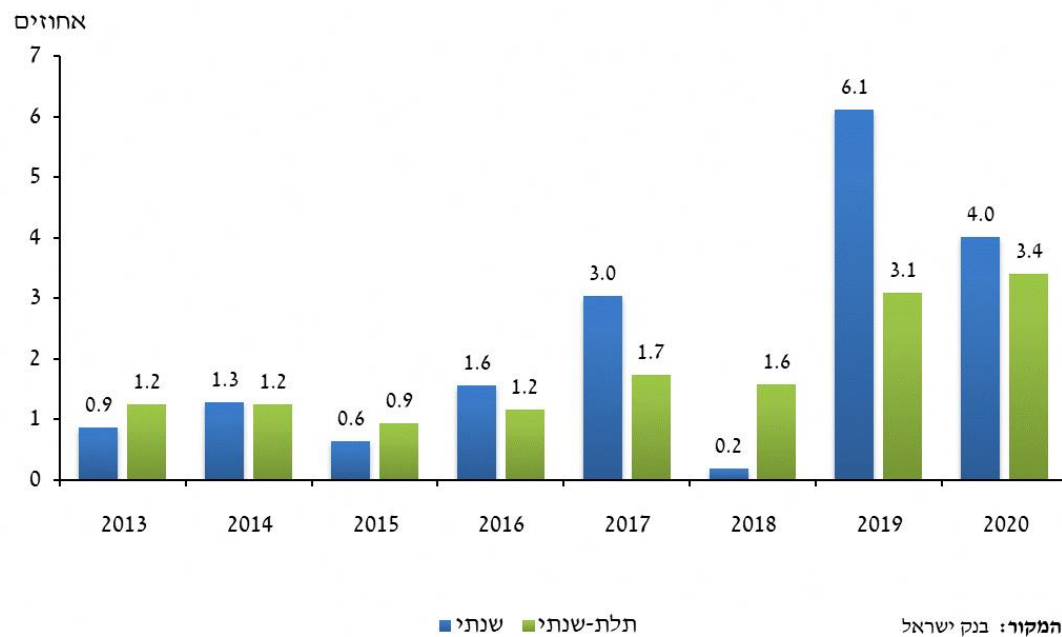
מקור: בנק ישראל.

משבר הקורונה ממחיש את החשיבות של הסתכלות ארוכת טווח על תשואת תיק היתרות, שמבטאת את התשואה החיובית על ההשקעה בנכסי הסיכון בממוצע רב שנתי, על אף הסיכון להפסדים בטווח הקצר, כפי שאירע בשיאו של המשבר.

תשואת ההחזקה התלת-שנתית הממוצעת של תיק היתרות גדלה השנה ועמדה על שיעור של 3.4% במונחי נומר (איור 11).

ככל שרמת היתרות גבוהה יותר, קטן החלק היחסי של היתרות שנדרש להיות זמין לשימוש מיידי בשעת חרום ולכן ניתן - ואף ראוי - להשקיע חלק מהיתרות לאופק השקעה ארוך יותר, כלומר, להגדיל את ההשקעה בנכסי סיכון. התשואה על נכסי סיכון, שמשקלם בתיק היתרות עלה בשנים האחרונות, צפויה להיות חיובית בממוצע רב-שנתי. עם זאת, נכסים אלה הם תנודתיים מטבעם ובשנים מסוימות, בייחוד בעת משבר, יש לצפות להפסדים. **במדידה תלת-שנתית, ניתן להבחין בבירור, שתשואת תיק היתרות היא חיובית לאורך השנים ופחות תנודתית בהשוואה למדידה השנתית (איור 11).**

איור 11
תשואת תיק היתרות, שנתית ותלת שנתית, 2013 עד 2020
 (מונחי נומרר שנתיים)



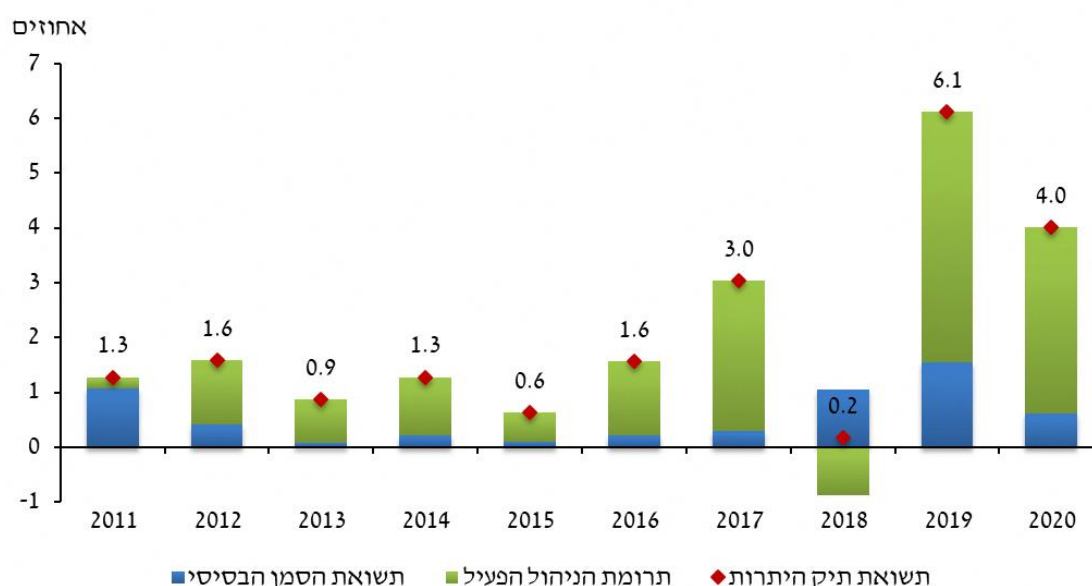
ד. תרומת הניהול הפעיל - התשואה העודפת מול הסמן הבסיסי

תרומת הניהול הפעיל היא בעיקר תרומתן של ההחלטות להשקיע במדינות נוספות ובנכסים 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; וכן חשיפות מטבעיות ואחרות.

לתרומת הניהול הפעיל, התשואה העודפת מול הסמן הבסיסי, יש מאז שנת 2012 את ההשפעה הרבה ביותר על התשואה בתיק היתרות, בעוד תשואת הסמן הבסיסי נמוכה יחסית ויציבה. ההגדלה של רכיבי הסיכון בתיק מגדילה, הודות לפרמיית הסיכון (התשואה העודפת של נכס סיכון מעל לריבית חסרת סיכון), את תוחלת התשואה בטווח הארוך. עם זה, התנודתיות, שמושפעת גם מהמתאם שבין הנכסים בתיק, צפויה אף היא לעלות.

הניהול הפעיל תרם השנה שיעור של 3.4% לתשואה בתיק היתרות, התרומה השנייה בגובהה בעשור האחרון, אחרי תרומה בשיעור של 4.6% בשנה הקודמת (איור 12). ההשקעה של היתרות בנכסי סיכון החלה בשנת 2012 עם התחלת ההשקעה במניות והמשיכה בסוף שנת 2014 עם התחלת ההשקעה באג"ח תאגידיות. לאורך השנים האחרונות בוצעה הגדלה הדרגתית של נכסי הסיכון בתיק, שהגיעה לשיאה בשנת 2019 (איור 4). התשואה בשנים האחרונות משקפת בצורה בולטת את ההשפעה של הגדלת ההשקעה בנכסי סיכון בתיק היתרות - הגדלת תוחלת התשואה בטווח הבינוני, במחיר הגדלת התנודתיות בטווח הקצר.

איור 12
תשואת תיק היתרות, תשואת הסמן הבסיסי ותרומת הניהול הפעיל, 2011 עד 2020
(במונחי הנומרים)



המקור: בנק ישראל

לוח 5

תרומת הניהול הפעיל לפי רכיביו, 2018 עד 2020
(נקודות בסיס, במונחי הנומרי, שנתי)

2020	2019	2018	
181	340	-110	המניות
14	17	-7	האג"ח התאגידיות
152	92	15	האריכות והפיזור
4	11	12	נכסי המרווח
-11	-1	2	החשיפות המטבעיות והנכסיות
340	459	-87	סה"כ

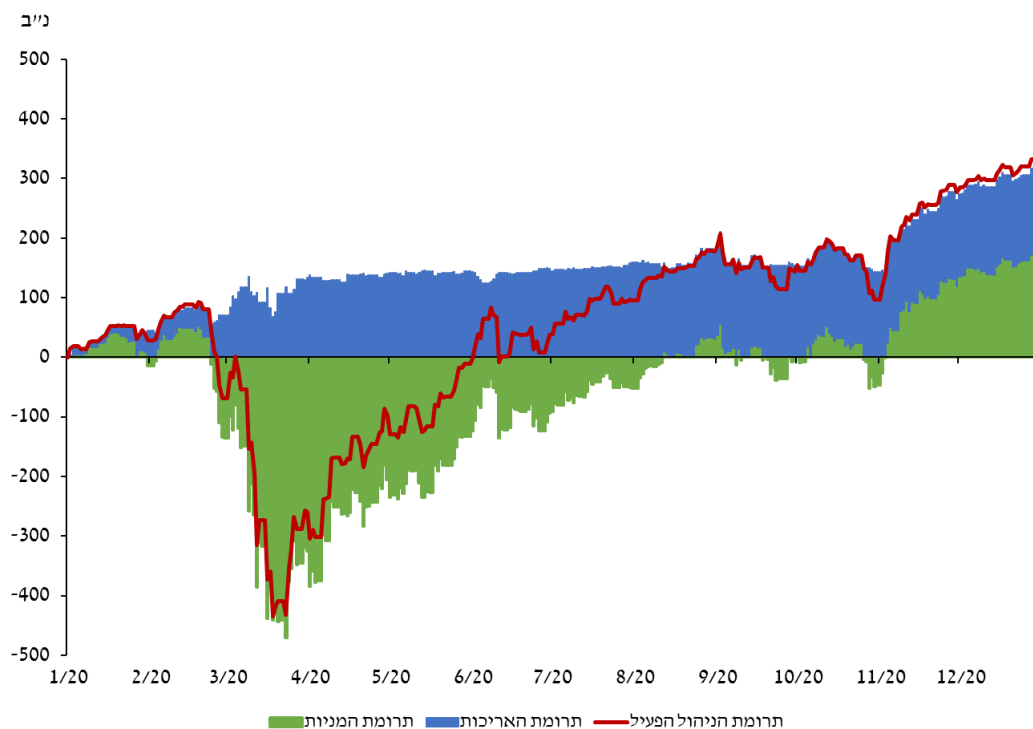
המקור: בנק ישראל

שני הרכיבים שבלטו השנה בתרומתם היו המניות, שתרומתן הסתכמה ב-181 נ"ב על אף הירידות החדות ברביע הראשון וכן האריכות שתרומתה עמדה על 152 נ"ב, שרובה הגיעה בעקבות ירידת התשואות החדה ברביע הראשון (לוח 5).

המתאם השלילי בין רכיבי הסיכון, האריכות והמניות שקיים בעיקר בעתות משבר ושמצמצם את סיכון ההשקעה, נצפה באופן מובהק בחודש מרץ בשיאו של המשבר (איור 13). אולם לאחר ירידת התשואות, הכרית לספיגת הפסדים בעתות משבר שקיימת ברכיב האריכות נשחקה לאור הרמה הנמוכה אליה הגיעו התשואות.

איור 13

ההתפתחות של תרומת הניהול הפעיל בשנת 2020



מקור: בנק ישראל.

1. מניות (181 נ"ב)

ההשקעה של היתרות במניות החלה בשנת 2012 והיא עוקבת אחר מדדי מניות מקומיים בשוקי ההשקעה, כשפיזור ההשקעה מתבצע לפי מדד מניות רחב של משקים מפותחים, שמבוסס על מדד MSCI Developed. השקעות במניות בשווקים שאינם נקובים במטבעות הנומרי, מגודרות כנגד אחד ממטבעות הנומרי, כדי שלא ליצור חשיפות מטבעיות למטבעות של השווקים האלה.

תרומת ההשקעה במניות עמדה השנה על כ-181 נ"ב והיא הגבוהה מבין שאר רכיבי הסיכון (לוח 5). התרומה החיובית נרשמה לאחר שרוב שוקי המניות שבהם מושקעות היתרות עלו בסיכום שנתי (איור 7), לאחר הירידות החדות במהלך חודש מרץ השנה. במהלך השנה נרשמה תנודתיות גבוהה בעקבות משבר מגפת הקורונה, הגבוהה ביותר שנצפתה מאז תחילת ההשקעה במניות בתיק היתרות (איור 8).

התרומה החיובית הגדולה ביותר של 176 נ"ב נרשמה בארה"ב. לעומתה, בלטה בריטניה עם תרומה שלילית של 11 נ"ב. ככלל, ניתן לראות שקיים שוני גבוה בין ביצועי השווקים השונים. תרומת המניות של כל מדינה היא תוצאה של שיעור ההשקעה בשוק מסוים ושל השינוי במדד המניות בשוק זה. חלק הארי מההשקעה במניות מושקע נכון לסוף 2020 במניות בארה"ב בשיעור של כ-9%, שיחד עם העלייה הגבוהה במדד בשיעור של כ-21%, תרמו 176 נ"ב מהתרומה (לוח 6), שמהוות כמעט את תרומת המניות כולה.

לוח 6

שיעורי ההחזקה מסך היתרות במניות לפי מדינות ותרומתם לתיק היתרות בשנת 2020

תרומת ההשקעה במניות (נ"ב)	שיעור שינוי המדד ב-2020 (%)	שיעור ההחזקה (%)		
		סוף 2020	סוף 2019	
176	21.1	8.9	9.0	ארצות הברית
8	4.2	1.5	1.0	גרמניה
-4	-4.1	1.4	1.1	צרפת
11	7.8	1.3	1.4	יפן
-11	-11.7	0.5	0.9	בריטניה
1	5.9	0.4	0.6	קנדה
0	3.8	0.4	0.5	שווייץ
0	1.6	0.3	0.4	אוסטרליה
0	6.0	0.2	0.3	הונג קונג
181	15.5	15.0	15.1	סה"כ

המקור: בנק ישראל

2. אג"ח תאגידיות (14 נ"ב)

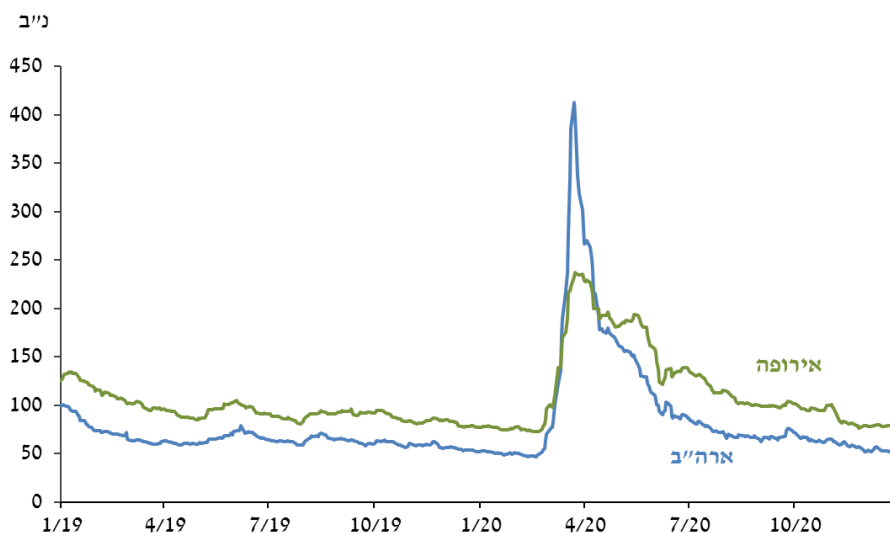
החשיפה לאג"ח תאגידיות תרמה 14 נ"ב. סיכון המרווח העיקרי בתיק היתרות נובע מההשקעה באג"ח תאגידיות בדירוג השקעה שנשחרות בשוקי ארה"ב ואירופה. ההשקעה מבוצעת הן בניהול פנימי והן באמצעות מנהלים חיצוניים, מול סמן מוכר עם כיסוי רחב של שוק אג"ח תאגידיות נקובות דולר שנשחרות בארה"ב ונקובות אירו שנשחרות באירופה. הוועדה המוניתרית הקטינה

בתחילת 2020 את ההקצאה לאג"ח תאגידיות לשיעור של 6% מהסמן, על רקע הצטמצמות המרווחים בשנת 2019. בפועל, במסגרת דרגות החופש, שיעור ההשקעה הממוצע באג"ח תאגידיות היה בשנת 2020 7.2% לעומת שיעור של 7.1% בשנת 2019.

בשיא המשבר, בסוף חודש מרץ, מרווח התשואות בין אג"ח תאגידיות לאג"ח ממשלתיות התרחב בכ-360 נ"ב באג"ח נקובות דולר ובכ-160 נ"ב באג"ח נקובות אירו, אך עד סוף השנה הצטמצם חזרה לרמות בהן היה בתחילת השנה, בטרם פרוץ המשבר (איור 14). הצטמצמות המרווחים מיוחסת לגידול בתיאבון לסיכון של המשקיעים, שנובע מהירידה החדה בתשואות אג"ח ממשלתיות, כמו גם להשפעת הרכישות של הבנקים המרכזיים של אג"ח תאגידיות.

מרווח התשואה של אג"ח תאגידיות מעל לאג"ח ממשלתיות (בממוצע, כ-97 נ"ב בשוק הדולר ו-120 נ"ב בשוק האירו), כמו גם ניצול הזדמנויות בעת פתיחת המרווחים בעקבות המשבר, הביאו לתרומה החיובית של האג"ח התאגידיות.

איור 14
המרווח בין אג"ח תאגידיות לבין אג"ח ממשלתיות בסמן ארה"ב 0-5 שנים ובסמן אירופה 1-5 שנים, 2019 עד 2020



המקור: בלומברג.

מאז פרוץ המשבר אג"ח של עשרים וארבעה מנפיקים ירדו בדירוגן אל מתחת לדירוג השקעה בתיקי האג"ח התאגידיות. סה"כ שיעורן עמד על כ-0.1% מתיק היתרות ורובן מומשו עד סוף השנה. שיעור שווי האג"ח שירדו אל מתחת לדירוג השקעה ביחס לגודל תיקי האג"ח התאגידיות, עמד על כ-1.3%. והיה נמוך מהשיעור בסמני ההשקעה לייחוס, שעמד בממוצע על שיעור של כ-2.2%.

3. אריכות ופיזור (152 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 מזו של אריכות 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 יותר משל הסמן ומקנה רווחי הון במצב של ירידה בתשואות, אך מובילה להפסדי הון במצב של עלייה בתשואות ומעלה את התנודתיות של התיק. הוועדה המוניתרית החליטה בתחילת השנה להותיר את אריכות התיק ברמה דומה לרמה שבה היא הייתה בשנה הקודמת, קרי, 24.6 חודשים.

תרומת האריכות והפיזור עמדה השנה על 152 נ"ב, התרומה הגבוהה שנרשמה לרכיב זה בהשוואה לעבר נבעה ברובה מירידת התשואות החדה במשבר. אריכות תיק היתרות עמדה השנה בממוצע על כ-22.9 חודשים, לעומת אריכות הסמן הבסיסי שעמדה על 6 חודשים. השנה, בעקבות משבר הקורונה נרשמה ירידה בעקומי התשואה של מטבעות הדולר והליש"ט והשתטחות של עקום התשואה של מטבע האירו (איור 9 לעיל). רוב התרומה (138 נ"ב) נבעה מירידה בתשואה של עקום הדולר. בתיק האירו נרשמה תרומה חיובית (13 נ"ב), למרות תשואה לפדיון שלילית לכל אורכו של העקום.

4. חשיפות מטבעיות (11- נ"ב)

החשיפות המטבעיות הן חשיפות בעקבות השקעה במטבעות שלא כלולים בהרכב הנומרי. הוועדה המוניתרית הגדילה בתחילת 2020 את ההשקעה בסל המטבעות משיעור של 1.2% לשיעור של 3%, במטרה להתמודד עם הריביות השליליות באירופה וכן הורחבה ההשקעה בסל המטבעות לשישה מטבעות - השקעה עם משקולות שווים בצ'כיה, נורבגיה, צ'ילה, סין, פולין וארה"ב מול האירו.

החשיפה המטבעית גרעה 11 נ"ב. עיקר ההפסד נבע מההשקעה בסל המטבעות. ההשקעה בסל המטבעות נעשתה מול האירו ולכן נרשם הפסד בשל היחלשות המטבעות מול האירו, שקוּזז בחלקו על ידי פערי הריבית החיוביים (carry).

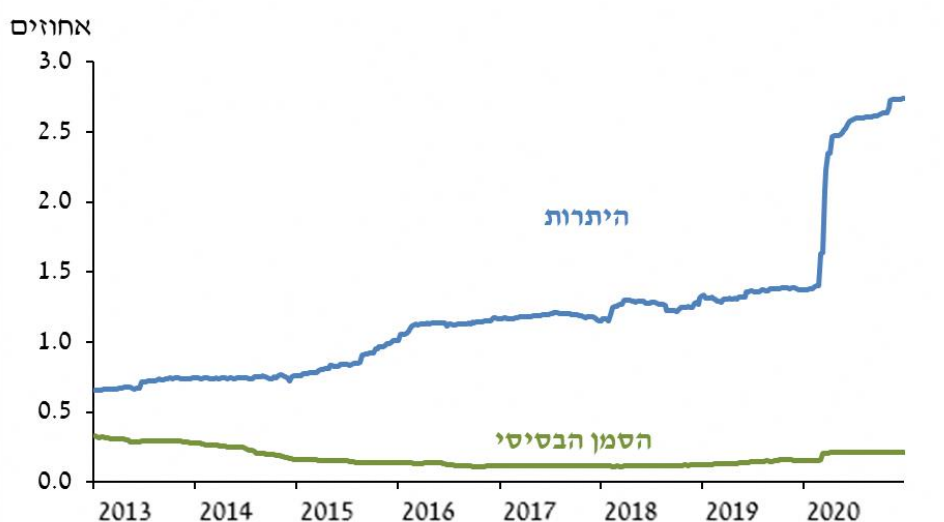
ה. הסיכון והתשואה שמותאמת לסיכון

1. התנודתיות של 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 גבוהה בשל משבר הקורונה והתקרבה לרמות שהיו במשבר הפיננסי בשנת 2008. הסיכון של תיק היתרות נגזר ברובו מתרומת הניהול הפעיל ואילו סיכון הסמן הבסיסי הוא נמוך ויציב (איור 15).

על רקע זה הגיעה התנודתיות של תיק היתרות השנה לשיא. סטיית התקן של תשואת התיק שמודדת את התנודתיות הזו הייתה בשיעור של 3.35%, בעוד שהתנודתיות של הסמן הבסיסי נותרה נמוכה יחסית (0.25%) כבשנים קודמות, כצפוי מהרכב הנכסים השמרני שלו (לוח 4).

איור 15
סטיות התקן של תיק היתרות והסמן הבסיסי¹,
2013 עד 2020

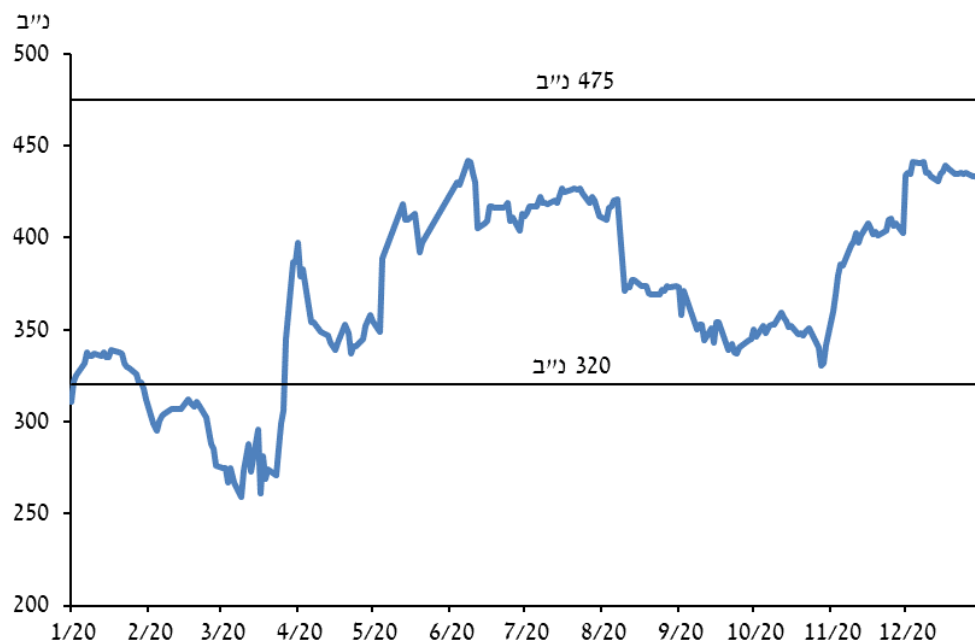


¹ סטיות התקן של התשואות השבועיות במונחים שנתיים, ממוצע נע תלת-שנתי.
מקור: בנק ישראל.

הוועדה המוניתרית קבעה רמת סיכון מירבית של היתרות בקווים המנחים במונחי $CVaR_{5\%}$ לאופק של שנה. מקסימום ה- $CVaR_{5\%}$ המותר הוא 475 נ"ב. כלומר, בהינתן שיעור של 5% של תוצאות ההשקעה הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד באופק של שנה – ה- $CVaR_{5\%}$ – לא יעלה על 475 נ"ב. פרט לקביעת הרמה המרבית, הוועדה המוניתרית קובעת בתחילת כל שנה, על בסיס תחזיתת לתנאי הרקע המקרו-כלכליים והפיננסיים, את רמת הסיכון במונחי $CVaR_{5\%}$, שתשמש לקביעת ההקצאה האסטרטגית לאותה שנה. הוועדה בחרה ברמת סיכון של כ-320 נ"ב עבור ההקצאה לשנת 2020. רמת הסיכון בתיק מושפעת הן מהתנודתיות של הנכסים הפיננסיים והן משיעור נכסי הסיכון בתיק ונמצאת במהלך השנה במעקב ובבחינה שוטפת. בעקבות משבר הקורונה חלה במהלך השנה

עלייה ניכרת בתנודתיות של הנכסים הפיננסיים, שמבטאת את סיכון הנכסים. עלייה זו גרמה במהלך השנה לעלייה ברמת הסיכון בתיק ומדד ה-CVaR5% של התיק חצה במהלך שנת 2020 את הרמה שנקבעה בתחילת השנה, אולם רמת ה-CVaR5% עמדה במגבלת הקווים המנחים (איור 16).

איור 16
מדד ה-CVaR5% של תיק היתרות, 2020



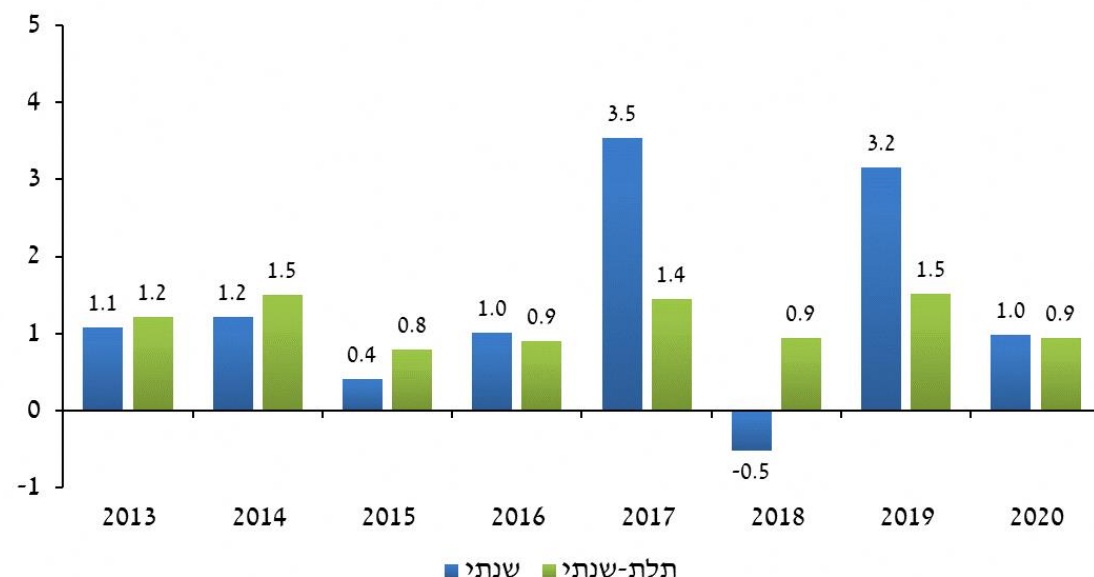
המקור: בנק ישראל, נתונים מ-Aladdin
© כל הזכויות שמורות ל-BlackRock Financial Management, Inc.

2. תרומת הניהול הפעיל שמותאמת 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.

למרות התשואה הגבוהה שנרשמה השנה, התשואה שמותאמת לסיכון, שנמדדת על ידי מדד IR, ירדה השנה בצורה חדה בשל העלייה הגבוהה בתנודתיות של הניהול הפעיל (איור 17). במדידה תלת-שנתית ניתן לראות שהתשואה שמותאמת לסיכון היא הרבה פחות תנודתית.

איור 17
היחס בין תרומת הניהול הפעיל לבין סטיית התקן שלה (יחס המידע)⁹, שנתי ותלת שנתי, 2013 עד 2020



המקור: בנק ישראל.

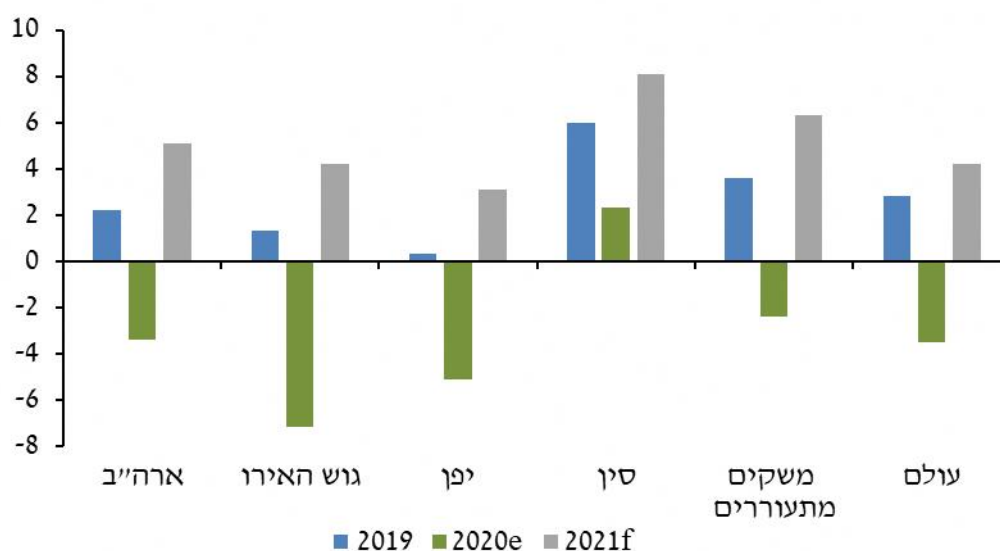
⁹ התשואה שמותאמת לסיכון, שנמדדת על ידי מדד ה-IR, אינה אינפורמטיבית כשערך התשואה הוא שלילי.

נספחים

נספח 1: הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית

תחילת השנה התאפיינה באופטימיות ובמומנטום חיובי בכלכלה העולמית על רקע התפתחויות חיוביות במלחמת הסחר. קרן המטבע הבין-לאומית הנמיכה אמנם את תחזית הצמיחה שלה, אך הצביעה על סימנים ראשוניים להתייצבות בפעילות. אולם מגפת הקורונה, שהתפרצה בסין והפכה למגפה גלובלית בסוף הרביעי הראשון של השנה, הביאה לתפנית חדה ולמיתון חסר תקדים בפעילות הכלכלית. התפשטות המגפה הביאה מדינות רבות להנהיג צעדי "ריחוק חברתי" בניסיון לעכב אותה ואלה הביאו מצדם לבלימה של הפעילות הכלכלית ולמיתון עמוק. לפי אומדנים אחרונים, התוצר העולמי התכווץ בשנת 2020 בשיעור של כ-3.5%¹⁰, התכווצות שהקיפה את כל הכלכלות המרכזיות, למעט סין (איור נ-1).

איור נ-1
הצמיחה השנתית במדינות/ גושים מרכזיים



מקור: קרן המטבע. נתוני 2019 בפועל, 2020 אומדן ו-2021 תחזית

הפגיעה הכלכלית הביאה את הממשלות ואת הבנקים המרכזיים לנקוט בצעדים חסרי תקדים כדי לתמוך בכלכלה ולמנוע קריסה מסיבית של העסקים. הצעדים כללו בעיקר: תמיכות במובטלים ומענקי תעסוקה; הלוואות ומענקים לעסקים; העברות כספיות למערכת הבריאות; וכן נקטו מספר מדינות גם בהעברות כסף ישירות לתושבים. צעדים אלה הביאו לגידול משמעותי בגירעון ולעלייה חדה ביחסי החוב לתוצר, שהגיעו לרמה הגבוהה מרמתם בזמן מלחמת העולם השנייה, מה שעלול להוביל להשלכות ארוכות טווח על המדיניות הפיסקלית ועל הצמיחה הגלובלית.

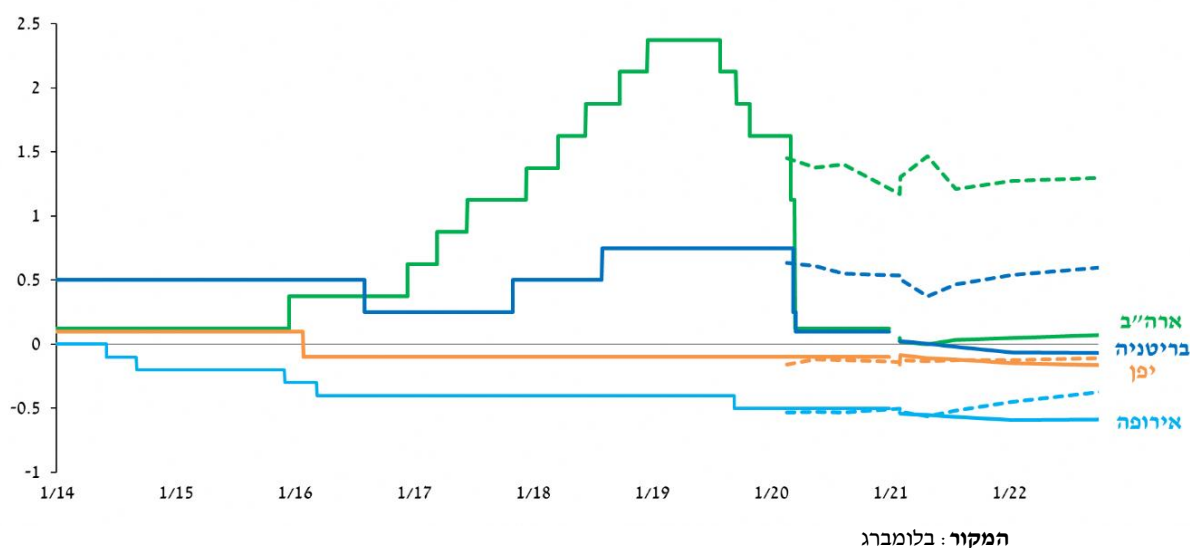
גם בחזית המוניטרית ננקטו צעדים חריגים. הבנקים המרכזיים הורידו את הריבית בחלק מהמקרים גם במועדים שלא מן המניין והבהירו כי הריבית תישאר נמוכה לאורך זמן (איור נ-2).

¹⁰ נתוני הצמיחה מבוססים על אומדן ה-IMF ב-"WORLD ECONOMIC OUTLOOK UPDATE", ינואר 2021.

בנקים מרכזיים רבים נקטו גם במגוון כלים נוספים כדי לתמוך בכלכלה וביניהם: הרחבה כמותית; תכניות לשליטה על עקום הריביות; מימון זמני של הגיוסים הממשלתיים; הקלות בדרישות ההון מהבנקים המסחריים; תכניות אשראי; וכן ערבויות ואספקת נזילות במט"ח. צעדים אלה הביאו לירידה בתשואות האג"ח לכל אורכו של העקום (איור נ-3) ולצמצום מרווחי אג"ח התאגידיות. ההתפתחויות האלה הגדילו את האטרקטיביות של נכסי הסיכון ועל אף הירידות החדות בשוקי המניות עם פרוץ משבר הקורונה, התחזק מדד המניות הגלובלי (MSCI World) השנה בשיעור של יותר מ-14% (איור נ-4).

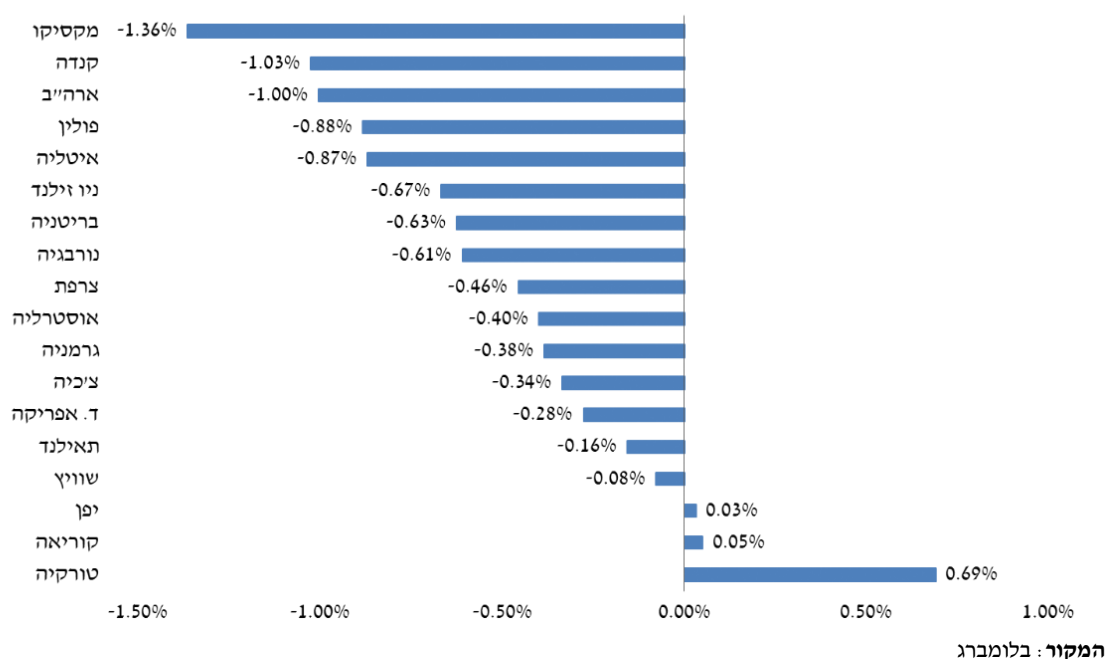
איור נ-2

ההתפתחות של הריביות המוניטריות בשווקים המרכזיים (בקווקו - החוזים בסוף שנת 2019)

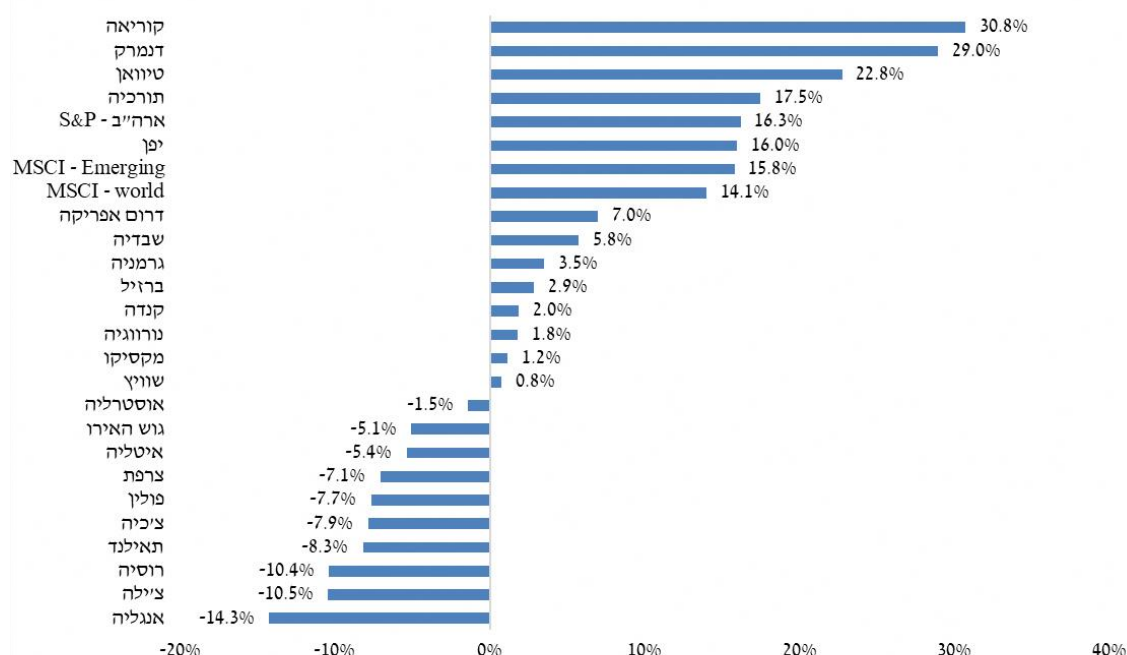


איור נ-3

שינוי בתשואה לפדיון על אג"ח ל-10 שנים המדינות עיקריות בשנת 2020



איור 4- ביצועי המניות במונחי המטבע המקומי בשנת 2020



המקור: בלומברג

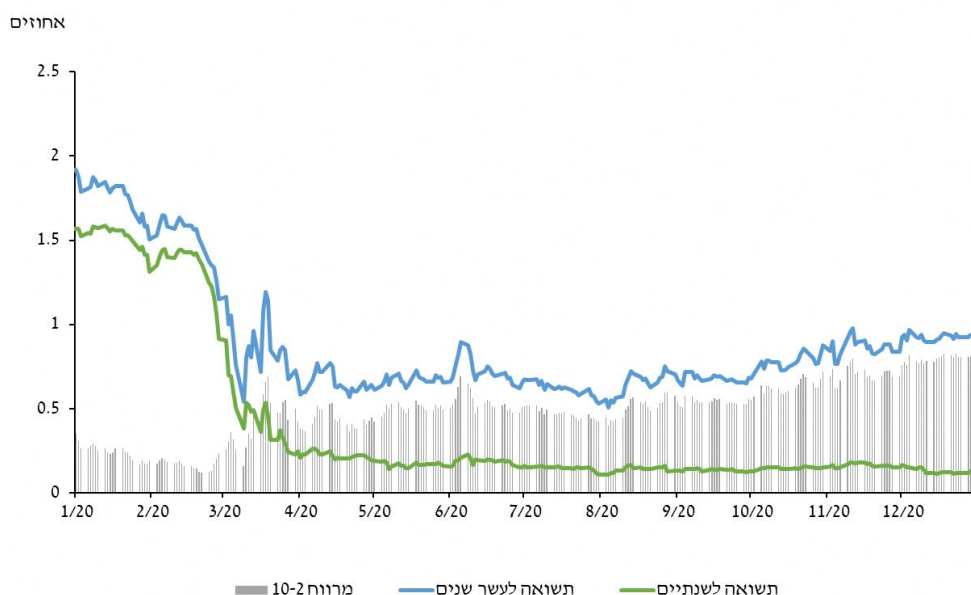
ארה"ב נפגעה מהמגפה בעוצמה גבוהה, דבר שהביא להאטה בפעילות הכלכלית, לגידול משמעותי באבטלה ולירידה בשיעור ההשתתפות בשוק העבודה. אולם מדיניות הטלת סגרים מתונה יחסית ותמיכה פיסקלית חזקה, הביאו לכך שהפגיעה בכלכלה הייתה נמוכה בהשוואה למדינות אירופה. התוצר התכווץ שם השנה בשיעור של כ-3.4%, כשהחולשה הגיעה לשיאה ברביע השני של השנה, בעוד שבמחצית השנייה של השנה נרשם שיפור של ממש בפעילות הכלכלית. בתחילת משבר הקורונה הוריד הפדרל ריזרב (FED) בשתי החלטות ריבית שלא מן המניין את הריבית בשיעור של 1.5% בתוך כשבועיים, לרמה של 0.0-0.25%. זאת, לצד שורת צעדים מרחיבים, וביניהם תכניות לרכישת אג"ח ממשלתיות, והצפי להמשך מדיניות מוניטרית מרחיבה, הביאו לירידה חדה בתשואות אג"ח הממשלתיות, שהגיעו לרמות אפסיות (איור 5-נ). צמצום פער הריביות בין ארה"ב לבין אירופה וצעדים פיסקליים שהביאו להגדלת הגרעון, תמכו בהיחלשותו של הדולר (איור 6-נ) וזה נסחר ברמה הנמוכה ביותר מאז תחילת 2018.

התכווצות התוצר **בגוש האירו** עמדה בשנת 2020 על שיעור של כ-7.2%, בהשוואה לצמיחה בשיעור של כ-1.3% בשנת 2019. הפגיעה במדינות דרום היבשת הייתה חזקה יותר מאשר בכלל היבשת, בין היתר, בשל התפרצות חזקה יותר של המגפה ובשל רכיב משקל גבוה יחסית של התיירות בפעילות הכלכלית. התכווצות הפעילות הכלכלית הביאה את הבנק המרכזי האירופי (ECB) להגדיל את תכנית ההרחבה הכמותית ולהבהיר שהמדיניות המוניטרית תישאר מרחיבה מאוד לאורך זמן. בנוסף, המועצה האירופית השיקה תכנית פיסקלית כלל-גושית להתמודדות עם נזקי המגפה. התכווצות הפעילות הכלכלית הביאה גם לירידה משמעותית באינפלציה וזו התרחקה מהיעד של ה-ECB.

כלכלת בריטניה התכווצה השנה בשיעור של 10% על רקע התפרצות חזקה של המגפה ומגור שירותים גדול יחסית שנפגע מהמשבר. בהתאם ועל רקע אי-הוודאות בנוגע להסכם הסחר עם האיחוד האירופי, נרשמה חולשה גם בשוק המניות, שירד השנה בשיעור של כ-14%. עם פרוץ משבר הקורונה הוריד הבנק המרכזי הבריטי את הריבית בכ-60 נ"ב לרמה של 0.1%, תוך קידום תכניות הרחבה כמותית, מתן הקלות רגולטוריות וסיוע נרחב למגזרים הבנקאי והתאגידי. בנוסף, צעדים פיסקליים תומכים נעשו גם על ידי הממשלה. לקראת סוף השנה בריטניה והאיחוד האירופי הגיעו להסכם סחר שמנע פרישה מהאיחוד ללא הסכם (Hard Brexit).

איור 5-

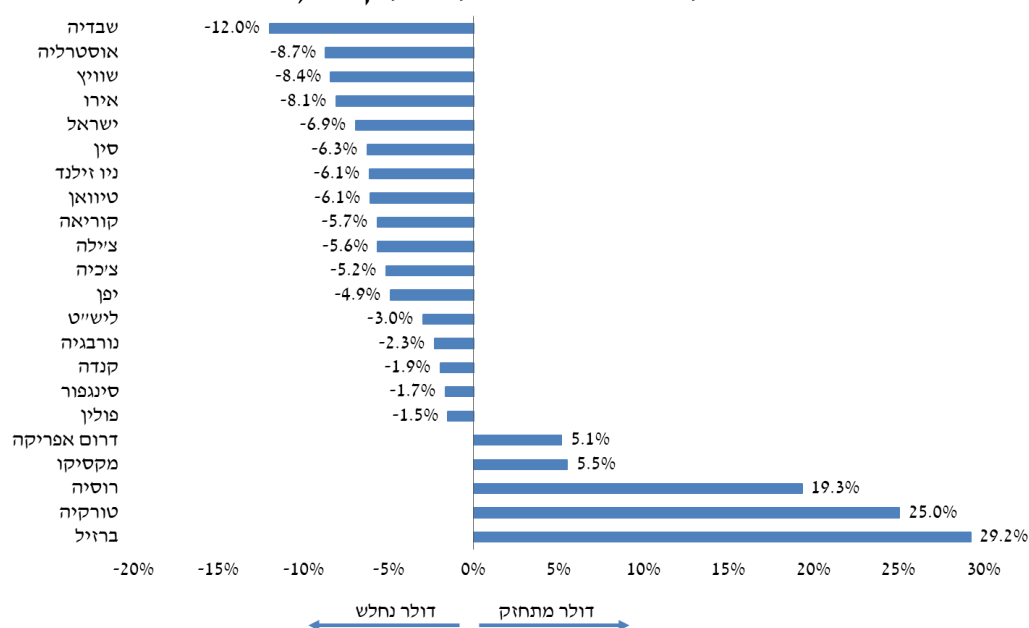
התשואה על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים ולשנתיים ושיפוע העקום בארה"ב, ב, 2020



המקור: בלומברג

איור 6-

ביצועי הדולר מול המטבעות העיקריים, 2020



המקור: בלומברג

כלכלת יפן התכווצה השנה בשיעור של 5.1% בהשוואה לצמיחה נמוכה בשנת 2019 של כ-0.3%. תחזית הצמיחה של קרן המטבע הבין-לאומית לשנת 2021 עומדת על שיעור של כ-3.1%. הבנק המרכזי היפני הותיר את הריבית (0.1%) ואת התכנית לשליטה על עקום הריביות על כן, אך הכפיל את תכנית הרכישות של קרנות הסל (ETF) וקרנות הנדל"ן (REITS). הבנק המרכזי הפעיל גם תכנית הלוואות לסיוע לעסקים קטנים והגדיל את תכנית הרכישות של ניירות מסחריים ואג"ח תאגידי. ממשלת יפן הודיעה על תכנית פיסקלית שכוללת סובסידיות לתמיכה בתיירות ולשימור עובדים והעניקה תמריצים כלכליים להגברת החדשנות הדיגיטלית ולצמצום זיהום האוויר. ההתמודדות האפקטיבית יחסית עם המגפה והיותו של היין היפני מטבע של "מקלט בטוח", הביאו לכך שזה התחזק השנה בשיעור של כ-5% מול הדולר.

סין, המדינה שבה פרצה מגפת הקורונה, רשמה התאוששות מהירה (V shape recovery) והיא המדינה היחידה מבין המדינות החברות בפורום ה-G20 שצפויה לרשום השנה צמיחה חיובית (כ-2.3%). תחילה נסמכה ההתאוששות בעיקר על ביקושים ממשלתיים ועל השקעות בתשתיות, אך לאחר מכן נתמכה גם ביצוא של ציוד רפואי וגידול בביקושים המקומיים. הצמיחה המהירה בסין צפויה להימשך גם בשנת 2021 (8.1% לפי תחזית קרן המטבע). החשש מ"נחיתה קשה" בסין לא פג, אולם הסבירות להתממשות תרחיש זה נראית נמוכה לעת עתה.

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 – הנומרי (3. להלן).

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

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

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, תעדכנם 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 תפקידה 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 והנכס 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 השוקים 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, לבין שינוי 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 לאמידה של 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 היישום של 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 ההשקעה של 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, את 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 שמונפקים על ידי גורמים זרים, שנקובים במטבע חוץ (לרבות זהב) והם בשליטתו הבלעדית של הבנק המרכזי וזמינים לו לצורך ביצוע תפקידיו לפי החוק ללא דיחוי.
8 מדד CVaRp (Conditional Value at Risk)	משמש לכימות רמת הסיכון במונחי תוחלת ההפסד על תיק ההשקעה, בהינתן טווח זמן מסוים והסתברות מסוימת (p). הוועדה המוניתרית קבעה רמת סיכון מרבית של היתרות בקווים המנחים, כך שבהינתן שיעור של 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 על 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 לבין זו 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 (נ"ב) 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 לפי כללים מוסכמים מראש ומשמש קנה מידה להערכת ביצועיו של מנהל תיק השקעות ועוגן לניהול הסיכונים של התיק.
22	עקום תשואות Yield Curve	עקום שמתאר את היחס בין התשואה לפדיון לבין 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 מהחזקה של 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.