



בנק ישראל

השקעת יתרות מטבע החוץ

דין וחשבון 2013

עיקרי הדברים.....	3
א. יתרות מטבע החוץ.....	5
1. המסגרת להחזקת היתרות ולניהולן.....	5
2. עדכון הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ.....	6
3. השינויים ברמת היתרות ב-2013.....	7
4. רמת יתרות מטבע החוץ של ישראל.....	9
ב. הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית.....	11
ג. תשואת ההחזקה של היתרות בשנת 2013.....	15
1. תשואת תיק היתרות.....	15
2. תרומת הניהול הפעיל.....	17
3. יחס התשואה – סיכון של הניהול הפעיל.....	26
נספח 1 : מונחים.....	27
נספח 2 : הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ.....	31
נספח 3 : עקרונות לקביעת הרמה הרצויה של יתרות מטבע החוץ.....	36

עיקרי הדברים¹

- יתרות מטבע החוץ של ישראל עלו בשנת 2013 בכ-6 מיליארד דולרים, לעומת עלייה של כמיליארד בשנה הקודמת, והסתכמו בסוף השנה ב-81.8 מיליארדי דולרים².
- בשנת 2013 חזר בנק ישראל להתערב בשוק מטבע החוץ ורכש 5.3 מיליארדי דולרים. מתוכם 3.2 מיליארדי דולרים נרכשו במסגרת התערבות בנק ישראל שנועדה למתן תנודות בשער החליפין שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים של המשק הישראלי, ו-2.1 מיליארדי דולרים נרכשו במסגרת יישום התכנית למיתון ההשפעה של הפקת הגז על שער החליפין, שהחל במאי 2013.
- תשואת החזקתן של היתרות במונחי הנומרי³ הסתכמה השנה ב-0.9%, לעומת 1.6% בשנה הקודמת ו-2.8% בממוצע בשנים 2004–2013. התשואה הנמוכה הושפעה, בדומה לשנה שעברה, מרמת השפל של הריביות והתשואות בשווקים שבהם מושקעות היתרות ומהמשך ניהול אריכות קצרה של היתרות שנועדה לצמצם את הסיכון של תשואה שלילית בתיק במקרה של עלייה בתשואות. העלייה בתשואות שנרשמה בשווקים החל מחודש מאי הובילה להפסדי הון בתיק וכתוצאה מכך לתשואת החזקה נמוכה גם בהשוואה לשנה שעברה.
- תרומת הניהול הפעיל של היתרות הסתכמה בשנת 2013 ב-80 נקודות בסיס, פי שניים מהממוצע בעשור האחרון. תרומה זו מיוחסת בעיקר להשקעה במניות שתרמה 134 נ"ב, אשר קוזה חלקית בהפסד של 62 נ"ב מההשקעה במטבעות ובנכסים של מדינות שמטבעותיהן אינם נכללים בנומרי.
- במהלך השנה הוגדלה ההקצאה במניות מ-3% ל-6% מהיתרות והורחבה לגרמניה, צרפת ואנגליה.
- ההשקעה של היתרות במטבעות ובנכסים של מדינות שאינם נכללים בנומרי ובסמן צומצמה במהלך השנה מ-9.8% ל-2.8%.

¹ דין וחשבון על השקעת יתרות מטבע החוץ מתפרסם מדי שנה משנת 2000. הדוחות השנתיים מפורסמים באתר בנק ישראל, בקישור שלהלן:

<http://www.boi.org.il/he/Markets/ForeignExchangeReservesReport/Pages/Default.aspx>

² רמת היתרות לאורך כל הסקירה כוללת הקצאות של זכויות משיכה על ידי קרן המטבע הבינ-לאומית למדינות החברות בקרן (Allocation SDRs) ויתרה בקרן – Reserve Tranche. רמתן הגיעה בסוף שנת 2013 ל-2.2 מיליארדי דולרים. עוד בעניין זה ראו: בנק ישראל – דין וחשבון כספי לשנת 2013.

³ הנומרי הוא סל מטבעות שבו נמדדות יתרות מטבע החוץ. הרכבו הוא ההרכב המטבעי הניטרלי של היתרות. ראו חלק ג, פרק 1 בסקירה זו.

- בסוף השנה הוגדר פרופיל הסיכון בקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ במונחים של ההפסד המרבי שהוועדה המוניתרית מוכנה לספוג בלי לפגוע בהשגת היעדים שלשמים מוחזקות היתרות. פרופיל הסיכון שהוגדר משקף רמת סיכון גבוהה מזו שהוגדרה עד היום. השינוי ברמת הסיכון התאפשר בשל הגידול ברמת היתרות ושילובן של רכישות מט"ח במסגרת תכנית הגז, המאופיינות באופק השקעה ארוך טווח. בעקבות זאת, עודכנו בינואר 2014 הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ. במסגרת העדכון, הוגדלה ההקצאה המקסימלית המותרת להשקעה במניות ואושרה עקרונית השקעה באג"ח קונצרני. על רקע זה, בשנת 2014 מתוכננים פיילוט השקעה ראשוני באג"ח קונצרני והגדלת ההשקעה במניות ל-8% מהיתרות.

א. יתרות מטבע החוץ

1. המסגרת להחזקת היתרות ולניהולן

על פי חוק בנק ישראל התש"ע-2010, אחד מתפקידיו של הבנק הוא להחזיק ולנהל את יתרות מטבע החוץ של המדינה⁴.

בהתאם לחוק, הוקנו לוועדה המוניתרית בראשות הנגיד, בין סמכויותיה, סמכויות הנוגעות לניהול היתרות. הוועדה מופקדת על התוויית הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של היתרות, בהתייעצות עם שר האוצר, ועל המעקב אחר יישום מדיניות זו. הוועדה המוניתרית מאשרת ומעדכנת את חלוקת הסמכויות בנושא מדיניות ההשקעה של היתרות בינה לבין ועדת מט"ח⁵ וחטיבת השווקים. כמו כן רשאית הוועדה המוניתרית, באישור שר האוצר, לשנות את העקרונות שעל פיהם מחליט הנגיד על הרמה הרצויה של יתרות מטבע החוץ לטווח הארוך.

יתרות מטבע החוץ שמדינות מחזיקות ממלאות שלושה תפקידים מרכזיים:

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

כדי למלא תפקידים אלה מקיימת מדיניות השקעתן של היתרות את שלושת העקרונות הבסיסיים הבאים: **שמירה על כוח הקנייה של היתרות, ניהול היתרות ברמה גבוהה של נזילות והשגת תשואת החזקה נאותה על תיק היתרות**, כל עוד אין הדבר פוגע בהשגת היעדים הקודמים (כפי שמפורט בנספח 2 – הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ).

⁴ עד כניסתו לתוקף של חוק בנק ישראל התש"ע-2010, ב-1 ביוני, נוהלו היתרות על פי חוק בנק ישראל התשי"ד-1954 והפרשנות המשפטית שהתווספה עליו במשך השנים, ובהתאם למדיניות ההשקעה שקבע נגיד הבנק.

⁵ ועדת מט"ח היא ועדה פנימית של הבנק בראשות הנגיד, שתפקידה לתרגם את הקווים המנחים להשקעת היתרות להנחיות מפורטות לניהולן.

בהתאם לעקרונות אלו נקבעו, במסגרת מדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ, כללים לניהול הסיכונים הפיננסיים השונים שהיתרות חשופות להם – הסיכון המטבעי, סיכון הריבית, סיכון האשראי וסיכון הנזילות. ניהול הסיכונים הפיננסיים שהיתרות חשופות להם מתבצע תוך התייחסות לסמן (benchmark, ראו חלק ג פרק 1).

2. עדכון הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ

מדיניות השקעת היתרות מושתתת כאמור על שלושה יעדים עיקריים – שמירה על כוח הקנייה של היתרות, ניהול ברמה גבוהה של נזילות והשגת תשואת החזקה נאותה. בהתאם לכך, תיק היתרות מנוהל במסגרת של כללי השקעה שנקבעו לשם השגת היעדים תוך כדי שליטה על חשיפתן של היתרות לסיכונים פיננסיים שונים. הכללים שמרניים מעיקרם, ומבטאים את הזהירות שנקטת במדיניות ניהולן של היתרות. קובעי מדיניות ההשקעה של היתרות ערים להתפתחויות בשווקים ולשינויים ברמת היתרות, ובעת הצורך נערכים בה שינויים ועדכונים בכללים ובמאפייני ההשקעה.

לקראת סיומה של שנת 2013 השלימה הוועדה המונית את תהליך התאמת פרופיל הסיכון של היתרות לרמתן הנוכחית ולשילובן של רכישות מט"ח במסגרת תכנית הגז, אשר אופק ההשקעה שלהם הוא ארוך טווח. פרופיל הסיכון המעודכן משקף רמת סיכון גבוהה יותר מזו של היום, והוא הוגדר במונחים של רמת ההפסד המרבי שאותו הוועדה מוכנה לספוג, בלי לפגוע בהשגת היעדים שלשם מוחזקות היתרות.

בהתאם, פרופיל הסיכון נקבע כך שבהינתן 5% של התוצאות הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד לא יעלה על 400 נ"ב באופק של שנה. בקביעת פרופיל הסיכון נעשה שימוש בניתוח תסריטים ובמגוון של מדדי סיכון כגון VaR, CVaR ואחרים. את פרופיל הסיכון תקבע הוועדה מפעם לפעם, בהתאם לנסיבות המשתנות בשוק ההון העולמי ולרמת היתרות.

בינואר 2014 עודכנו הקווים המנחים למדיניות ההשקעה⁶ בהתאם להגדרת פרופיל הסיכון. בין השינויים בלטו במיוחד שניים: ההקצאה המקסימלית להשקעה במניות הוגדלה מ-6% ל-12% מהיתרות, ולראשונה אושרה עקרונית השקעה באג"ח קונצרני בהיקף מקסימלי של 6% מהיתרות. נציין שתחילת השקעה בנכס חדש, כדוגמת אג"ח קונצרני, גם אם הוא מותר על פי הקווים המנחים, טעונת אישור פרטני של הוועדה המונית. נוסף על כך, הדירוג המינימלי המותר להשקעה באג"ח ממשלתיות הורד לדירוג השקעתי BBB, תוך הגבלת ההשקעה בקבוצה זו עד ל-1% מהיתרות⁷ והתניית ההשקעה באישורה של הוועדה המונית.

מובן ששיעורי הניצול של ההקצאה המותרת בכל אחד מסוגי הנכסים בהשקעת יתרות מטבע החוץ כפופים לעמידה בפרופיל הסיכון שהוגדר.

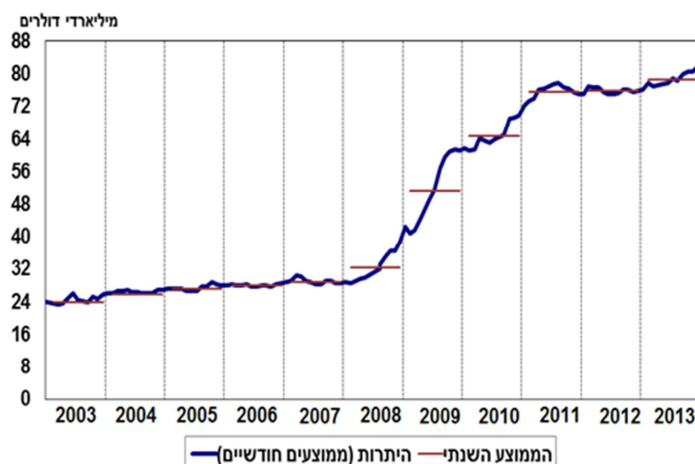
⁶ לקווים המנחים המעודכנים ראו נספח מספר 2.

⁷ בעבר הדירוג הנמוך ביותר שהותר להשקעה באג"ח ממשלתיות היה A-.

3. השינויים ברמת היתרות ב-2013

בשנת 2013 גדלו יתרות מטבע החוץ של ישראל בכ-6 מיליארד דולרים – מ-75.9 מיליארדי דולרים בסוף שנת 2012 ל-81.8 מיליארדים בסוף 2013 (איור 1).

איור 1: יתרות מטבע החוץ, 2003 עד 2013
(ממוצעים חודשיים)



העלייה ברמת היתרות השנה הושפעה בעיקר מרכישות של מטבע חוץ על סך 5.3 מיליארדי דולרים על ידי בנק ישראל: 2.1 מיליארדי דולרים נרכשו במסגרת **יישום התכנית למיתון ההשפעה של הפקת הגז על שער החליפין** שהחל במאי 2013 (ראו להלן), ו-3.2 מיליארדי דולרים נרכשו במסגרת **התערבות בנק ישראל שנועדה למתן את תיסוף השקל**.

התערבות זו גרמה לעלייה החדה ברמת היתרות שנרשמה מאוגוסט 2009 ועד סוף 2011. זאת בהמשך לעלייה ביתרות שנרשמה בין מרץ 2008 לאוגוסט 2009 בעקבות תכנית רכישות מטבע החוץ, שנועדה להביא את רמת היתרות לטווח הרצוי.

לוח 1: רכיבי השינויים ביתרות, 2013

(מיליוני דולרים)

	5,320	רכישות מט"ח
2,100		במסגרת תכנית הגז
3,220		במסגרת התערבות בשוק המט"ח
	1,833	שיערוך*
	255	הסקטור הפרטי
	-1,524	ממשלה
	5,884	סה"כ שינוי

*כולל 30- מיליון דולר פעילות הבנק ואחר

יישום התכנית למיתון ההשפעה של הפקת הגז על שער החליפין

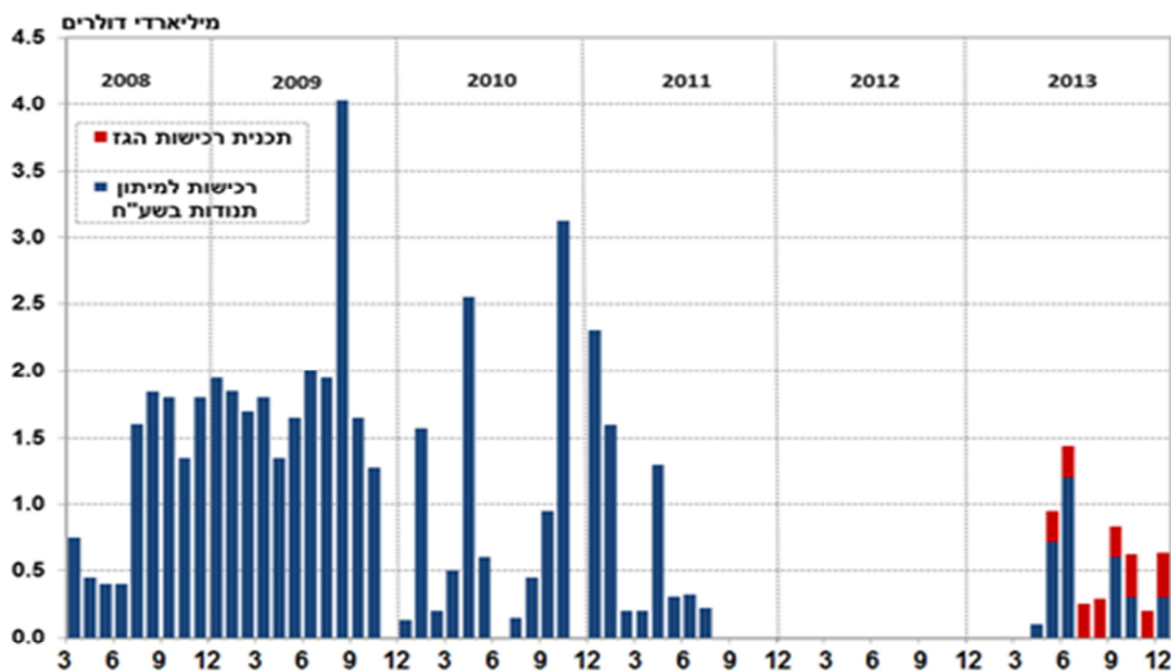
הפקת הגז בישראל גורמת לשיפור בחשבון השוטף אשר עשוי להוביל ללחצי תיסוף על שער החליפין. על מנת למתן תופעה זו⁸, אשר עלולה לפגוע במשק הישראלי, החליטה הוועדה המוניתרית במאי 2013 על תכנית רכישות מט"ח על ידי בנק ישראל בכמויות המותאמות עם ההשפעה הצפויה של הפקת הגז על מאזן התשלומים. תכנית זו (להלן "תכנית רכישות הגז") תיבחן מחדש עם הפעלתה של "קרן העושר",

⁸ תופעה המכונה "מחלה הולנדית".

הצפויה במהלך 2018.

כאמור, במהלך 2013 רכש בנק ישראל 2.1 מיליארדי דולרים במסגרת תכנית זו (ראו איור 2). כמו כן, בנק ישראל הצהיר כי היקף הרכישות במסגרת התכנית יעמוד על 3.5 מיליארדי דולרים בשנת 2014.⁹

איור 2: רכישות מטבע חוץ על ידי בנק ישראל, מרץ 2008 עד דצמבר 2013



נציין כי תכנית רכישות הגז מהווה כלי נוסף במדיניות שער החליפין של בנק ישראל, וכמו בעבר הבנק ממשיך לפעול בשוק המט"ח במקרה של תנודות חריגות בשער החליפין אשר אינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים של המשק או כאשר שוק המט"ח אינו מתפקד כראות.

⁹ ראו הודעות לעיתונות:

<http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/13052013m.aspx>
<http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/02-10-2013-gas.aspx>

4. רמת יתרות מטבע החוץ של ישראל

א. הלימות רמת יתרות מטבע חוץ

החזקת רמה נאותה של יתרות מטבע חוץ היא מדד חשוב לאיתנות הכלכלית של מדינה, והיא מסייעת לבנק המרכזי במילוי תפקידיו. היתרות הן מקור של נזילות במטבע חוץ, שאותו הבנק יכול לנצל בעת הצורך. מלבד זאת, יתרות גדולות של מטבע חוץ תורמות לשיפור מעמדה של המדינה בסביבה הפיננסית הבין-לאומית, בהגדילן את האמון ביכולתה להתמודד עם זעזועים במשק. יתרון זה מקבל ביטוי בדירוג האשראי של המדינה ובהערכות שמפרסמות חברות הדירוג. כך בדרך כלל מתאפשר למשק להוריד את עלויות המימון בגיוס של חוב בחו"ל במידה כזו או אחרת.

העקרונות המנחים לקביעת רמתן הרצויה של היתרות הוגדרו בהתאם למטרות של החזקתן¹⁰. כיום, רמת היתרות נמצאת בטווח הרצוי שאותו קבע הנגיד עבור המשק הישראלי, 65 עד 90 מיליארדי דולרים. התערבות של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ, לשם מילוי תפקידיו והשגת יעדיו, יכולה להביא לסטייה של רמת היתרות בפועל מהרמה הרצויה שנקבעה. באופן כללי, הבנק ינקוט פעולות יזומות לשינוי רמת היתרות רק כאשר הסטייה היא משמעותית ונמשכת, ורק אם פעולות אלו עולות בקנה אחד עם השגת מטרות הבנק שנקבעות בחוק בנק ישראל – בהן יציבות מחירים, תמיכה במטרות אחרות של המדיניות הכלכלית ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית. לפיכך, ייתכן מצב שבו יסטו יתרות המט"ח מהרמה הרצויה לפרקי זמן ממושכים.

ב. יתרות מטבע החוץ של ישראל בפועל

את הלימות רמתן של היתרות שמדינה מחזיקה מקובל לבחון על פי יחסי היתרות למשתנים הכלכליים במשק. בישראל גדלו יחסים אלה בעשור האחרון כתוצאה מגידול היקף היתרות מ-2008.

בשנת 2013 עמדה רמתן הממוצעת של יתרות מטבע החוץ על 185% מהחוב החיצוני של המשק לטווח הקצר ועל 29% מהתוצר המקומי הגולמי. גודלן הממוצע של היתרות עמד על 78.8 מיליארדי דולרים (לוח 2).

¹⁰ ראו נספח מספר 3 – העקרונות לקביעת הרמה הרצויה.

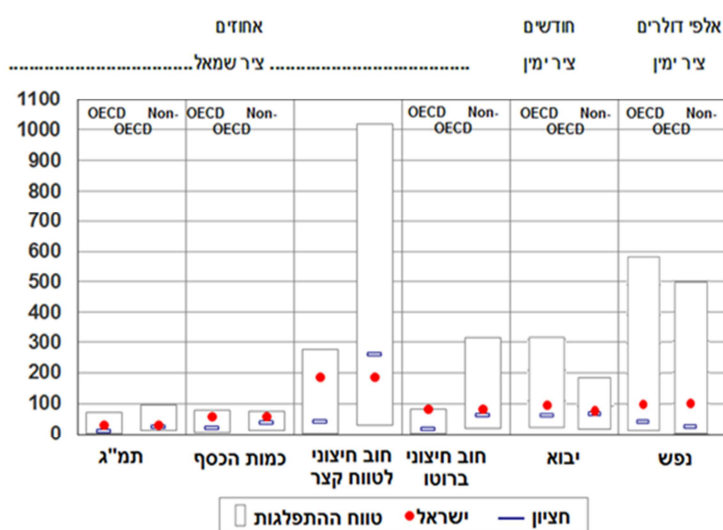
לוח 2: היתרות¹¹ ורמתן הממוצעת יחסית למצרפים שונים¹², 2004 עד 2013

השנה	היתרה הממוצעת	היתרות	החוב	החוב	הנכסים	התוצר המקומי
	(מיליוני דולרים)	לאוכלוסיה (דולרים)	היבוא (חודשים)	ברוטו של המשק	קצר של המשק	הלא-צמודים (M2)
						(אחוזים)
2004	26,530	3,862	5.3	34	84	48
2005	27,451	3,927	5.1	35	84	47
2006	28,137	3,954	4.8	32	76	45
2007	29,179	4,028	4.1	32	73	38
2008	32,924	4,442	4.1	37	82	34
2009	51,981	6,883	8.4	56	123	50
2010	64,939	8,439	8.8	60	117	57
2011	75,744	9,665	8.8	72	149	58
2012	75,930	9,514	8.5	78	173	58
2013	78,693	9,739	9.0	83	185	57
31/12/2013	81,790	10,122	9.3	86	192	59

ג. יתרות מטבע החוץ של ישראל בהשוואה למדינות אחרות

איור 3: יחס היתרות למצרפים כלכליים בסוף 2013, ישראל לעומת

מדינות אחרות¹³



ביחס לרוב המצרפים, רמת היתרות של ישראל נמצאת מעט מעל לחציון, הן של המדינות המפותחות והן של המתפתחות, אך היא איננה בקצה העליון של טווח ההתפלגות. יחס היתרות של ישראל לחוב החיצוני לטווח הקצר של המשק, 185%, נמוך מן החציון של קבוצת המדינות המתפתחות, 262%, אך גבוה מזה של המדינות המפותחות – 42%.

¹¹ היתרות כוללות גם זכויות משיכה בקרן המטבע הבין-לאומית.

¹² החוב החיצוני, נכון לרביעי השלישי של 2013, M2, לנובמבר, והאוכלוסייה לספטמבר 2013. היבוא והתוצר הם לארבעת הרבעים מ-Q4/12 עד Q3/13.

¹³ המדינות בקבוצת OECD: אוסטרליה, איסלנד, בריטניה, דנמרק, הונגריה, מקסיקו, נורווגיה, ניו-זילנד, פולין, צ'ילה, הרפובליקה הצ'כית, קוריאה, קנדה, שוודיה ושווייץ. המדינות בקבוצת שאינה ב-OECD: בולגריה, ברזיל, דרום אפריקה, הודו, טייוואן, לטביה, ליטא, מלזיה, הנסיכויות הערביות המאוחדות, סין, סינגפור, רומניה, רוסיה ותאילנד.

ב. הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית

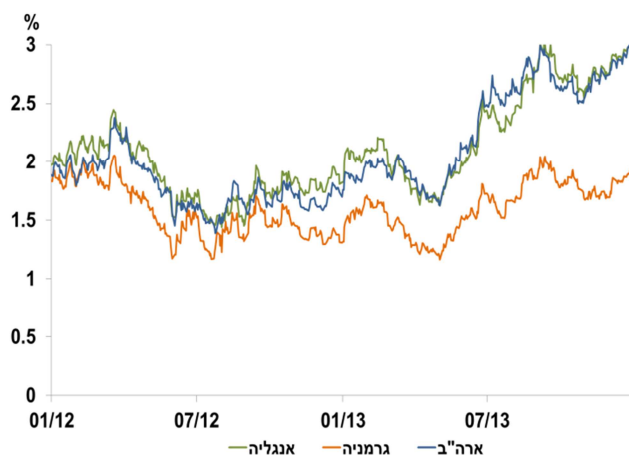
הסביבה הפיננסית העולמית התאפיינה בשנת 2013 בתנודתיות על רקע המשך ההרחבות המוניטריות בעולם מחד גיסא, ואי-ודאות סביב ההיקף והמועד של תחילת צמצום ההרחבה הכמותית בארה"ב (Tapering) מאידך גיסא.

בתחילת השנה שערי ריביות במשקים המפותחים נותרו ברמות שפל ונמשכה ההרחבה המוניטרית בכמה מדינות, אשר הובילה לעודף נזילות בשווקים. החל מחודש מאי, על רקע סימני התאוששות של הכלכלה האמריקאית ואי-ודאות בנוגע למועד תחילת ה-Tapering, השווקים נסחרו בתנודתיות תוך עלייה ניכרת בתשואות לפדיון לטווחים ארוכים. במקביל החל תהליך של יציאת הון מהמשקים המתעוררים שגרם לפיחות חד בחלק ממטבעותיהם ולהחמרה בביצועי החסר בבורסות שלהם בהשוואה למשקים המפותחים, שבהם נרשמו עליות שערים. לקראת סוף השנה, הצהרות הבנקים המרכזיים הגדולים במשקים המפותחים על כך שהריבית תישאר ברמות שפל לאורך זמן והתייצבות קצב הצמיחה בסין הרגיעו את השווקים ואת יציאת ההון מהמשקים המתעוררים.

במקביל, הכלכלה הריאלית במרבית מדינות העולם המשיכה להפגין חולשה כאשר ההאטה, כאמור, נרשמה בעיקר במשקים המתעוררים. קרן המטבע עדכנה מדי רבעון את תחזית הצמיחה העולמית כלפי מטה, והרטוריקה, שעסקה בשנים האחרונות בשמירה על יעדי גירעון וצמצום שיעור החוב, התחלפה בעידוד צמיחה ותעסוקה.

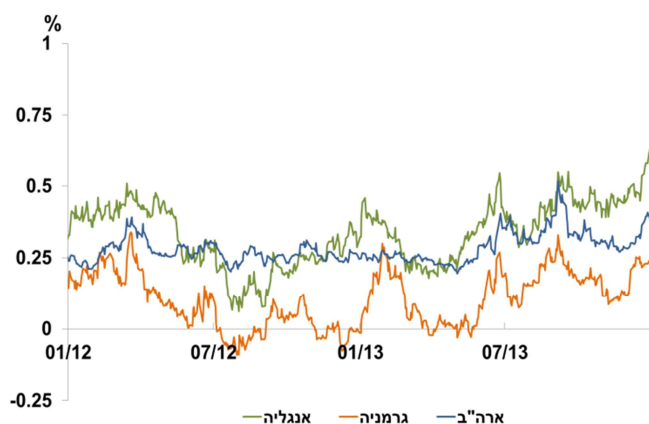
בארה"ב, ה-Fed הגדיל בתחילת 2013 את תכנית ההרחבה הכמותית השלישית (QE-3) בתכנית רכישה של אג"ח ממשלתיות ארוכות טווח בהיקף של 45 מיליארדי דולרים לחודש. זאת בנוסף לתכנית רכישה אג"ח מגובות משכנתאות (MBS) בהיקף של 40 מיליארדי דולרים שבה החל בספטמבר 2012.

איור 4: תשואות אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים – ארה"ב, גרמניה ואנגליה, 2013



על רקע ההרחבה הכמותית, תשואות האג"ח הממשלתיות של ארה"ב ל-10 שנים ירדה מתחילת השנה ועד לתחילת מאי ב-14 נ"ב, מ-1.76% ל-1.62% בלבד. עם זאת, בחודש מאי 2013, פורסם כי ה-Fed מגבש תכנית להאטה עד עצירה של תכנית ההרחבה הכמותית. זאת על רקע השיפור במצב הכלכלה בארה"ב, שהתבטא במגמה מתמשכת של ירידת שיעור האבטלה, התמתנות הגירעון, ובמקביל – התגברות החשש מהיווצרות בועות נכסים על

**איור 5: תשואות אג"ח ממשלתיות לשנתיים – ארה"ב
גרמניה ואנגליה, 2013**



רקע הזרמת הכסף לשווקים. ב-22 במאי, נגיד ה-Fed הצהיר כי ייתכן שה-Fed יתחיל ב-Tapering עוד לפני סוף השנה. תגובת השווקים הייתה דרמטית והתבטאה בין היתר בזינוק התשואות של שטרי האוצר האמריקאים. התשואה ל-10 שנים עלתה באופן חד וכמעט והוכפלה מתחילת מאי ועד לספטמבר מרמה של 1.6% לרמה של 3.0%. אף התשואות לשנתיים עלו, אולם באופן מתון הרבה יותר, מ-0.2% ל-0.5%.

בהמשך השנה על רקע הפתעת השווקים מהחלטת ה-Fed שלא להתחיל בצמצום ה-QE כבר בחודש ספטמבר, נרשמה ירידת תשואות ניכרת בשוקי האג"ח הממשלתיים, אבל הן שבו לעלות עד סוף השנה.

ארה"ב צמחה ב-2013 ב-2.75%, על אף צמצום פיסקאלי במחצית הראשונה של השנה, בין היתר על רקע המחלוקת סביב סוגיות תקרת החוב והצוק הפיסקאלי בתחילת השנה. קצב הצמיחה היה דומה לזה שנרשם בסוף 2012, כאשר הנתונים לאורך השנה היו מעורבים אך הצביעו על התאוששות בקצב מתון. שיעור האבטלה ירד מ-7.9% בסוף 2012 ל-6.7% בסוף 2013, אך זאת בעיקר בשל הגידול במספר המובטלים שהתיאשו מלחפש עבודה, כפי שבא לידי ביטוי בירידת שיעור ההשתתפות בכוח העבודה בתקופה זו.

בגוש האירו, על רקע ההרחבות המוניטריות בעולם ו-2 הורדות ריבית של ה-ECB, תשואות האג"ח הממשלתיות ל-10 שנים של גרמניה ירדה מתחילת השנה ועד לתחילת חודש מאי ב-15 נ"ב, מ-1.32% ל-1.17%. התשואה המקבילה לאג"ח של איטליה וספרד ירדה בתקופה זו באופן ניכר יותר, הן על רקע ההרחבות המוניטריות והן על רקע ההצהרה של ה-ECB ב-2012, להבטיח את יציבות הגוש. עם זאת, מחודש מאי ועד לסוף 2013 תשואות האג"ח הממשלתיות ל-10 שנים של גרמניה עלו מ-1.2% ל-1.9%, ובאנגליה כמעט והוכפלו מ-1.6% ל-3.0% (ראו איור 4).

הודות למכרזי הלוואות (LTRO) שה-ECB ביצע בסוף 2011 ותחילת 2012 במטרה לספק נזילות לבנקים בגוש האירו, ובעיקר בזכות הבטחתו של נגיד ה-ECB לעשות ככל שיידרש על מנת להבטיח את יציבות הגוש, פחתו החששות בשווקים ממשבר החוב באירופה. עם זאת, הגוש צמח ברבעון השני והשלישי של 2013 בשיעורים אפסיים (0.3% ו-0.1% QoQ). בנוסף, על אף הריבית האפסית והנזילות הרבה, הבנקים הגדילו את אחזקתם באג"ח ממשלתיות במקום להגדיל את האשראי לעסקים ולמשקי בית, גורם שהשפיע על כך ששיעורי האינפלציה נמוכים מהיעד של הבנק המרכזי ואף קיים סיכון לדפלציה. נוסף על כך, שיעורי האבטלה בגוש בכלל וביוון ובספרד

בפרט המשיכו לעלות לרמות שיא שמקשות על ההתאוששות הכלכלית. לאור זאת, האיחוד האירופי דחה את העמידה ביעד הגירעון לטובת עידוד הצמיחה והתעסוקה בגוש.

ביפן, על רקע החולשה המתמשכת, הממשלה החדשה יצאה בתכניות הרחבה לצורך המרצת הכלכלה. הבנק המרכזי הכפיל בחודש אפריל את תכנית ההרחבה הכמותית לסכום השקול לכ-75 מיליארדי דולרים לחודש, תכנית גדולה יותר מזו שמבוצעת כיום בארה"ב, לאחר צמצום הרכישות. צעדי ההרחבה הביאו לפיחות ניכר בשער היין היפני מול הדולר ולזינוק במדדי המניות. האינפלציה הפכה משלילית לחיובית, כאשר הנתון האחרון עמד על 1.5% וללא אנרגיה ומזון על 0.6%, והמשק צמח ברבעון השלישי ב-2.4% (YoY). מתוך שלושת היעדים שראש הממשלה הציג, הוא עמד ביעדי ההרחבה המוניטרית והפיסקלית (אם כי שיעור האינפלציה טרם הגיע לרמה של 2%), אך היעד השלישי, של שינויים מבניים (שוק התעסוקה, גופי הפנסיה וכד'), טרם הושג. ההערכות הן כי ללא שינויים מבניים השיפור לא יהיה בר-קיימא.

מדינות מפותחות אחרות, כמו אוסטרליה, נורווגיה, קנדה וסינגפור, נהנו בתחילת השנה (ואף ב-2012) מנתונים כלכליים טובים בהרבה מאלו של ארה"ב וגוש האירו. במאי 2013 החל תהליך של יציאת ההון הזר מהמשקים המתעוררים, אשר פגע בצמיחתם והביא להאטה מדאגה. חולשתם השפיעה גם על שותפות הסחר שלהן, ובעיקר על אלו שכלכלתן מבוססת על יצוא מוצרי אנרגיה ומתכות, כגון קנדה, אוסטרליה ונורווגיה. חולשה זו השפיעה לרעה על מטבעותיהן אשר החלו להיחלש מול הדולר ובעיקר מול האירו. נוסף על כך, באותו זמן, עם הציפיות לתחילת ה-Tapering ששררו בשווקים, התשואות במשקים אלו מיצו את תהליך ירידתן ואף החלו לעלות מעט.

לוח 3: אינדיקטורים עיקריים במדינות ההשקעה (סוף 2013)

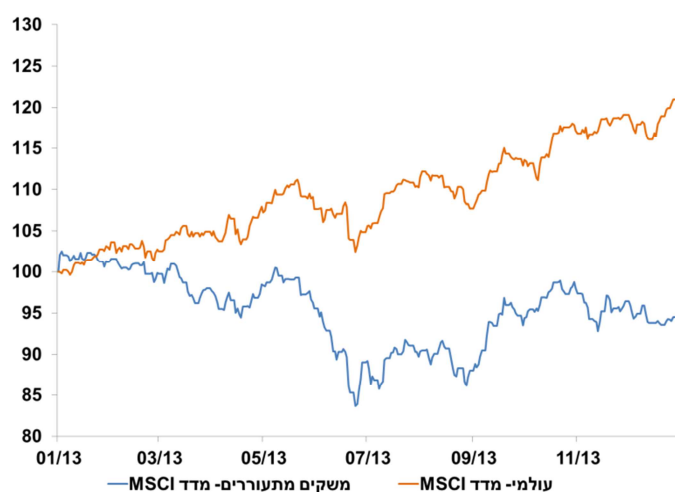
ארה"ב	אירופה	אנגליה	אוסטרליה	קנדה	נורווגיה	שוודיה	סינגפור
87.9	90.6	82.8	11.6	34.6	-165.5	-17.6	-
החוב הציבורי נטו ביחס לתוצר							
1.8	-0.4	1.5	2.3	2.3	1.5	0.3	5.8
השיעור השנתי של צמיחת התוצר							
1	-	-	2.2	0.7	2.4	-0.1	-
שיעור השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן							
7.3	12.1	7.6	5.7	6.9	3.4	7.3	1.8
שיעור האבטלה							
-2.5	2.2	-4.1	-3.3	-3.2	11.8	6.3	17.6
החשבון השוטף כאחוז מהתוצר							
0.25	0.25	0.5	2.5	1	1.5	0.75	0.4
ריבית הבנק המרכזי							

בסין, החששות מפני נחיתה קשה התפוגגו והצמיחה ב-2013 עמדה על 7.7%, בהשוואה ל-7.9% ב-2012. שיעור האינפלציה נותר ללא שינוי, סביב רמה של 2.5%. ההאטה בסין אמנם הייתה נמוכה בהשוואה למשקים המתעוררים, אך הבעיות המבניות של הכלכלה נותרו כמעט ללא שינוי. "אשראי הצללים" המשיך לגדול, וכשהממשל ניסה לצמצמו זינקה הריבית הבין-בנקאית. הממשלה החדשה פרסה את חזונה להתפתחות הכלכלית לעשור הקרוב, כאשר המטרה היא

לשנות את מודל הצמיחה מכזה המבוסס על השקעה עסקית ויצוא לכוזה המבוסס על ביקושים מקומיים ואשראי למשקי בית. כדי לעמוד ביעדים מתוכננים רפורמות שכוללות הקלות במדיניות ילד אחד, האצה מבוקרת של תהליך העיור, הסדרת זכויות קניין וליברליזציה של שוק המט"ח, העלאת שכר מינימום והכוונת הבנקים לשינוי יעדי מתן האשראי שלהם.

במשקים המתעוררים (למעט בסין) נרשמה האטה ניכרת, על אף ששיעורי הצמיחה שם עדיין גבוהים בהשוואה למשקים המפותחים. לאחר שנים של התבססות הצמיחה העולמית על המשקים המתעוררים, קרן המטבע ציינה את ההאטה המתמשכת במשקים המתעוררים ואת יציאת ההון מהם כשניים מהסיכונים המרכזיים לצמיחה הגלובלית. מאז חודש מאי, על רקע דברי בכירים ב-Fed על Tapering ועל אף שדובר בהאטת קצב ההרחבה הכמותית ולא בצמצום מוניטרי, נרשמה יציאת כספים ניכרת מהמשקים המתעוררים. כתוצאה מכך, חלה עלייה חדה בתשואות האג"ח, מלווה בירידות שערות חדות בשוקי המניות ובפיחות חד במטבעות של אותן מדינות. בנקים מרכזיים נאלצו להתערב בשוק המט"ח, ובכיוון הפוך לזה שנהוג בעולם בשנים האחרונות, ומכרו מט"ח כדי לייצב את מטבעותיהם. בנקים מרכזיים אלו נאלצו, על אף האטת הצמיחה במדינותיהם, להעלות ריבית כדי לרסן את האינפלציה ולמשוך חזרה משקיעים זרים.

איור 6: ביצועים של מדדי MSCI העולמי ושל המשקים המתעוררים בשנת 2013



בשוקי המניות נרשמו ירידות שערות חדות, בשעה ששוקי המניות במשקים המפותחים נהנו מעליות חדות של 20%–30% והגיעו לרמות שיא. קרן המטבע העולמית קראה למדינות עם שיעורי אינפלציה נמוכים (ארה"ב ויפן) להמשיך במדיניות מוניטרית מרחיבה ושרי האוצר של ה-G-20 סיכמו כי על בנקים מרכזיים "להיזהר משינויים חדים במדיניות ולתקשר היטב כל מהלך".

בחודשים העוקבים הבנקים המרכזיים הגדולים (ארה"ב, גוש האירו ואנגליה) הודיעו כי הריבית אינה צפויה לעלות בעתיד הנראה לעין, ונגיד ה-Fed אף הבהיר כי הריבית תישאר אפסית גם לאחר צמצום תכנית הרכישות ואף לאחר עצירתה. ככל הנראה, על רקע הצהרות הבנקים המרכזיים בכלל, וזו של ה-Fed בפרט, בחודש דצמבר השווקים כמעט ולא הגיבו על ההודעה על תחילת ה-Tapering ועליית התשואות התמתנה. תשואות האג"ח הממשלתית של ארה"ב ל-10 שנים לא עברה עד סוף השנה את הרמה שבה הייתה בספטמבר, וגם יציאת ההון מהמשקים המתעוררים כמעט ונבלמה.

ג. תשואת ההחזקה של היתרות בשנת 2013

1. תשואת תיק היתרות

תשואת ההחזקה של היתרות במונחי נומרר הסתכמה בשנת 2013 ב-0.87%. תשואה זו היא הנמוכה ביותר בעשור האחרון.

לוח 4: ביצועי התיק לעומת סמן התיק, 2004 עד 2013
(אחוזים, במונחי נומרר)

תוספת התשואה (1)-(2)	התשואה		
	(2)	(1)	
סך כל תרומת הניהול	הסמן	התיק בפועל	
0.03 (0.08)	1.67 (0.68)	1.70 (0.66)	2004
0.21 (0.12)	2.44 (0.67)	2.64 (0.60)	2005
0.12 (0.14)	3.70 (0.79)	3.83 (0.73)	2006
0.00 (0.25)	6.91 (1.50)	6.91 (1.37)	2007
-0.19 (0.53)	6.14 (1.46)	5.95 (1.42)	2008
1.10 (0.22)	0.81 (0.65)	1.91 (0.60)	2009
0.54 (0.53)	1.19 (0.36)	1.73 (0.57)	2010
0.21 (0.71)	1.07 (0.39)	1.28 (0.80)	2011
1.17 (0.52)	0.42 (0.17)	1.59 (0.57)	2012
0.80 (0.74)	0.07 (0.16)	0.87 (0.80)	2013
0.40	2.42	2.82	2004-2013

בסוגריים - סטיות התקן השבועיות במונחים שנתיים

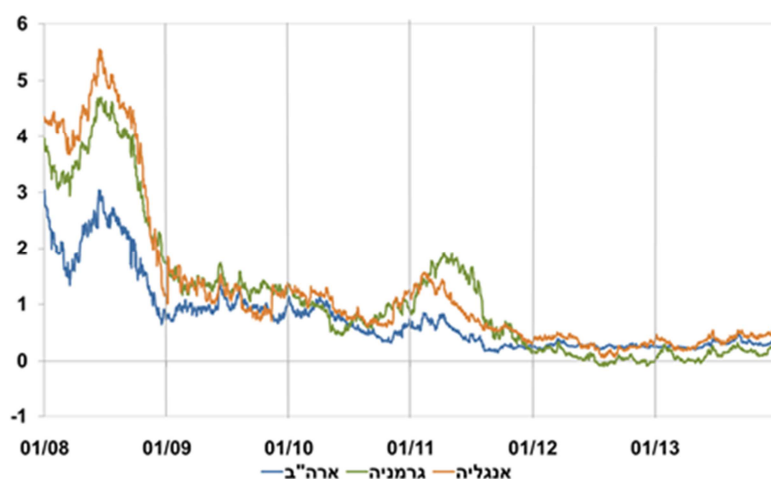
הנומרר הוא סל מטבעות שהרכבו משקף את השימושים האפשריים של היתרות. תשואת יתרות מטבע חוץ נמדדת במונחי נומרר, ולכן מבחינת מנהל התיק היתרות הרכבו נחשב להרכב מטבעי ניטרלי. הנומרר כולל שלושה מטבעות, שהתפלגו, בממוצע על פני השנה, באופן הבא: 63.9% דולר, 33.2% אירו ו-2.9% סטרלינג.

הסמן הוא תיק רעיוני המורכב מאגרות חוב ממשלתיות של מדינות שמטבעותיהן בנומרי. הרכבו הנכסי של הסמן נקבע בהתאם לרמות הרצויות של סיכון הריבית וסיכון הנזילות במטבעות השונים. הרכבו המטבעי של הסמן זהה להרכב הנומרי. הסמן משמש אמת מידה למדידת תשואת הניהול הפעיל של מנהל יתרות מטבע החוץ, אשר מבחינתו הסמן הוא נטול סיכון. כל זאת במסגרת דרגות החופש המותרות לסטייה מהסמן.

התשואה הנמוכה של היתרות בפועל, ובמיוחד של הסמן, מיוחסת בעיקר לתשואות לפדיון בחלק גדול מהמדינות שבהן מושקעות רוב היתרות, אשר נשארו ברמת שפל בתחילת השנה, והחלו לעלות מעט מאמצע השנה. לרמה הנמוכה של תשואת התיק תרמה גם אריכות הנכסים שהתיק מושקע בהם, אשר נשארה נמוכה השנה כמו בשנים הקודמות.

איור 7: תשואות אג"ח ממשלתיות לשנתיים – ארה"ב, גרמניה ואנגליה,

2008–2013 (אחוזים)



כבר בשנת 2009 הוחלט על קיצור אריכות היתרות בתגובה לתהליך הירידה המשמעותית, לרמות שפל היסטוריות, של עקומי התשואה בשווקים רבים בעולם מאז 2008.

לוח 5: אריכות התיקים והסמנים, 2012 - 2013

(חודשים, ממוצע)

2012		2013		
סמן	תיק	סמן	תיק	
9	9.2	9	9.2	ארה"ב
10	10.4	10	10.5	יורו
16	16.1	16	18.1	אנגליה
		3.2	3.2	סינגפור
9.0	9.1	9.0	7.8	קנדה
23.5	23.6	23.8	23.9	נורווגיה
10.1	10.3	9.4	9.7	סה"כ

שמירה על אריכות נמוכה בתיק בשנים אלה אמנם צמצמה את הסיכון של תשואה שלילית בתיק במקרה של עלייה בתשואות לפדיון, אך מנגד הביאה להקטנת ההכנסה השוטפת מריבית.

החל מחודש מאי השנה, עם הציפיות ששררו בשווקים לתחילת ה-Tapering, נרשמה עלייה חדה בתשואות לפדיון בטווח הבינוני והארוך, בעוד שהשקעת היתרות מרוכזת בטווחים הקצרים (עד שלוש שנים) שבהם התשואות עלו רק במעט.

איור 8: מרווחי התשואות בין אג"ח ממשלתיות לשנתיים ול-5 שנים, 2013

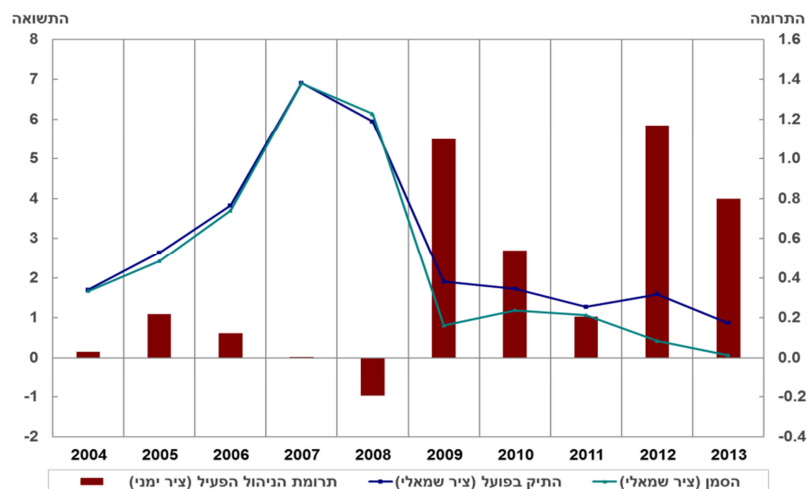
(אחוזים)



2. תרומת הניהול הפעיל

איור 9: שיעור התשואה ותרומת הניהול הפעיל, 2004 עד 2013

(אחוזים, במונחי נומר)



השקעת יתרות מטבע החוץ הניבה השנה תשואה גבוהה ב-0.80% מתשואת סמן היתרות. הפרש תשואה זה מייצג את תרומת הניהול הפעיל של היתרות, אשר מושקע בנכסים מסוגים שונים ובמדינות נוספות על אלו הנכללות בסמן¹⁴ במטרה להשיג תשואה גבוהה יותר.

תרומת הניהול הפעיל משקפת את סך התרומות של ההחלטות להשקיע את היתרות בהרכב שונה מזה של הסמן. השוני בין הרכב היתרות והרכב הסמן יכול לבוא לידי ביטוי במאפיינים שונים – ביניהם ההרכב המטבעי, ההרכב הנכסי, האריכות והפיזור של התקופות לפירעון.

תרומת הניהול הפעיל מורכבת משני רכיבים עיקריים שפעלו השנה בכיוונים מנוגדים: **הניהול הנכסי בתיקי מטבעות הנומור** – השקעתם בנכסים שאינם כלולים בסמן ובעיקר במניות, אשר הניבה

¹⁴ במסגרת דרגות החופש שניתנו למנהלי היתרות.

תרומה גבוהה של כ-142 נ"ב לתשואת התיק, ומנגד **ניהול הפוזיציות האסטרטגיות** – השקעה של היתרות במטבעות שאינם כלולים בנומרי ובסמן היתרות¹⁵ אשר גרעה כ-62 נ"ב מתרומה זו (ראו לוח 6).

עם זאת, תרומת הניהול הפעיל שהתקבלה השנה היא מהגבוהות בעשור האחרון וגבוהה משמעותית מהממוצע בעשור זה.

לוח 6: תרומת הניהול לפי תיקי המטבעות

(נקודות בסיס, במונחי נומרי)

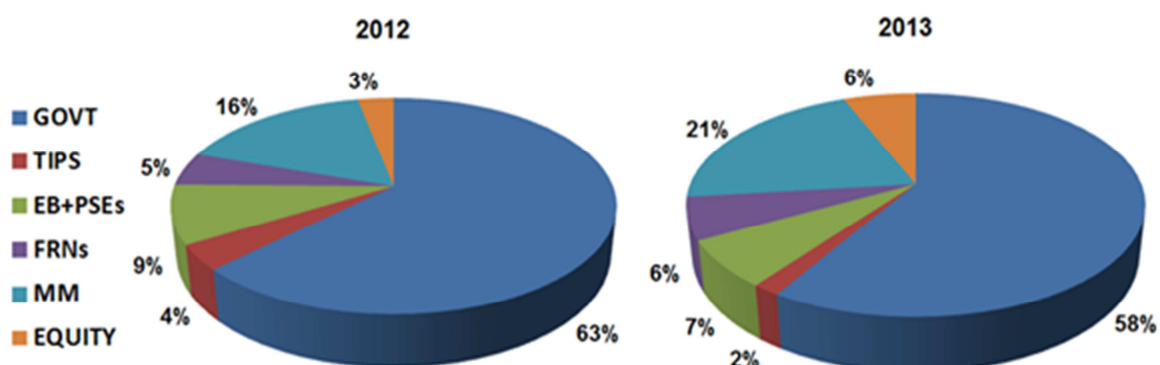
2010	2011	2012	2013	
10.6	-5.9	59.3	141.5	תיקים במטבעות הנומרי (סה"כ התרומה)
10.3	-2.9	44.1	8.5	הניהול הנכסי
-1.4	-2.5	-1.2	-0.5	פוזיציות אריכות ופיזור
1.6	-0.5	3.2	-0.2	השקעה ב-GNMA ואג"ח ממשלתי בניהול חיצוני
		13.2	133.8	השקעה במניות (ניהול חיצוני)
46.6	25.9	45.3	-62.3	תיקים מטבעיים אחרים (פוזיציה אסטרטגית)
3.3	21.2	25.7	10.9	תרומה נכסית (כולל פוזיציות אריכות ופיזור)
43.4	4.7	19.6	-73.2	תרומה מטבעית
-3.4	0.6	12.3	0.6	פוזיציות אחרות ושארית
53.8	20.7	116.9	79.8	סה"כ

2.א. תרומת הניהול הנכסי – השקעה במניות

רובן של היתרות מושקע במדינות מטבעות הנומרי (94% במהלך השנה), אך לעומת סמן היתרות, המורכב מאגרות חוב ממשלתיות של מדינות הנומרי בלבד, היתרות מושקעות בנכסים מסוגים שונים ומשקל איגרות החוב הממשלתיות ביתרות הוא סביב 58%¹⁶. הבחירה להשקיע בנכסים שאינם כלולים בסמן תרמה את התרומה העיקרית של הניהול הפעיל בתיקי מטבעות הנומרי, שהסתכמה השנה בכ-142 נ"ב, כאשר מרביתה נובעת מההשקעה במניות (134 נ"ב).

איור 10: התפלגות נכסית של תיק היתרות, 2012–2013

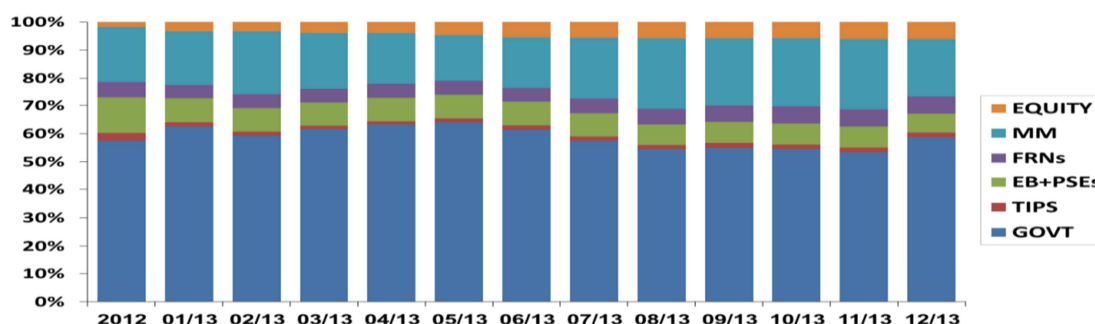
(אחוזים, סוף שנה)



¹⁵ השקעות אלו נוהלו במסגרת הפוזיציות האסטרטגיות בסך של כ-10% מהיתרות.
¹⁶ 42% הנותרים בתיק מורכבים ממניות ונכסים אחרים אשר מרביתם בערבות ממשלתית.

איור 11: התפלגות נכסית של תיק היתרות, 2013

(סוף תקופה)



עם כניסתו לתוקף של חוק בנק ישראל, ביוני 2010, הורחב מגוון הנכסים הפיננסיים המותרים להשקעת יתרות מטבע החוץ, ובתוכם – מניות. בבדיקה שנערכה בבנק ישראל ובעבודות שונות שנעשו בתחום זה בעולם נמצא כי הקצאת חלק מתיק השקעות שכולו מושקע במכשירי חוב לטובת מניות משפרת את יחס התשואה-סיכון של התיק בראייה ארוכת טווח. הקצאה כזאת מיטיבה עם התיק בהניבה תשואה גבוהה יותר תוך שמירה על רמת סיכון רצויה. הדבר נכון במיוחד כיום, בסביבת התשואות הנמוכות לפדיון, שבה ההכנסה השוטפת נמוכה מאוד ונשקף סיכון משמעותי להפסדים בתיק השקעות המושקע ברובו במכשירי חוב, כשהתשואות לפדיון תתחלנה לעלות. עם זאת, ראוי לציין כי ההשקעה במניות היא לטווח ארוך, מאופיינת בתנודתיות גבוהה ועלולה להניב הפסדים בטווח הקצר.

במרץ 2012 הושקעו 3% מתיק היתרות במניות השוק האמריקאי, ובתחילת 2013 אישרה הוועדה המונית להגדיל את ההשקעה במניות עד לגובה של 6% מהיתרות. בבסיס ההחלטה נלקח בחשבון צפי להתאוששות קלה במשק העולמי, אשר תוביל לתשואות החזקה של אגרות חוב הקרובות לאפס ואף לתשואות שליליות, בשל תהליך עליית ריביות בעולם – סביבה כלכלית אשר מיטיבה עם מחזיקי מניות. נוסף על כך, הוחלט להרחיב את ההשקעה במניות לשווקים נוספים. במהלך 2013 החל בנק ישראל להשקיע לראשונה במדדי מניות באירופה – בשלב ראשון במניות אנגליה, ובהמשך במניות גרמניה וצרפת. ההשקעה במניות מתבצעת באמצעות מנהלים חיצוניים והיא מנוהלת פסיבית; משמע שתיק המניות עוקב אחר מדדי מניות מוכרים ובעלי כיסוי רחב של שוקי המניות במדינות שבהן הוחלט להשקיע.

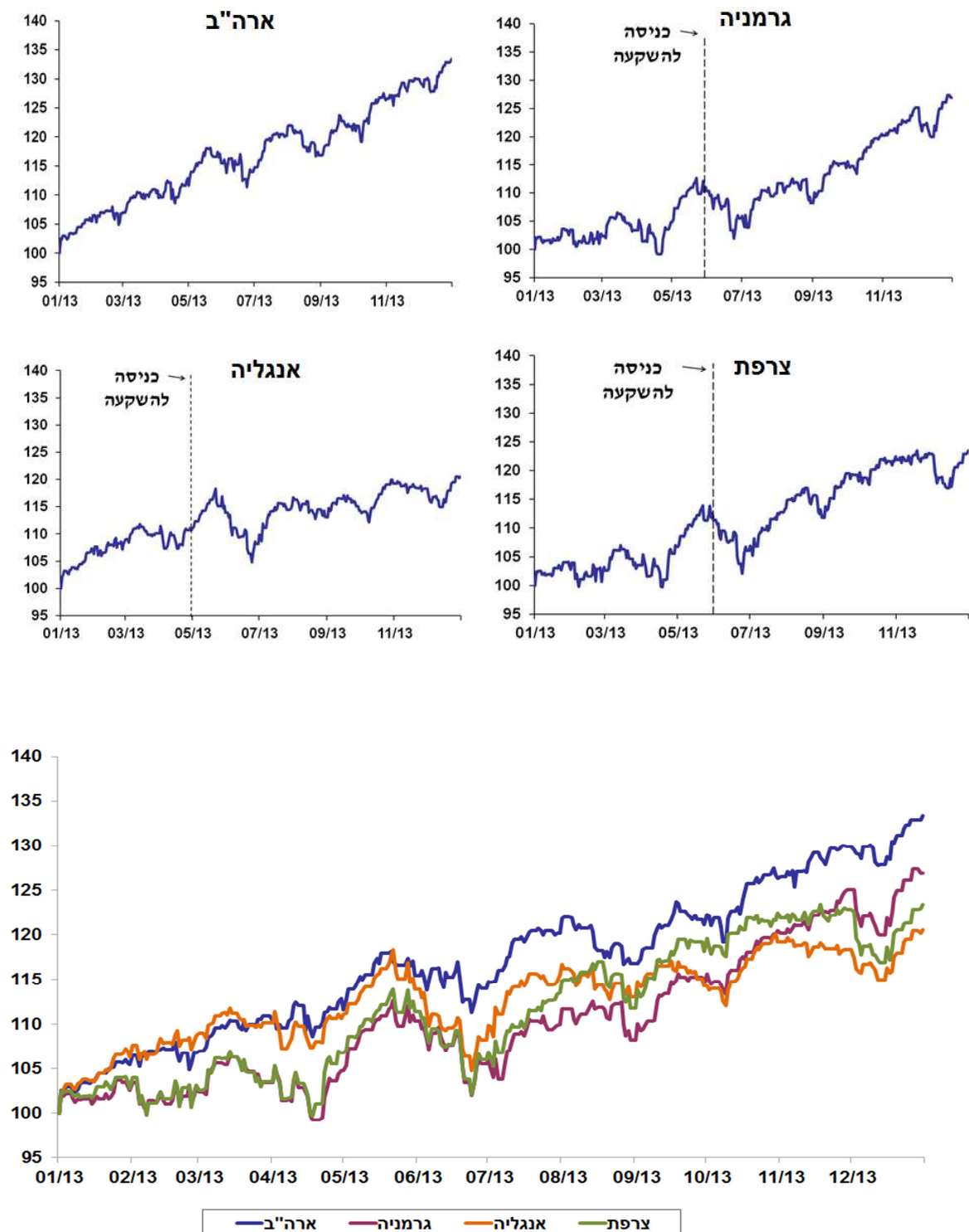
לוח 7: מדדי המניות¹⁷, סיכום 2013

שיעור עליית המדד מתחילת ההשקעה	שיעור עליית המדד ב-2013	אחוז החזקה בסוף 2013	
41%	33%	4.50%	ארה"ב
7%	21%	0.50%	אנגליה
12%	24%	0.25%	צרפת
16%	27%	0.75%	גרמניה
		6.00%	סה"כ

כאמור, השנה בלטה לטובה ההשקעה במניות, אשר הסתכמה ב-5% מהיתרות, בממוצע לאורך השנה. בסיכומה של שנה, ההשקעה במניות הניבה תרומה חיובית ומשמעותית שהיוותה את עיקר התשואה העודפת בתיק היתרות, זאת למרות התנודתיות שנצפתה לאורך השנה במדדי המניות (ראו איור 5).

¹⁷ מדדי מניות MSCI לכל אחת מהמדינות.

איור 12: מדדי מניות ארה"ב, אנגליה, גרמניה וצרפת, 2013



2.ב. תרומת הפוזיציות האסטרטגיות

עד שנת 2010 היו יתרות מטבע החוץ מושקעות ברובן בשלושת מטבעות הנומרי – הדולר, האירו והסטרלינג. בשנים 2010–2011, בתקופה שבה חלה הרעה בנתוני החוב בארה"ב ובעיצומו של משבר החוב בגוש האירו, נחלש מעמדם של מטבעות אלו, שיעורי הריביות במדינותיהם ירדו לרמות אפסיות, וכך פחתה האטרקטיביות של השקעה בהם. במטרה לשפר את פרופיל התשואה-סיכון של התיק הוחלט להרחיב את פיזורו ולכלול בו גם חשיפה למשקים מפותחים ומבוססים נוספים, בעלי פוטנציאל צמיחה גבוה.

לוח 8: התפלגות מטבעית ממוצעת של הנומרי ושל תיק היתרות				בתחילת 2010 נוספו לתיק היתרות השקעות במטבעות ובאגרות חוב ממשלתיות של אוסטרליה, קנדה ונורווגיה. ב-2011 נוספה השקעה בשוודיה וב-2012 בסינגפור. במסגרת דרגות החופש שניתנו לחטיבת השווקים, ב-2013 הוחלט לראשונה על השקעה בהיקף נמוך בקוריאה. זאת כצעד נוסף לקבלת חשיפה ישירה לאסיה. השקעה בקוריאה הסתכמה בממוצע לאורך השנה ב-0.3% מהיתרות.
(2013, אחוזים)				
סטיה	הנומרי	התיק		
-0.4	63.9	63.5	דולר	
-5.9	33.2	27.3	אירו	
-0.1	2.9	2.8	לירה סטרלינג	
0.8		0.8	דולר אוסטרלי	
2.2		2.2	דולר קנדי	
2.5		2.5	קרונה נורווגית	
0.1		0.1	קרונה שוודית	
0.6		0.6	דולר סינגפורי	
0.2		0.2	מטבעות אחרים	
	100.0	100.0	סה"כ	

משקלן הממוצע של הפוזיציות האסטרטגיות בתיק עמד השנה על 6.2% מהיתרות, והן היוו פוזיציה מטבעית ונכסית אסטרטגית ארוכת טווח מול הרכב הנומרי. חלקן העיקרי של הפוזיציות נוהל מול האירו, במטרה לצמצם את החשיפה לגוש האירו, וחלק קטן מהן נוהל גם כנגד הדולר.

מלבד המשבר בגוש האירו וההרעה בנתונים הכלכליים ובנתוני החוב של המדינות המפותחות הגדולות, ישנם כמה גורמים עיקריים אשר הובילו לפתיחת הפוזיציות האסטרטגיות. גורם אחד הוא השקעה במדינות שנהנו מנתונים כלכליים טובים בהרבה מאלה של מדינות הנומרי, אשר התשואות בהן גבוהות יותר. גורם נוסף הוא המעבר המתמשך של פעילות כלכלית למשקים המתעוררים בכלל ולאסיה בפרט, שתמך בהשקעה במטבעות של משקים הנהנים מהתפתחות זו, כמו למשל אוסטרליה, נורווגיה וקנדה – יצואניות סחורות ואנרגיה, אשר עם עליית מחירי הנפט והסחורות גדל הצפי להתחזקותן הכלכלית והמטבעית.

בתחילת דרכן של הפוזיציות האסטרטגיות נהנה בנק ישראל מהתחזקות של מטבעותיהן, והן תרמו במידה רבה לתשואה העודפת החיובית על היתרות בשנים האחרונות.

בתחילת 2013, עם ירידת ההסתברות למשבר משמעותי באירופה ושיפור בנתוני כלכלת ארה"ב, התהפכה מגמת המטבעות, אשר נחלשו מול הדולר ובאופן משמעותי יותר מול האירו, שמולו נוהלו רוב הפוזיציות, והן החלו לצבור הפסדים. נוסף על כך, לאורך השנה הייתה ציפייה להתחזקות הדולר עקב גורמים שונים, כמו עלייה בצפי לצמצום המדיניות המוניטרית המרחיבה בארה"ב ומהפכת האנרגיה העולמית שהתמקדה בארה"ב והייתה צפויה להקטין את הגירעון בחשבון השוטף ולשפר את הפרודוקטיביות של מגזר הייצור. במקביל, התשואות בשוקי הפוזיציות האסטרטגיות מיצו את תהליך ירידתן, כך שלא נצפו רווחי הון נוספים. יתר על כן, החל מחודש מאי הציפיות לתחילת ה-Tapering ששררו בשווקים הובילו לעליית תשואות. בהתחשב בנתונים אלו, יחס ה"סיכוי-סיכון" שהשתנה לרעה לא הצדיק את המשך החזקת הפוזיציות בהיקפן, ובמהלך השנה, עם השינויים בשווקים, נתקבלו בהדרגה החלטות לצמצמן. בסופו של דבר, במהלך השנה נסגרו כל הפוזיציות שנוהלו מול הדולר (בהיקף של 1.9% מהיתרות) וכמחצית מהפוזיציות שנוהלו מול האירו (בהיקף של 4.9% מהיתרות). **בתחילת 2013 משקל הפוזיציות האסטרטגיות בתיק עמד על 9.7% מהיתרות, ובסופה של השנה על 2.8% בלבד.**

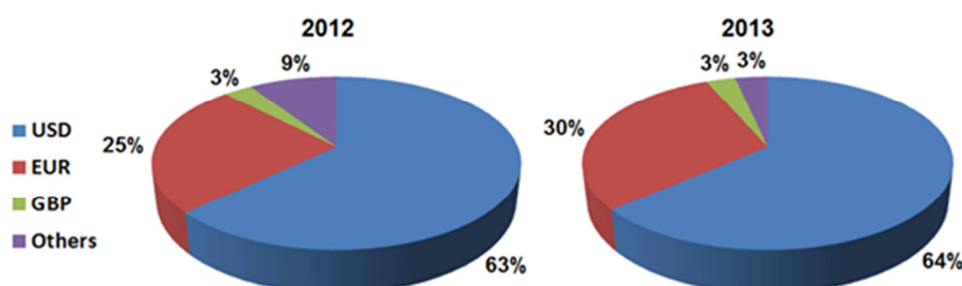
לוח 9: פוזיציות אסטרטגיות – סיכום רווח,

(אחוזים) 2013–2010

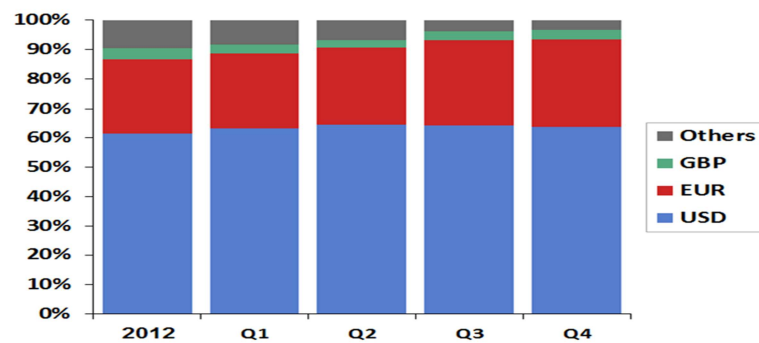
תרומה מטבעית	תרומה נכסית	סה"כ	
0.44	0.03	0.47	2010
0.05	0.21	0.26	2011
0.20	0.26	0.46	2012
-0.73	0.11	-0.62	2013
-0.04	0.61	0.57	סה"כ

הניהול הפעיל של הפוזיציות האסטרטגיות גרע מהתשואה העודפת כ-62 נ"ב, זאת לעומת תוספת של 119 נ"ב שהניבה ההשקעה המצטברת בפוזיציות אלו בשנים 2010–2012.

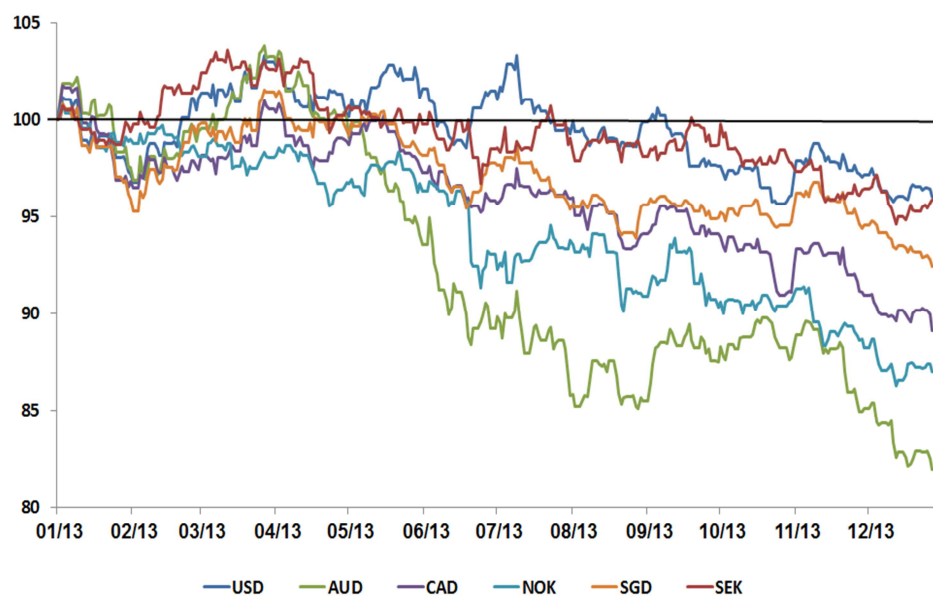
איור 13: התפלגות מטבעית, 2012–2013, סוף שנה



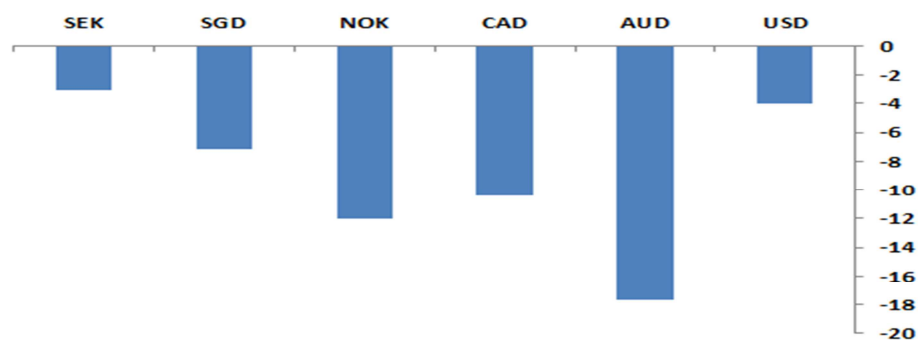
איור 14: התפלגות מטבעית, סוף תקופה



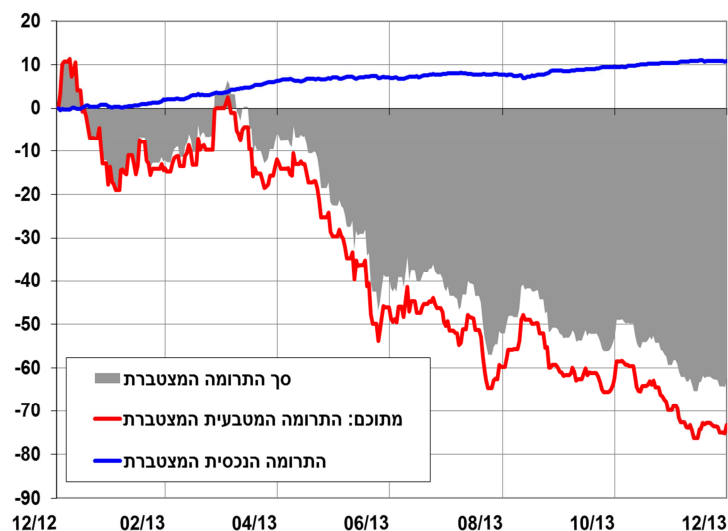
איור 15: שערי חליפין מול האירו, 2013



איור 16: שערי חליפין מול האירו, שיעור השינוי בשנת 2013



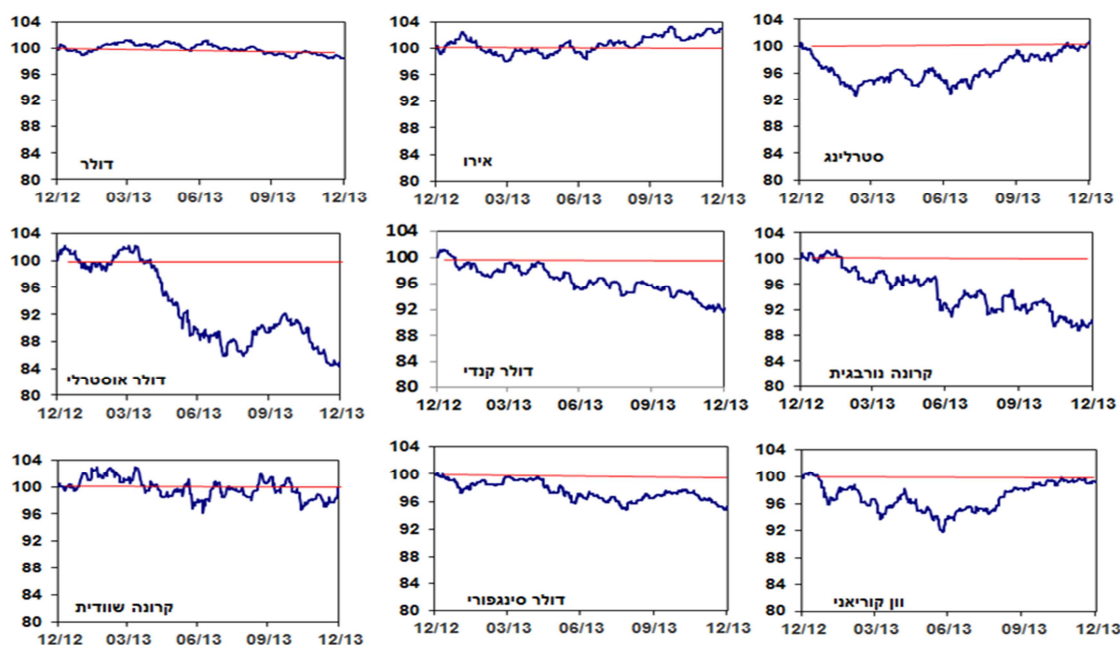
**איור 17: הפוזיציות המטבעיות האסטרטגיות –
התרומה המצטברת לתשואה העודפת, 2013 (נ"ב)**



את תרומתן של הפוזיציות האסטרטגיות לתשואה העודפת של היתרות ניתן להפריד לשני רכיבים עיקריים: **1. תרומת הניהול המטבעי**, המביאה בחשבון רק את התרומה שנובעת מהשינויים בשערי החליפין בין מטבעות אלו לנומרו. **2. תרומת הניהול הנכסי**, שמביאה לידי ביטוי את יתר מאפייני ההשקעה. השנה, תרומה זו קיזזה מעט את ההפסדים מהניהול המטבעי.

כאמור, **הניהול המטבעי** בתיקים אלו גרע השנה כ-73 נ"ב מתשואת הניהול הפעיל, בעקבות היחלשות שערי החליפין במרבית מטבעות התיקים הנוספים לעומת הנומרו.

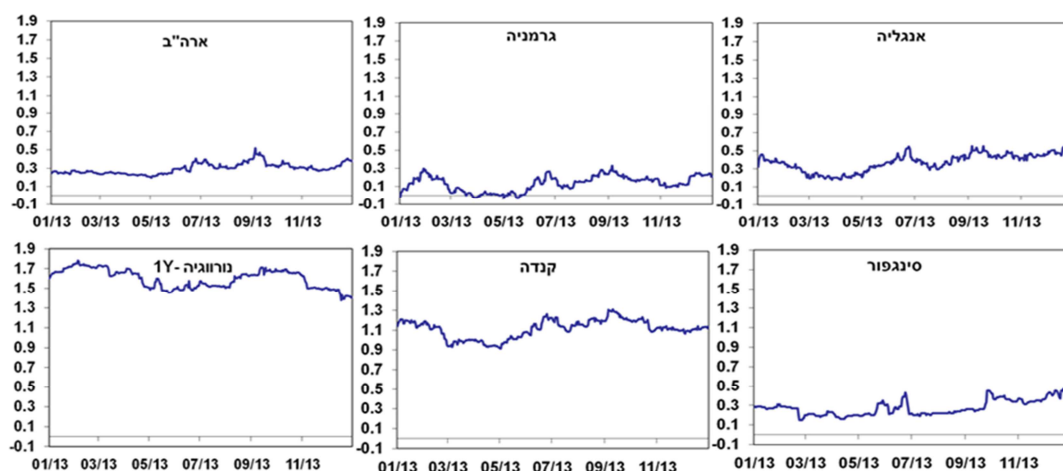
איור 18: שערי חליפין, מטבעות לעומת הנומרו, 2013



הניהול הנכסי בתיקי המטבעות שאינם בנומרי תרם לתשואה העודפת כ-11 נ"ב.

עד תחילת מאי 2013, ההאטה בכלכלה העולמית, יחד עם ההתרחבות המוניטרית, הביאו לירידת תשואות במשקים רבים, כדוגמת – קנדה, נורווגיה ואוסטרליה, אשר הניבה רווחי הון נאים. עם הציפיות ל-Tapering ששררו בשווקים, התשואות בשוקי הפוזיציות האסטרטגיות מיצו את תהליך ירידתן והחל תהליך של עליית תשואות (ראו איור 18).

איור 19: תשואות אג"ח ממשלתיות לשנתיים, 2013 (אחוזים)



רכיב הניהול הנכסי בתיקי המטבעות שאינם בנומרי תרם תשואה חיובית. גורם עיקרי לכך הוא התשואות בשוקי איגרות החוב של המדינות הנוספות שבהן הושקעו היתרות, אשר היו גבוהות מאלו של שוקי איגרות החוב שבסמן, ולכן נכסי מדינות אלו הניבו תשואה שוטפת גבוהה יותר.

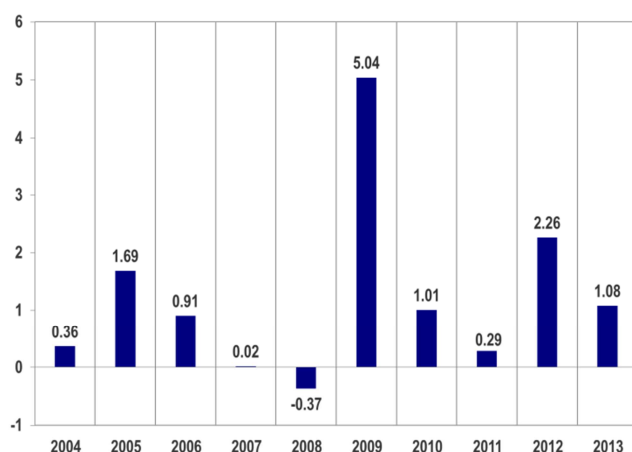
לוח 10: תרומת הפוזיציות האסטרטגיות לפי מטבעות, 2013 (נ"ב)

סה"כ	תרומה מטבעית	תרומה נכסית	
-12.9	-15	2.1	דולר אוסטרלי
-19.8	-22	2.2	דולר קנדי
-28.9	-31.5	2.6	קורונה נורווגית
0.1	0.5	-0.4	קורונה שוודית
-5.2	-5.3	0.2	דולר סינגפורי
-66.5	-73.2	6.7	סה"כ

3. יחס התשואה-סיכון של הניהול הפעיל

תנודתיות תיק היתרות הייתה גבוהה ביחס לאלו שנצפו בארבע השנים האחרונות (0.80%). התנודתיות הגבוהה ביחס לשנים קודמות מיוחסת להגדלת רכיב המניות ביתרות. לעומת זאת, תנודתיות סמן היתרות נשארה קרובה לזו של השנה הקודמת, והייתה הנמוכה בעשור (0.16%). התנודתיות הנמוכה יחסית של הסמן משקפת את אריכותו הנמוכה ואת הרמות הנמוכות של התשואות והריביות בשווקים (ראו לוח 5).

איור 20: יחס תרומת הניהול הפעיל לסטיית התקן שלה (Information Ratio), 2004 עד 2013



השנה חלה ירידה בתרומת הניהול הפעיל ועלייה ברמת הסיכון שנלקחה, לעומת השנה שעברה. יחס ה-Information Ratio המקובל לבחינת תרומת הניהול הפעיל ביחס לסיכון שנלקח לשם כך, היה נמוך מזה של שנה שעברה, ונמוך מעט מן הממוצע בעשור האחרון. יחס ה-Information Ratio הושפע השנה בעיקר משני רכיבים: רכיב אחד הוא הפוזיציות האסטרטגיות, אשר הסבו הפסדים מטבעיים לתיק היתרות ופגעו בתרומת הניהול הפעיל, כאשר במקביל, צמצומן של פוזיציות אלו במהלך השנה הקטין את תנודתיות התיק. הרכיב השני הוא רכיב המניות, אשר השפיע על היחס בשני כיוונים מנוגדים. הגדלת ההקצאה להשקעה במניות הגדילה את התנודתיות בו מחד גיסא, ומאידך גיסא הוסיפה תשואה משמעותית ועיקרית מאוד בתרומת הניהול הפעיל.

נספח 1: מונחים

איגרות חוב הנמכרות בשווקים הפיננסיים שמחוץ לארץ של המטבע שבו הן נקובות	Eurobonds
איגרות חוב המגובות במשכנתאות, המונפקות על ידי ה-Government National Mortgage Association, בערבות מלאה של ממשלת ארה"ב	GNMA
קיצור של Repurchase agreement, קנייה של נייר ערך בד בבד עם התחייבות למכור אותו בחזרה, בתאריך עתידי, במחיר ידוע. מבחינה כלכלית העסקה זהה להלוואה / פיקדון המגובה בעירבון (נייר הערך). כאשר בנק ישראל מוכר את נייר הערך לקנייה עתידית, העסקה נקראת Repo ; העסקה ההפוכה, שבה בנק ישראל קונה נייר ערך למכירה עתידית נקראת reverse repo.	Repo, Reverse Repo
קיצור של Treasury Inflation-Protected Security, איגרת חוב של ממשלת ארה"ב הצמודה למדד המחירים לצרכן	TIPS
הקירוב לרגישות בין שינוי קטן בערך של מכשיר חוב, כאחוז מערכו הקודם, ובין השינוי בתשואה-לפדיון (בסימן ההפוך) של המכשיר. האריכות נמדדת ביחידות זמן. מונח נרדף: מח"ם (משך חיים ממוצע).	אריכות Modified Duration
האריכות הממוצעת של תיק מכשירי חוב (שהאריכות של כל נכס בתוכו משוקללת לפי משקלו בתיק) היא המדד המקובל לאמידת סיכון הריבית של התיק.	אריכות של תיק Portfolio Duration
נכסים פיננסיים המונפקים על ידי גורמים זרים, הנקובים במטבע חוץ (לרבות זהב), והם בבעלות הבנק המרכזי ובשליטתו הבלעדית ואינם משועבדים בכל דרך שהיא	יתרות מטבע חוץ Foreign Currency Reserves
שיעור התשואה המתקבל כשהערכים השוטפים של כל הנכסים מוכפלים בשערי ההמרה השוטפים של מטבע או סל מסוים	מונחי מטבע (למשל מונחי דולרים) Currency Terms (e.g. US dollar terms)

חוזה עתידי Forward	הסכם לקנות או למכור בעתיד נכס מסוג מסוים, כגון מטבע חוץ, במחיר ובתאריך ידועים מראש
מרווח החלף Swap Spread	ההפרש בין התשואות-לפדיון של איגרת חוב ממשלתית ובין הריבית הקבועה שצד אחד משלם לשני בעסקת החלף ריבית לתקופה דומה
מרווח תשואה Yield Spread	ההפרש בין התשואות-לפדיון של שני מכשירי חוב
נייר ערך מסחרי Commercial Paper (CP)	איגרת חוב ללא קופון, הנמכרת בניכיון, שהטווח-לפירעון המקורי שלה קצר משנה
נומרי Numeraire	סל מטבעות המשמש למדידה של תשואות יתרות מטבע החוץ (ראו פרק ג'-1 לעיל)
נוזלות Liquidity	היכולת לממש נכסים ללא דיחוי וללא פגיעה בערכם
נכס מרווח Spread Asset	נכס שאינו נכלל בהרכב הנכסים של הסמן (ע"ע). מרווח התשואה של נכס זה נמדד כהפרש בין התשואה-לפדיון שלו לזו של נכס או סמן בעל מאפיינים דומים.
נקודת בסיס Basis Point	שיעור של 0.01 אחוז; חלק אחד מתוך עשרת אלפים או מאית האחוז
סטיית תקן Standard Deviation	מדד סטטיסטי למידת הפיזור של התפלגות סביב התוחלת שלה, המשמשת לעתים קרובות קנה מידה להיקף החשיפה לאי-ודאות. ע"ע תנודתיות.

סיכון אשראי Credit Risk	החשיפה לאפשרות של הפסד בגלל מחדל בתשלום חובות במועד – של מנפיק, של מוסד פיננסי או של מדינה – או כתוצאה משינויים בהערכת גורמים בשוק את ההסתברות של אירוע כזה
סיכון מטבעי Currency Risk	החשיפה לאפשרות של הפסד כתוצאה משינויים בשערי החליפין
סיכון משפטי Legal Risk	החשיפה לאפשרות של הפסד הנובע מניסוח החוזה, בטעות, שלא לטובת המשקיע
סיכון ריבית Interest-rate Risk	החשיפה לאפשרות של הפסדי הון כתוצאה מעליית התשואות לפדיון
סיכון תפעולי Operational Risk	החשיפה לאפשרות של הפסד בגלל כשל מערכות, טעויות אנוש וכדומה
סמן Benchmark Portfolio	תיק היפותטי, הבנוי על פי כללים מוסכמים מראש, ומשמש קנה מידה להערכת ביצועיו של מנהל תיק השקעות ועוגן לניהול הסיכונים של התיק
עקום תשואות Yield Curve	סדרת תשואות לפדיון של איגרות חוב עם מועדי פירעון שונים, בעלות מאפיינים משותפים (כגון איגרות החוב של ממשלת מדינה מסוימת במטבע מקומי)
פוזיציה אסטרטגית Strategic Position	סטייה מכוונת במאפייני השקעת התיק לעומת הסמן, אשר מנוהלת באופן ארוך טווח
שטר אוצר Treasury Bill, Note or Bond	איגרת חוב של ממשלת ארה"ב

תיק שבו לא נשקפים למשקיע לא הפסדים ולא רווחים	תיק חסר סיכון Risk-free Portfolio
תיק השקעות שהרכבו זהה לזה של הסמן	תיק ניטרלי Neutral Portfolio
סטיית התקן (ע"ע) של התפלגות תשואות ההחזקה של נכס פיננסי, כגון נייר ערך או תיק, על פני פרק זמן מוגדר (יום, שבוע וכו')	תנודתיות Volatility
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.	תשואה-לפדיון Yield to Maturity
שיעור השינוי בערכו של נכס או תיק על פני תקופה מוגדרת	תשואת החזקה Holding-period Rate of Return

נספח 2: הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ¹⁸

נכנס לתוקף ב-7 בינואר 2014

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

1. קווים מנחים בסיסיים, הנובעים מהמטרות של החזקת היתרות

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

- (א) **שמירה על כוח הקנייה של היתרות** – יעד זה מתפרש כשמירה על הערך של היתרות במונחי מטבע המדידה שהבנק בחר בו – הנומרר (סעיף 3 להלן).
- (ב) **ניהול היתרות ברמה גבוהה של נזילות** – חלק גדול של היתרות יושקע בנכסים הניתנים למימוש בהתרעה קצרה, בלי פגיעה בערכן. רמת הנזילות תוגדל ככל שהיחס שבין רמת היתרות בפועל ובין רמתן הרצויה נמוך יותר (סעיף 5 (ה) להלן).
- (ג) **השגת תשואת החזקה נאותה** ברמת סיכון מקובלת, כל עוד אין הדבר פוגע בהשגת היעדים הקודמים (סעיף 4 להלן).

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

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

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

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

¹⁸ מאפייני תיק היתרות בפועל מדווחים לציבור בסקירה שנתית המתפרסמת באתר בנק ישראל.

חטיבת השווקים תיישם את מדיניות ההשקעה, במסגרת דרגות החופש שייקבעו מפעם לפעם על ידי הוועדה המוניתרית וועדת מט"ח, ותדווח לוועדה המוניתרית ולוועדת מט"ח אחת לרבעון על יישום המדיניות: התפתחויות בשווקים הבין-לאומיים והשלכותיהן על ניהול היתרות, החלטות ההשקעה של החטיבה, ביצועי התיק והסיכונים הפיננסיים והאחרים שהתיק חשוף להם.

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

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

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

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

הרכב הנומרר¹⁹ 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.

את הרכב הנומרר תקבע בתום כל שנה הוועדה המוניתרית, על בסיס המלצת חטיבת השווקים ובהתאם 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.

¹⁹ הנומרר מוגדר במונחי יחידות מטבע (לדוגמה: X דולרים, Y אירו ו-Z לירות שטרלינג). היחס בין יחידות המטבע (בדוגמה – X:Y:Z) ייקבע על ידי ההרכב המטבעי של התיק (בדוגמה – אחוז הדולרים בתיק, אחוז האירו ואחוז הליש"ט) כפי שייקבע על ידי הוועדה, ועל פי שערי החליפין של מטבעות הנומרר במועד ההחלטה.

4. פרופיל הסיכון

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

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

5. הכללים לניהול הסיכונים הפיננסיים של היתרות

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

(א) סוגי הנכסים המאושרים לשימוש בניהול יתרות

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 12% מסך היתרות
7. נגזרים שנכס הבסיס שלהם מותר להשקעה

(ב) ניהול לעומת סמן

ניהול רכיבי הסיכון הפיננסי של היתרות מעוגן בניהול 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. פוזיציות מטבעיות אסטרטגיות ביחס להרכב הנומרי – היקפן מוגבל ל-10% מסך היתרות. את הרכב הפוזיציות והיקפן תקבע הוועדה המוניתרית.
3. פוזיציות מטבעיות לטווח הקצר והבינוני ביחס להרכב הנומרי – היקפן מוגבל ל-2% מסך היתרות. את הרכב הפוזיציות והיקפן תקבע חטיבת השווקים.

(ד) סיכון האשראי

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

1. השקעה במטבעות של מדינות מותרות במדינות שקבוצת דירוג האשראי שלהן היא לפחות בדירוג A. ההשקעה במדינות שקבוצת דירוג האשראי שלהן היא BBB מחייבת אישור פרטני של הוועדה המוניתרית.
2. השקעה באג"ח ו-CP בהנפקת ממשלות או בערבות ממשלתית מותרת אם קבוצת דירוג לפחות BBB. ההשקעה בקבוצת הדירוג BBB מוגבלת ל-1% מסך היתרות, והיא מותנית באישור פרטני של הוועדה המוניתרית.
3. ההשקעה באיגרות חוב של PSE (Public Sector Entity) מוגבלת ל-15% מסך היתרות, וזאת רק באג"ח שקבוצת דירוג האשראי שלהן היא לפחות A. ההשקעה בדירוג הנמוך מ-AA מוגבלת ל-1% מסך היתרות.
4. ההשקעה באיגרות חוב קונצרניות מוגבלת ל-6% מסך היתרות, וזאת רק באג"ח שקבוצת דירוג האשראי שלהן היא לפחות BBB.
5. ההשקעה באיגרות חוב ובפיקדונות של מוסדות כספיים בין-לאומיים מוגבלת ל-15% מסך היתרות.
6. החשיפה של היתרות למערכת הבנקאית הבין-לאומית לא תעלה על 10% מסך היתרות, וזאת רק לבנקים וברוקרים שקבוצת דירוג האשראי שלהם היא לפחות A. הפעילות עם בנקים וברוקרים שקבוצת דירוג האשראי שלהם היא BBB מוגבלת לפעילות מסוג DVP²⁰ (Delivery Versus Payment) בלבד.

²⁰ פעילות מסוג DVP הנה פעילות שבה העברת התשלום והנכס מצד לצד מתבצעת בו זמנית, ולכן סיכון האשראי בפעילות זו אפסי.

(ה) סיכון הנזילות

כדי לאפשר מענה מידי לבעיות הפיננסיות המתעוררות בעת חירום יש להשקיע חלק גדול מהיתרות בנכסים הניתנים למימוש בסכומים גדולים בהתרעה קצרה בלי פגיעה בערך המימוש שלהם.

הנכסים שבהם מושקעות היתרות מסווגים בהתאם לשלוש רמות נזילות: 1. נכסים אשר ניתן לממשם תוך שבוע בלי לפגוע בערכם; 2. נכסים אשר ניתן לממשם תוך חודש בלי לפגוע בערכם; 3. נכסים אשר ניתן לממשם תוך חצי שנה בלי לפגוע בערכם.

להשקעה בשתי רמות הנזילות הגבוהות נקבעה רמת מינימום ולרמה השלישית נקבע סף מקסימום. הסיווג לרמות הנזילות השונות יכול להשתנות בעקבות שינויים בתנאי השוק. כדי לעמוד בדרישות הנזילות קבעה הוועדה שלפחות 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.

6. הסיכונים הלא-פיננסיים הכרוכים בניהול היתרות

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

7. מדידת התשואות והדיווח עליהן

היתרות ינוהלו בשקיפות. חטיבת השווקים תדווח תקופתית לוועדה המוניטרית (סעיף 2 לעיל) על: היקף היתרות והשינוי בהן, ההרכב המטבעי, השינוי בפוזיציות 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.

נספח 3: עקרונות לקביעת הרמה הרצויה של יתרות מטבע החוץ

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

מדינות מחזיקות יתרות מטבע חוץ משלוש סיבות עיקריות:

(א) כדי לאפשר לבנק המרכזי להתערב בשוק מטבע החוץ בנסיבות שבהן (1) שער החליפין סוטה מטווח הרמות המתיישב עם שיווי המשקל הבסיסי של המשק; או (2) שוק מטבע החוץ אינו פועל כראוי (כשל שוק).

(ב) כדי שהבנק המרכזי יוכל לפעול בשוק מטבע החוץ לשם מיתון ההשפעה של תנועות הון משמעותיות מצד תושבי חוץ או תושבים מקומיים, העלולות לערער את היציבות בשווקים הפיננסיים, ולכן לפגוע ביציבות של המשק (מקרה פרטי של א).

(ג) כדי לאפשר לספק למשק מטבע חוץ בהיקף מספיק בעת חירום (למשל במקרה של מלחמה או רעידת אדמה חזקה). בנסיבות כאלה יהיה צורך להגדיל את היבוא במהירות ובמידה משמעותית כדי להתמודד עם מצב החירום, ואילו היצוא ייפגע קשות, כך שההכנסות במטבע חוץ יהיו נמוכות. בנסיבות כאלה הממשלה והמגזר הפרטי יתקשו לגייס מטבע חוץ בחו"ל, כך שיתרות מטבע החוץ יישארו המקור העיקרי של המדינה למימון במטבע חוץ.

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

2. לחישוב רמתן הנאותה של היתרות יש כמה גישות:

(א) ביחס לחודשי יבוא: במרבית התקופה שלאחר מלחמת העולם השנייה, הרמה הנאותה של יתרות מטבע חוץ נמדדה במונחים של "חודשי יבוא" – יבוא של כמה חודשים היתרות יכולות לממן. גישה זו שלטה כל זמן שתנועות ההון הבין-לאומיות היו מוגבלות, והמקור העיקרי לקשיים במטבע חוץ היה החשבון השוטף של מאזן התשלומים.

(ב) ביחס לזרמי ההון: במהלך שנות התשעים התברר שמשברים פיננסיים רבים נגרמו בגלל זרמי הון גדולים, כלומר בגלל שיבושים בחשבון ההון, יותר מאשר בגלל שיבושים בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. בסוף שנות התשעים נעשה שימוש נרחב בכלל גרינספן-גידוטי (Greenspan-Guidotti), שעל פיו יתרות מטבע החוץ שמדינה צריכה להחזיק צריכות להגיע לפחות לרמת ההתחייבויות של המשק (של המגזר הציבורי והמגזר הפרטי) במטבע חוץ בשנים עשר החודשים הבאים – כך שמדינה תהיה מסוגלת להתמודד עם ניתוק מוחלט של הגישה למקורות מטבע חוץ במשך שנה. כלל ה-100% (שלפיו היתרות צריכות להיות שוות למלוא ההתחייבויות מטבע חוץ לשנה) התבסס על בדיקה אמפירית – כיצד מדינות עברו את המשברים הפיננסיים של שנות התשעים ותחילת שנות האלפיים: נמצא שמדינות אשר פעלו לפי כלל ה-100% היו נתונות לפחות מתקפות מטבע חוץ, והצליחו יותר להתמודד עמן. במשך המשבר העולמי שהחל ב-2007 היה ברור שמדינות אשר החזיקו יתרות מטבע חוץ בהיקף העולה על 100% היטיבו יותר להתמודד עם המשבר. הדוגמאות העיקריות לכך הן ברזיל, רוסיה ודרום-קוריאה. לכל אחת מאלה היו יתרות מטבע חוץ שמעבר ל-100%, והן השתמשו בהן באופן אפקטיבי לייצוב שער החליפין ו/או לשמירת היציבות הפיננסית. כעת מכירים בכך שיתרות בטווח של 100% עד 200% מהתחייבויות המשק במטבע חוץ הן יותר אפקטיביות מיתרות התואמות בדיוק את כלל גרינספן-גידוטי.

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

על בסיס מכלול הגורמים שצוינו לעיל ובהתאם לתנאים השוררים כיום במשק הישראלי, קבע הנגיד שרמת היתרות הרצויה היא בטווח של 65 עד 90 מיליארד דולרים.

בנוסף, בקביעת רמת היתרות נלקחת בחשבון עלות החזקת היתרות²¹. אבל, בעניין ניתוח העלות-תועלת של החזקת היתרות, קשה למדוד כמותית את היתרונות והתועלות של החזקתן, משום שלא ניתן לכמת ולתמחר את תרומתן למשק – בין היתר משום שתרומתם עשויה להיות קריטית במצבי חרום אשר קשה לדעת מה יהיה אופיים ומה תהייה חומרתם.

²¹ העלות החשבונאית של פעילות בנק ישראל נרשמת בספרי הבנק. עם זאת, מטבע הדברים, חשבונות הבנק אינם כוללים את הרווח הצפוי (מבחינת יציבות המשק) מהשימוש הצפוי ביתרות במצבים שונים בעתיד, וגם לא מהערכת השווקים שיתרות יותר גדולות תורמות למשק, כמו שמתואר לעיל.

3. יתרות מטבע החוץ של ישראל בפועל

ביישום הגישה האקלקטית – המביאה בחשבון הן את הצורך ביבוא סחורות ושירותים והן את זרמי ההון הפוטנציאליים הקשורים למצב משברי – מובנה מצבה הגיאו-פוליטי המיוחד של ישראל, המצריך רמה גבוהה יותר של יתרות ביחס למשתנים הכלכליים המובאים בחשבון בדרך כלל בחישוב הרמה הנאותה של יתרות מטבע החוץ²².

4. התערבות בשוק מטבע חוץ והרמה הרצויה

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

²² על יחסים של היתרות בפועל למצרפים כלכליים והשוואתם למדינות אחרות ראה פרק א' חלק 4 סעיפים ב' ו-ג' בסקירה זו.