



בנק ישראל

השקעת יתרות מטבע החוץ

דין וחשבון 2015

עיקרי הדברים.....	3
א. יתרות מטבע החוץ – רמתן ומסגרת ניהולן.....	4
1. המסגרת להחזקת היתרות ולניהולן.....	4
2. רמת הסיכון של היתרות.....	5
3. מסגרת ניהול הסיכונים וההקצאה האסטרטגית.....	6
4. רמת יתרות מטבע החוץ של ישראל.....	8
5. השינויים ברמת היתרות ב-2015.....	10
ב. הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית.....	12
ג. תשואת ההחזקה של היתרות בשנת 2015.....	17
1. תשואת תיק היתרות.....	17
2. תרומת הניהול הפעיל.....	19
א. אריכות ופיזור.....	20
ב. השקעה במניות.....	21
ג. מכשירי חוב שאינם בסמן וחשיפות אחרות.....	23
ד. חשיפות מטבעיות.....	24
3. מדדי תשואה-סיכון.....	26
4. אופק ההשקעה של היתרות.....	29
נספח 1 : מונחים.....	30
נספח 2 : הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ.....	34
נספח 3 : עקרונות לקביעת הרמה הרצויה של יתרות מטבע החוץ.....	39

עיקרי הדברים

- יתרות מטבע החוץ של ישראל הסתכמו בסוף 2015 ב-90.6 מיליארדי דולרים¹, עלייה של 4.5 מיליארדי דולרים במהלך השנה.
- בשנת 2015 רכש בנק ישראל 8.8 מיליארדי דולרים. כשני שלישים מתוכם נרכשו במסגרת התערבות הבנק, שנועדה למתן תנודות חריגות בשער החליפין שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים של המשק, והשליש הנוותר – במסגרת יישום התוכנית למיתון ההשפעה של הפקת הגז על שער החליפין. הגידול ביתרות בגין הרכישות קוּוּז בכ-3 מיליארדי דולרים כתוצאה מהתחזקות הדולר מול האירו.
- במטרה להשיג תשואה גבוהה יותר על היתרות בטווח הארוך, בשנים האחרונות הוגדל משקלם של רכיבי הסיכון בתיק. זאת בכפוף לרמת סיכון רצויה ותוך שמירה על שני העקרונות של החזקת היתרות – שמירת כח הקניה שלהן וניהולן ברמת נזילות גבוהה. בהתאם לכך, השנה הוגדל שיעור ההשקעה במניות מ-8.2% ל-9.2% והוא הוקצה לשוקי מניות נוספים. בנוסף, הוגדל שיעור ההשקעה באג"ח קונצרני מ-0.9% ל-4.6%.
- בשנת 2015 נמשכה ההאטה של הכלכלה הריאלית, בעיקר בכלכלות המתעוררות. בכלכלות המפותחות נרשמה יציבות יחסית. ההערכה בשווקים כי הריבית בארה"ב תעלה בתחילת השנה לא התממשה והעלאת הריבית התרחשה רק בסוף השנה. מנגד, יתר השווקים החשובים הוסיפו להעמיק את המדיניות המוניטרית המרחיבה שלהם. כתוצאה מכך הגיעו התשואות לפדיון של אג"ח ממשלתיות במדינות ההשקעה לרמת שפל ובאירופה ירדו לרמות שליליות עוד יותר.
- על רקע זה תשואת ההחזקה של היתרות במונחי הנומרי² הייתה נמוכה ביחס לשנים קודמות והסתכמה ב-0.64% כשתשואת הסמן הסתכמה ב-0.10%.
- ההפרש בין תשואת האחזקה של היתרות לבין זו של הסמן, חסר הסיכון, הסתכמה ב-0.54%. תרומה זו מיוחסת בעיקר לאריכות ופיזור התיק ביחס לסמן ולהשקעה במניות.
- מאז החלה ההשקעה במניות ב-2012, היא הניבה תרומה משמעותית לתשואה על תיק היתרות. מגמה זו נמשכה גם השנה, אם כי השנה התרומה נמוכה ביחס לשנים הקודמות. השקעה זו התאפיינה בתנודתיות גבוהה בעיקר במחצית השנייה של השנה, בין היתר על רקע התגברות החששות לירידה חדה בקצב הצמיחה בסין.

¹ רמת היתרות לאורך כל הסקירה כוללת הקצאות של זכויות משיכה על ידי קרן המטבע העולמית למדינות החברות בקרן (Allocation SDRs) והיתרה בקרן – Reserve Tranche. רמתן הגיעה בסוף שנת 2015 ל-1.6 מיליארדי דולרים. עוד בעניין זה, ראו "בנק ישראל – דין וחשבון כספי לשנת 2015".

² הנומרי הוא סל מטבעות שבמונחיו נמדדות יתרות מטבע החוץ. ראו פרק א', חלק 3 בסקירה זו.

א. יתרות מטבע החוץ – רמתן ומסגרת ניהולן

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 המדינה. בהתאם לחוק הוקנו לוועדה המוניתרית בראשות הנגיד, בין סמכויותיה, סמכויות הנוגעות לניהול היתרות. הוועדה מופקדת על התווית הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של היתרות³, 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"ח⁴ 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:

- הן מקנות למשק מלאי חירום של מטבע חוץ בהיקף המספיק לעת משבר (למשל, במקרה של מלחמה או אסון טבע). בעת כזאת ייתכן צורך לקיים את היבוא או להגדילו במהירות ובמידה משמעותית כדי להתמודד עם מצב החירום, ואילו היצוא עלול להיפגע קשות, כך שההכנסות במטבע חוץ יהיו נמוכות. בנסיבות כאלה, הממשלה והמגזר הפרטי יתקשו לגייס מטבע חוץ בחו"ל, כך שיתרות מטבע החוץ יישארו המקור העיקרי של המדינה למימון במטבע חוץ.
 - מאפשרות לבנק המרכזי להתערב בשוק מטבע החוץ בנסיבות שבהן (1) שער החליפין סוטה מטווח הרמות המתיישב 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, מדיניות השקעתן של היתרות מקיימת את שלושת העקרונות הבסיסיים 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).

³ לקווים המנחים המעודכנים ראו נספח מספר 2.

⁴ ועדת מט"ח היא ועדה פנימית של בנק ישראל בראשות הנגיד, שתפקידה לתרגם את הקווים המנחים למדיניות השקעת היתרות להנחיות מפורטות לניהולן.

2. רמת הסיכון של היתרות

תיק היתרות מנוהל במסגרת של כללי השקעה. אלה נקבעו לשם השגת יעדי מדיניות ההשקעה תוך שליטה על חשיפתן של היתרות לסיכונים פיננסיים שונים – הסיכון המטבעי, סיכון המחיר⁵, סיכון האשראי וסיכון הנזילות. הכללים שמרניים מעיקרם, ומבטאים את הזהירות שנקטת במדיניות ניהולן של היתרות.

רמת הסיכון של תיק היתרות מוגדרת במונחים של

רמת ההפסד המרבי שהוועדה מוכנה לספוג בלי לפגוע

בהשגת היעדים שלשם מוחזקות היתרות. לצורך כך,

משתמשים במדד הסיכון **CVaR_{5%} (Conditional Value at Risk)**

אשר מודד את רמת הסיכון במונחי

תוחלת ההפסד של תיק ההשקעה בטווח זמן מסוים

ובהסתברות מסוימת (p). ראוי לציין, כי מדד **CVaR_{5%}**

הוא מדד *ex ante*, המושפע משינויים בהחזקות התיק

ובתנודתיות הנכסים שבו.

רמת הסיכון נקבעת כך

שבהינתן 5% של התוצאות

הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד,

ה-CVaR5%, לא יעלה על 400

נ"ב באופק של שנה

במטרה להגביל את ההפסד הפוטנציאלי, הקווים המנחים קובעים את רמת הסיכון המקסימלית

של היתרות כך שבהינתן 5% של התוצאות הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד, ה-CVaR5%⁶, לא

יעלה על 400 נ"ב באופק של שנה. עם זאת, ההקצאה האסטרטגית שקבעה הוועדה נעשתה תחת

מגבלת CVaR של 300 נ"ב. תקציב הסיכון לא נוצל במלואו – כדי להשאיר מרווח סיכון לניהול

הפעיל של היתרות ולשינויים אפשריים ב-CVaR מפאת עלייה בתנודתיות של השווקים.

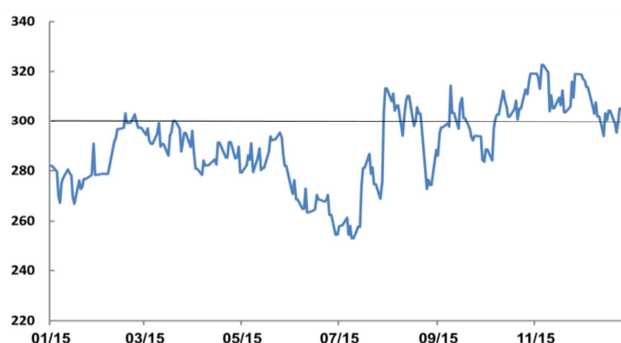
במהלך שנת 2015, ה-CVaR5% של התיק נע סביב 300 נ"ב, כאשר במחצית הראשונה של השנה

הוא היה לרוב נמוך מרמה זו, ובמחצית השנייה היה לרוב גבוה ממנה, בעיקר בעקבות הגדלת

ההשקעה במניות והתנודתיות בשוקי המניות שעלתה בתקופה זו.

איור 1: מדד CVaR5% של תיק היתרות

(נ"ב)



⁵ סיכון המחיר לגבי אג"ח הוא סיכון הריבית הנמדד במונחי אריכות (מח"מ).

⁶ אם התפלגות תשואת היתרות היא נורמלית הרי ש-CVaR5% שווה ל-2.1 סטיות תקן פחות התוחלת של התפלגות התשואות החזויה על התיק.

3. מסגרת ניהול הסיכונים וההקצאה האסטרטגית

מסגרת ניהול הסיכונים הפיננסיים השונים בתיק היתרות של בנק ישראל, בדומה למשקיעים אחרים בעולם, מושתתת על ניהול תיק היתרות תוך התייחסות לסמן. **סמן** (benchmark) הוא תיק רעיוני, בר השקעה, המורכב מנכסים שונים ובנוי על פי כללים ידועים וקבועים. הסמן מספק קנה מידה למדידת ביצועי החלטות ההשקעה של מנהל התיק.

הנומרי הוא סל מטבעות הנגזר מהשימושים האפשריים של היתרות בעת הצורך ומהעקרונות המשקפים את מטרות החזקתן של היתרות. תשואת ההחזקה של יתרות מטבע החוץ נמדדת במונחי נומרר, ולכן מבחינת מנהל תיק היתרות, הרכבו נחשב לניטרלי. הרכב הנומרי נבחן לפחות אחת לשנה ומעודכן בעת הצורך באישורה של הוועדה המוניתרית. הנומרי מוגדר באופן כמותי (סל של כמויות מטבע), ולכן הרכבו המטבעי משתנה בכל יום, עם שינוי שערי החליפין של המטבעות המרכיבים אותו. הנומרי כולל שלושה מטבעות, שהתפלגו, בממוצע על פני השנה, כדלקמן⁷: 67.6% דולר, 29.4% אירו ו-3.0% ליש"ט.

סמן הנומרי (להלן "הסמן") מייצג הרכב נכסים שמרני, בר-השקעה, העומד בשני היעדים הראשונים של מדיניות השקעת היתרות – שמירה על כוח הקנייה שלהן וניהולן ברמה גבוהה של נזילות. על כן הסמן מושקע באג"ח ממשלתיות קצרות, בדירוג גבוה, של מדינות נבחרות, שמטבעותיהן כלולים בנומרי, והן מספקות רמות גבוהות של ביטחון ונזילות. הרכבו המטבעי זהה להרכב הנומרי, ולכן אין בו חשיפה מטבעית.

**ניהול תיק היתרות תוך
התייחסות לסמן - תיק רעיוני,
בר השקעה, המייצג הרכב
נכסים שמרני בעל רמה גבוהה
של ביטחון ונזילות**

איור 2: הרכב תיק היתרות אל מול הסמן (31.12.15)

תיק היתרות		הסמן	
אגרות חוב ממשלתיות (57%)	דולר (68.4%)	אגרות חוב ממשלתיות	דולר (68%)
מניות (5.7%) בנוסף, מניות בהשקעה מגודרת לדולר: קוריאה (0.3%), יפן (0.6%), הונג קונג (0.2%)			
קונצרני (4.6%)			
אגרות חוב ממשלתיות (25.3%)	אירו (27.2%)	אגרות חוב ממשלתיות	אירו (29%)
מניות (1.9%)			
אגרות חוב ממשלתיות (2.5%)	ליש"ט (3%)	אגרות חוב ממשלתיות	ליש"ט (3%)
מניות (0.5%)			
אגרות חוב ממשלתיות	סין (1.3%)		

אריכות כוללת - 12.6 חודשים

אריכות כוללת - 6 חודשים

⁷ בנובמבר 2015, במסגרת הערכה תקופתית, נבחנו הפרמטרים שבבסיס קביעת התפלגותו של הנומרי. הוועדה המוניתרית החליטה שלא לשנות את כמויות מטבעות הנומרי, ולהותירם בהתפלגות שהייתה באותה העת: 68% דולר, 29% אירו ו-3% ליש"ט.

בדומה לשנה קודמת, בתחילת 2015, נערך תהליך **הקצאה אסטרטגית** של תיק היתרות. הקצאה זו, על מאפייניה השונים, נקבעת על ידי הוועדה המוניתרית במטרה להשיג תשואה נאותה, בכפוף לרמת הסיכון שקבעה הוועדה, וזאת תוך עמידה בשני היעדים הראשונים של מדיניות החזקתן של היתרות- שמירה על כח הקניה שלהן וניהולן ברמה גבוהה של נזילות.

במסגרת ההקצאה האסטרטגית, נקבע ההרכב האסטרטגי של תיק היתרות, אשר תוחלת התשואה הצפויה בו נאותה במסגרת רמת הסיכון הרצויה ומגבלות הקווים המנחים.

במסגרת ההקצאה האסטרטגית ל-2015, הוועדה אישרה להגדיל את ההשקעה במניות, להרחיבה לשווקים נוספים, להגדיל את ההשקעה באג"ח קונצרני ולהגדיל את אריכות החלק האג"חי של תיק היתרות. ראוי לציין כי קיימות דרגות חופש להשקעת היתרות בפועל בהרכב השונה במידה מסוימת מההרכב הנקבע במסגרת ההקצאה.

בהקצאה האסטרטגית נקבע
ההרכב האסטרטגי של תיק
היתרות אשר תוחלת
התשואה הצפויה בו נאותה
במסגרת רמת הסיכון
הרצויה ומגבלות הקווים
המנחים

4. רמת יתרות מטבע החוץ של ישראל

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. יתרות מטבע חוץ בהיקף הולם תורמות לשיפור מעמדה של המדינה בסביבה הפיננסית הבינלאומית, שכן הן מגדילות את האמון ביכולתה להתמודד עם זעזועים במשק. יתרון זה מקבל ביטוי בדירוג האשראי של המדינה ובהערכות שמפרסמות חברות הדירוג, אשר עשויות לאפשר למשק להוריד את עלויות המימון בגיוס חוב בחו"ל.

טווח הרמה הרצויה של היתרות נקבע בין 70 ל-110 מיליארדי דולרים
העקרונות המנחים לקביעת רמתן הרצויה של היתרות הוגדרו בהתאם למטרות החזקתן.⁸ טווח הרמה הרצויה נקבע, בתחילת השנה, על ידי הנגידה בין 70 ל-110 מיליארדי דולרים.⁹ כיום, רמת היתרות נמצאת באמצע טווח זה.

התערבותו של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ, לשם מילוי תפקידיו והשגת יעדיו, עשויה להביא לסטייה של רמת היתרות בפועל מהרמה הרצויה שנקבעה. סטייה כזאת מותרת על פי חוק בנק ישראל. עם זאת, הבנק ינקוט פעולות יזומות לשינוי רמת היתרות רק כשהסטייה היא משמעותית ומתמשכת, ורק אם פעולות אלו עולות בקנה אחד עם השגת מטרות הבנק שצוינו בחוק בנק ישראל – בהן יציבות מחירים, תמיכה במטרות אחרות של המדיניות הכלכלית ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית. לפיכך ייתכן מצב שבו יתרות מטבע החוץ יסטו מהרמה הרצויה לפרקי זמן ממושכים.

את הלימות רמתן של היתרות שמדינה מחזיקה מקובל לבחון על פי יחסי היתרות למשתנים הכלכליים במשק. בישראל, לאחר תקופה ארוכה של כ-10 שנים עד שנת 2008 בהם נכסים אלו נשחקו בהתמדה, עלו יחסים אלה בעשור האחרון כתוצאה מגידול היקף היתרות מאז 2008.

לוח 1: היתרות ורמתן הממוצעת¹⁰ יחסית למצרפים שונים

השנה	היתרה הממוצעת	היתרות	החוב של החיצוני של הנכסים השקליים	החוב של החיצוני של המשק	החוב של החיצוני של המשק	התוצר המקומי הגולמי
	(מיליוני דולרים)	לאוכלוסייה	היבוא	ברוטו	לנטו קצר (M2)	
		(דולרים)	(חודשים)		(אחוזים)	
2006	28,115	3,951	4.7	32	76	45
2007	28,994	4,003	4.1	32	73	37
2008	32,270	4,376	4.0	37	80	33
2009	51,310	6,794	8.3	55	121	49
2010	64,665	8,403	8.8	60	116	56
2011	75,744	9,665	8.7	72	149	58
2012	75,930	9,510	8.5	74	174	58
2013	78,693	9,674	8.9	78	181	53
2014	85,973	10,362	9.6	89	214	53
2015	87,389	10,325	10.8	98	240	52
31/12/2015	90,575	10,701	11.1	101	249	53

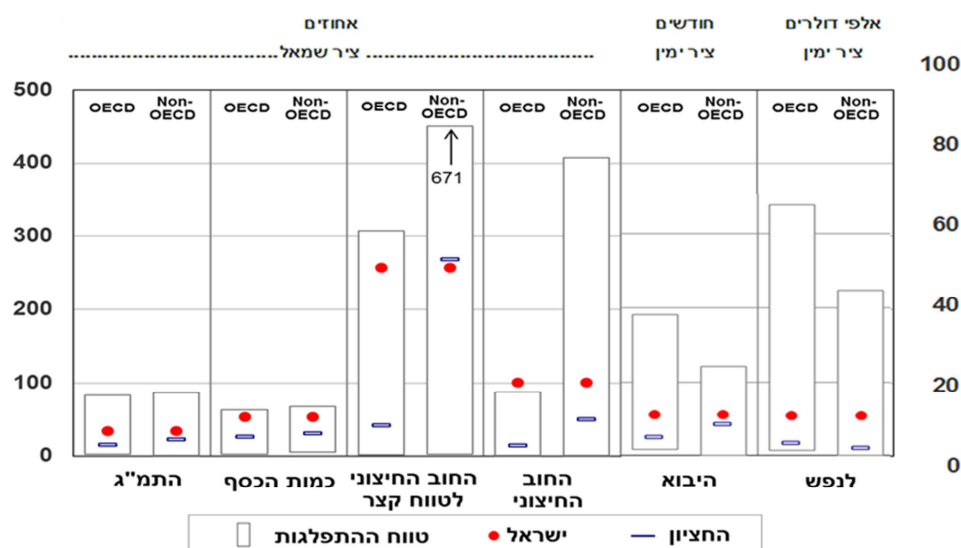
⁸ ראו נספח 3 – העקרונות לקביעת הרמה הרצויה.

⁹ זאת, במקום הטווח הקודם, 65 עד 90 מיליארדי דולרים, שקבע נגיד הבנק בשנת 2010. עדכון טווח הרמה הרצויה נעשה על בסיס העקרונות המנחים ובהתאם להתפתחויות שהיו במשק בחמש השנים האחרונות.

¹⁰ רמת היתרות הממוצעת המוצגת בלוח חושבה על בסיס נתונים יומיים.

ביחס לרוב המצרפים רמת היתרות של ישראל נמצאת מעל לחציון, הן של המדינות המפותחות והן של המתפתחות.

איור 3: יחס היתרות למצרפים כלכליים בסוף 2015, ישראל לעומת מדינות אחרות¹¹



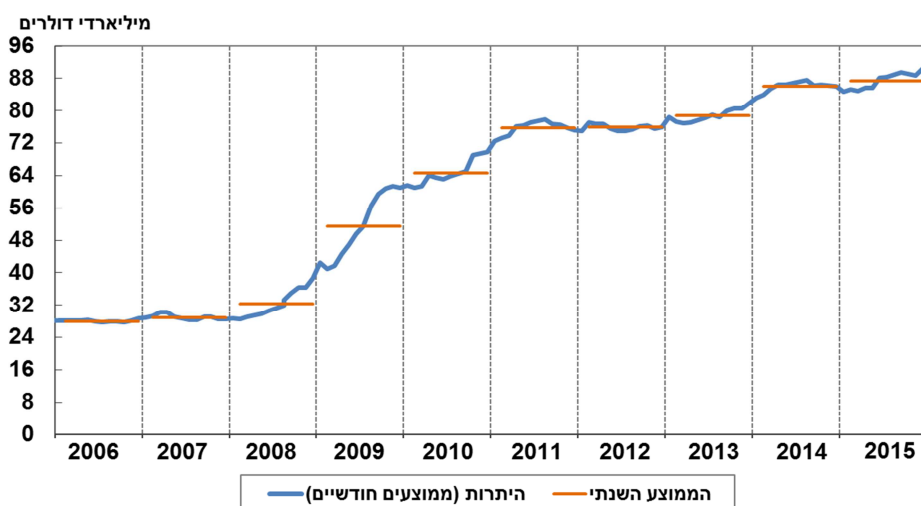
¹¹ המדינות החברות ב-OECD: אוסטרליה, איסלנד, בריטניה, דנמרק, הונגריה, מקסיקו, נורווגיה, ניו-זילנד, פולין, צ'ילה, הרפובליקה הצ'כית, קוריאה, קנדה, שוודיה ושווייץ. המדינות שאינן חברות ב-OECD: בולגריה, ברזיל, דרום אפריקה, הודו, טייוואן, לטביה, ליטא, מלזיה, הנסיכויות הערביות המאוחדות, סין, סינגפור, רומניה, רוסיה ותאילנד.

5. השינויים ברמת היתרות ב-2015

בשנת 2015 גדלו יתרות מטבע החוץ של ישראל ב-4.5 מיליארד דולרים – מ-86.1 מיליארדי דולרים בסוף שנת 2014 ל-90.6 מיליארדים בסוף 2015.

איור 4: יתרות מטבע החוץ

(ממוצעים חודשיים)



לוח 2: רכיבי השינויים ביתרות, 2015

(מיליוני דולרים)

8,770	רכישות מט"ח
3,100	במסגרת תכנית הגז
5,670	במסגרת התערבות בשוק המט"ח
-2,470	שיערוך *
-516	המגזר הפרטי
-1,310	ממשלה
4,474	סה"כ השינוי

* שיערוך הוא השינוי ביתרות, המיוחס להכנסה מריבית, לרווחי הון ולהפרשי שיערים במטבעות שבהם מושקעות היתרות מול הדולר. השיערוך כולל גם תשלומים ותקבולים של בנק ישראל במטבע חוץ.

הגידול ברמת היתרות עקב רכישות מט"ח, קוזה במידה מסוימת על ידי הפסדי שער חליפין שנגרמו מהתחזקות הדולר

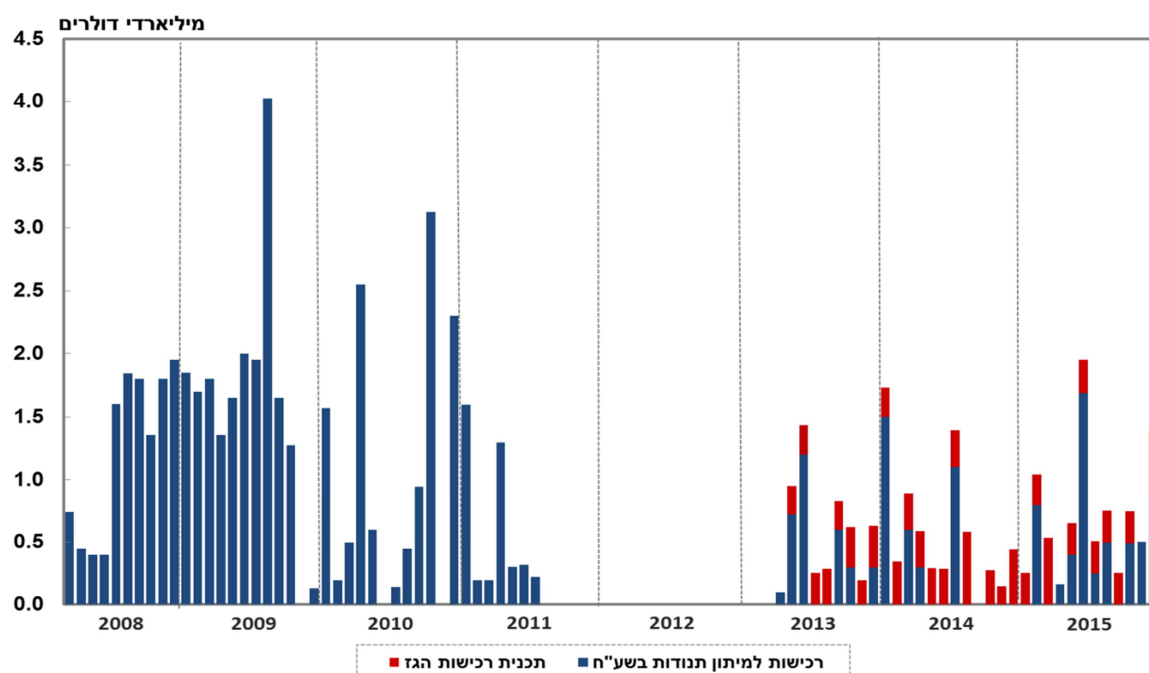
רכישות מטבע חוץ בסכום של 8.8 מיליארדי דולרים על ידי בנק ישראל קוזה בעיקר על ידי הפסדי שערי חליפין של המטבעות שבהם מושקעות היתרות מול הדולר, אשר הסתכמו השנה בכ-3 מיליארדי דולרים ונכללים ברכיב השיערוך. הפסדים אלה הם תוצאה של התחזקות הדולר, בעיקר מול האירו, ששיעורו ביתרות משמעותי. כשני שלישים מהרכישות בוצעו במסגרת **התערבות בנק ישראל**, שנועדה

למתן תנודות חריגות בשער החליפין שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים של המשק. השליש הנותר - במסגרת יישומה של התכנית למיתון ההשפעה של הפקת הגז על שער החליפין¹².

רכישת 3.1 מיליארדי דולרים על ידי בנק ישראל במסגרת תכנית רכישות הגז במהלך 2015¹³, היוותה המשך לרכישת 3.5 מיליארדי דולרים במהלך 2014 ו-2.1 ב-2013 (איור 5). במסגרת תכנית זו, הודיע בנק ישראל כי ירכוש¹⁴ 1.8 מיליארדי דולרים בשנת 2016.

3.1 מיליארדי דולרים נרכשו השנה במסגרת התכנית למיתון ההשפעה של הפקת הגז על שער החליפין

איור 5: רכישות מטבע חוץ על ידי בנק ישראל, מרץ 2008 עד דצמבר 2015



¹² הפקת הגז בישראל גורמת לשיפור בחשבון השוטף, שעלול להביא ללחצי ייסוף על שער החליפין. תופעה המכונה "המחלה ההולנדית". ראו הודעות לעיתונות:

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

¹³ <http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/09-12-2014-OffsetGasEffect2015.aspx>

¹⁴ <http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/19-11-2015-gas-purchase.aspx>

ב. הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית

בשנת 2015 נמשכה ההאטה של הכלכלה העולמית, ותחזיות הצמיחה של הגופים הבינלאומיים הונמכו שוב ושוב. עיקר החולשה השנה נגעה להאטה במדינות המתעוררות, בעוד בכלכלות המפותחות נרשמה בסך הכל יציבות יחסית, גם אם בתמיכה של מדיניות מוניטרית מרחיבה, בעיקר באירופה ויפן (איור 6).

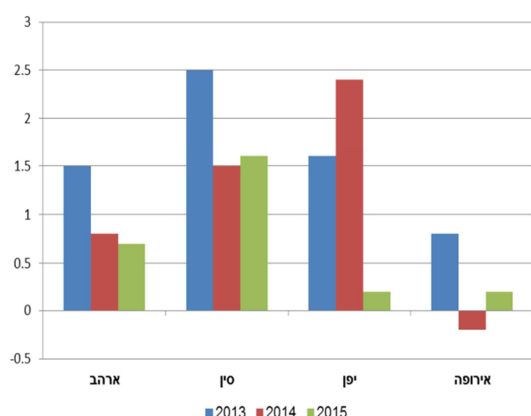
במהלך השנה, התרחב הפער במדיניות המוניטרית בין ארה"ב, שהעלתה את הריבית (בסוף השנה), לבין יתר השווקים החשובים, שהעמיקו עוד את המדיניות המוניטרית המרחיבה שלהם. פער זה הביא להתחזקות חדה של הדולר מול המטבעות העיקריים, בעיקר ברבעון הראשון והאחרון של השנה.

כתוצאה מכך, נרשמה בארה"ב עלייה בתשואות, ואילו באירופה ויפן ההרחבה הכמותית הביאה לכך שהתשואות בטווחים הקצרים ירדו.

גם ב-2015 נמשכו הירידות החדות במחירי הסחורות, ובראשם מחירי הנפט. נרשמו רמות שפל (37 דולרים לחבית לעומת 65 דולרים בתחילת השנה), בעיקר על רקע גידול בהיצע הנפט העולמי בשל החלטת ארגון OPEC שלא לצמצם את תפוקת הנפט, וכן כתוצאה מגורמים גיאופוליטיים לרבות הסרת הסנקציות מעל איראן. ירידות אלו, כמו גם גורמים בצד הביקוש, השפיעו באופן משמעותי על רמת האינפלציה העולמית, שנותרה נמוכה מאוד, ולמגמות שליליות בשווקים המתעוררים (בפרט על יצואני הסחורות).

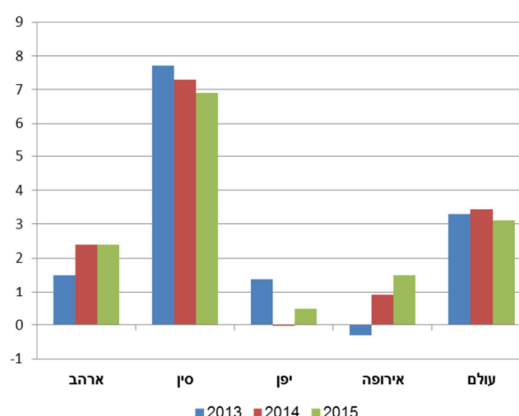
איור 7: האינפלציה משקים עיקריים

(אחוזים)



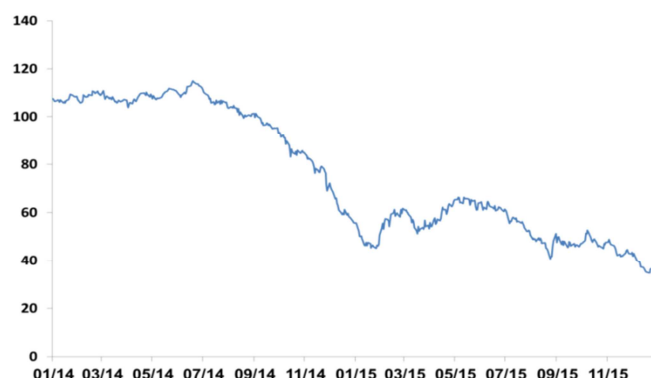
איור 6: הצמיחה בתמ"ג משקים עיקריים

(אחוזים)



איור 8: מחיר חבית נפט¹⁵

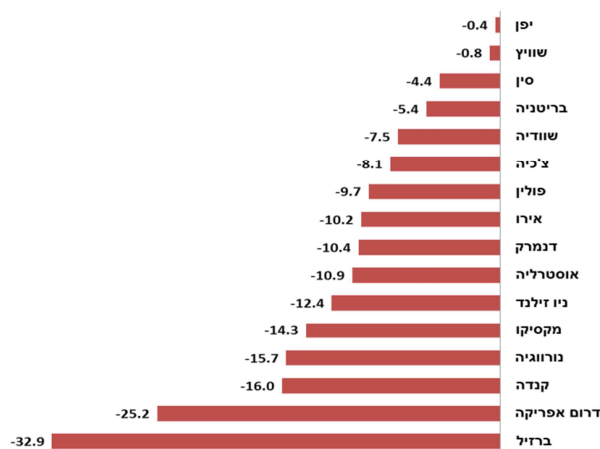
(דולר לחבית)



לקראת שנת 2015, ההערכות בשווקים היו, כי הריבית בארה"ב תעלה בתחילת השנה, והמשקיעים חששו מאוד מהתממשות של נחיתה קשה בסין ומהשלכות של עזיבה אפשרית של יוון את גוש האירו.

ככלל, ציפיות אלו לא התממשו. העלאת הריבית בארה"ב התרחשה רק בסוף השנה, וביוון נחתמו הסדרי חוב. אך ההאטה של הכלכלה העולמית נמשכה גם בשנה זו, ותחזיות הצמיחה של הגופים הבינלאומיים הונמכו שוב ושוב. עיקר ההיחלשות נרשמה במדינות המתעוררות, בעוד שבמדינות המפותחות נרשמה בסך הכל יציבות יחסית, גם אם זו הושגה בזכות תמיכה של מדיניות מוניטרית מרחיבה, בעיקר באירופה ויפן. ההאטה במדינות המתעוררות באה הן על רקע מחזורי - ירידה בביקושים בשוקי היעד ועודף ייצור, והן על רקע מבני - שינוי מודל הצמיחה בסין ופוטנציאל צמיחה נמוך יותר בעולם. לצד אלה, המדינות המייצאות סחורות ניזוקו גם מהמשך הירידה במחירי הסחורות ומהתחזקות הדולר (ראו איור 9), שהובילו את חלקן למיתון ו/או לעלייה בסיכון למשבר פיננסי בשל החשיפה למט"ח, בעיקר במדינות אסיה ודרום אמריקה. רוב המדינות המתעוררות סבלו גם מיציאות הון מהותיות, שהובילו ללחצי פיחות על המטבע.

איור 9 : השינוי בשערי חליפין שונים מול הדולר, 2015 (אחוזים)

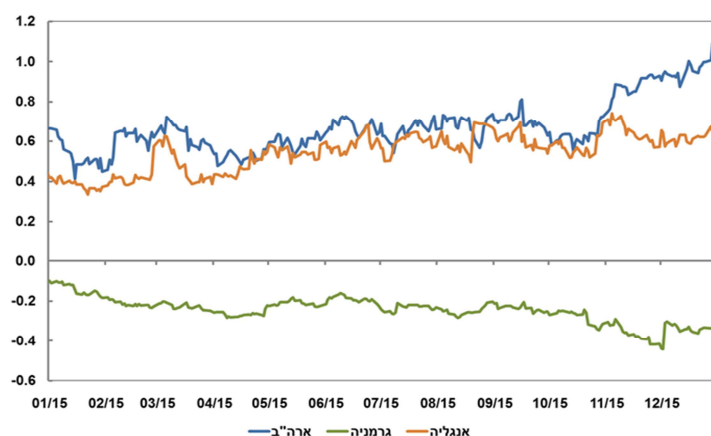


¹⁵ מסוג Brent.

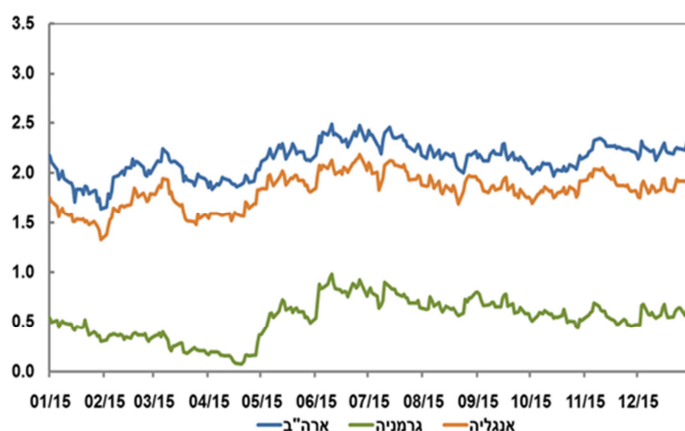
במהלך המחצית הראשונה של השנה נרשמו עליות תשואות במרבית שוקי האג"ח, כמו גם עליות שערים במדדי המניות. **במהלך המחצית השנייה של השנה** חל שינוי במגמה, תוך עלייה בתנודתיות השווקים. בתקופה זו בלטו ירידות שערי המניות בשווקים המתעוררים ועליית התשואות באג"ח High Yield (במיוחד בסקטור האנרגיה), בעיקר על רקע עלייה בחוסר הוודאות בנוגע למצבה של סין והירידה החדה במחיר האנרגיה. מנגד, מדדי המניות העיקריים במדינות המפותחות שמרו על חוזק יחסי והשלימו את השנה בתשואות חיוביות.

בארה"ב, ה-Fed העלה, לראשונה מאז שנת 2006, את הריבית לטווח שבין 0.25%-0.5%, והערכות הן שהריבית תוסיף לעלות, גם אם בקצב איטי יחסית. העלאת הריבית השפיעה בעיקר על הטווח הקצר של העקום הממשלתי. התשואות לשנתיים עלו לקראת החלטת הריבית, מכ-0.7% לכ-1%, בעוד התשואות לעשר שנים נותרו ברמה של 2.3% (איורים 10 ו-11).

איור 10: תשואות אג"ח ממשלתיות לשנתיים – ארה"ב גרמניה ואנגליה, (אחוזים)



איור 11: תשואות האג"ח הממשלתיות ל-10 שנים – ארה"ב, גרמניה ואנגליה, (אחוזים)



זאת לאור הערכת השווקים כי העלאת הריבית אמנם תימשך בטווח הקצר, אך לא צפוי שיפור משמעותי בתחזיות הצמיחה ארוכות הטווח. הניתוק במדיניות המוניטרית בין ארה"ב לאירופה הביא להתרחבות משמעותית של פערי האג"ח לשנתיים בין ארה"ב לגרמניה, שעמדו בסוף השנה על כ-1.4% בהשוואה ל-0.8% בסוף 2014.

חולשת הרביע הראשון (גידול של 0.6% בתמ"ג) התבררה כזמנית, ובהמשך השנה חלה האצה בפעילות והתייצבות הצמיחה בקצב שנתי של כ-2.4%, צמיחה זו מבוססת בעיקרה על הצריכה הפרטית. מנגד, מגזר התעשייה בארה"ב נחלש השנה, על רקע הירידה במחירי האנרגיה וחוזקו של הדולר. במקביל, נמשך השיפור בשוק העבודה בארה"ב, אך רמת האינפלציה נותרה מתונה למדי.

בגוש האירו ננקטו השנה כמה צעדים מרחיבים: בחודש מרץ החל הבנק האירופי המרכזי לרכוש אג"ח ממשלתיות בהיקף של 60 מיליארדי אירו מדי חודש, עד ספטמבר 2016; בחודש נובמבר הוחלט על הארכת תכנית הרכישות עד למרץ 2017 ועל הפחתה נוספת של הריבית השלילית על פיקדונות הבנקים לרמה של -0.3% . בהשפעת צעדים אלו, ירדו במהלך השנה התשואות הקצרות בגוש האירו באופן ניכר: תשואת אג"ח ממשלת גרמניה לשנתיים ירדה מרמה של -0.1% לרמה של -0.4% בעוד שהתשואה לעשר שנים לא השתנתה באופן משמעותי, ועומדת על רמה של -0.6% . היפרדות כיוון המדיניות המוניטרית בין אירופה וארה"ב הובילה להתרחבות המרווח באג"ח לשנתיים בין ארה"ב לגרמניה, לרמה של 1.4% כאמור לעיל.

בכלכלת אירופה נרשם שיפור נוסף בצמיחה, ועל פי קרן המטבע הבינלאומית, הצמיחה של גוש האירו ל-2015 עמדה בפועל על 1.5% , עם תחזית של 1.6% ל-2016. למרות זאת, ועל אף הריבית האפסית וההרחבות הכמותיות, נותרה רמת האינפלציה נמוכה מאוד. שיעור האינפלציה השנתי עמד בחודש דצמבר על 0.2% , וגם אינפלציית הליבה עומדת על כאחוז. הסיבות העיקריות לכך הן רמות האבטלה (10.4%) ופער התוצר בגוש, שנותרו גבוהות. המשך הירידה של מחירי האנרגיה אמנם תומך בצריכה הפרטית, אך מנגד מדכא את עליית האינפלציה.

על רקע המדיניות המרחיבה של הבנק האירופאי המרכזי, נחלש האירו ב-2015 מול המטבעות העיקריים בשיעור של עד 11% והגיע לרמות שפל מול הדולר בדומה לאלו ששררו בשנת 2003. המטבעות המרכזיים שמולם התחזק האירו ב-2015 - בשיעור של כ- 6% - היו של יצואניות אנרגיה (קנדה ונורבגיה).

גורם נוסף שהשפיע מאוד על הכלכלה האירופית בתחילת השנה הוא המשבר ביוון, והחשש כי זו תגיע לחדלות פירעון ו/או תעזוב את האיחוד המוניטרי. משבר זה, שהגיע לשיאו בחודש יוני, הביא לתנודתיות רבה בשווקים, אך במחצית השנייה של השנה שכנו החששות ממשבר זה. **ביפן**, המשיך הבנק המרכזי גם השנה את תכנית רכישות האג"ח, בהיקף של 80 טריליוני ין בשנה, אשר שנועדה בעיקר להוביל לפיחות של המטבע המקומי ולהפחית את עלויות המימון של החברות. בהתאם לכך, תשואת האג"ח הממשלתית ל-10 שנים הוסיפה להיות נמוכה ועמדה על פחות מ- 0.3% , והמטבע המקומי שמר על ערכו הנמוך - כ-120 ין לדולר.

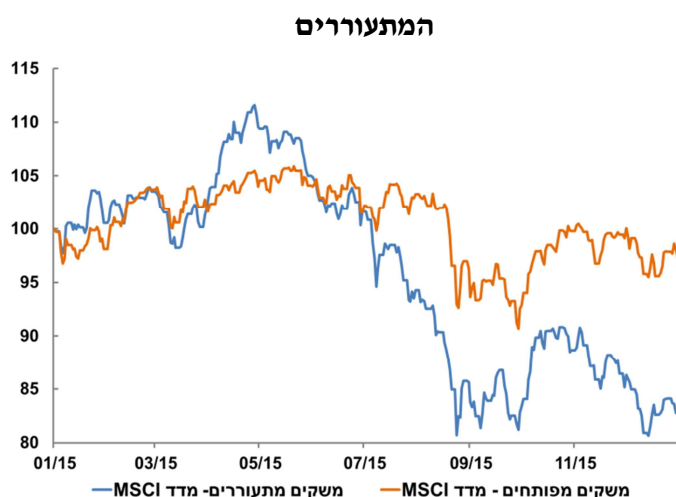
במהלך השנה, הכלכלה היפאנית הוסיפה לדשדש, וברבעון הרביעי אף נרשמה התכווצות של 1.4% בתוצר. ההשפעות של תכנית ההרחבה וחולשת הין תמכו בעיקר ברווחי החברות, דבר שהוביל לעלייה של כ- 9% בבורסה המקומית. מנגד, האינפלציה נותרה נמוכה מאוד גם השנה, והבנק המרכזי הוריד במהלך השנה שוב ושוב את תחזיותיו לאינפלציה הצפויה, כאשר הוא מציין את רמות מחירי האנרגיה הנמוכים כגורם העיקרי לאינפלציה הנמוכה.

באנגליה צמח המשק גם השנה בקצב מהיר, יחסית לאירופה, אך בקצב איטי יותר מאשר בשנת 2014. קצב הצמיחה ברבעון הרביעי של השנה עמד במונחים שנתיים על כ- 2% , זאת בהשוואה ל- 2.8% בשנה הקודמת. הירידה בקצב הצמיחה משקפת, בין היתר, את העובדה שאנגליה (כמו גם ארה"ב) נמצאת בשלב מתקדם יותר של מחזור העסקים. למרות זאת, בשל האינפלציה הנמוכה (0.1%) והקשר ההדוק לכלכלת יבשת אירופה, מועד העלאת הריבית החוזי באנגליה ממשיך להידחות וההערכות הן כי זו לא תבוצע בשנת 2016. בסיכום שנתי עלתה התשואה על אג"ח של ממשלת בריטניה ל-10 שנים מ- 1.8% ל- 2% .

סין, שבשנים האחרונות נחשבה כגורם מייצב בכלכלה העולמית עמדה בשנת 2015 במוקד החששות ותרמה תרומה ניכרת לעלייה בחוסר הוודאות והתנודתיות בשווקים. במהלך השנה התגברו החששות מ"נחיתה קשה" של הכלכלה, ושוקי המניות בסין נפלו חדות. על מנת לתמוך בכלכלה, נקטו השלטונות מדיניות מרחיבה, שכללה שש הורדות ריבית במהלך השנה, אך גם צעדים נוספים, ובכלל זה הקטנה של יחס הרזרבות בבנקים והתערבויות חוזרות ונשנות בשוקי ההון. חששות אלה הובילו גם ליציאת הון, שהביאה את הבנק המרכזי להשתמש בחלק מיתרות המט"ח שנצברו על מנת לווסת את הפיחות במטבע המקומי. למרות העלייה בחוסר הוודאות בסין, התסריט המרכזי נותר המשך ירידה מבוקרת בקצב הצמיחה תוך גיוון מקורותיה, קרי "נחיתה רכה". קצב הצמיחה הרשמי הוסיף להתמתן, ועמד השנה על 6.8%.

כלכלת המשקים המתעוררים המשיכה להפגין סימני חולשה, שהביאו לירידות שערים משמעותיות בבורסות בעיקר במחצית השנייה של השנה. על פי אומדן של הבנק העולמי, הצמיחה של השווקים המתעוררים בשנת 2015 תעמוד על פחות מ- 4% (בהשוואה לשיעור צמיחה של 7.6% בשנת 2010), כאשר החולשה כוללת את כל האזורים, ובולטת במיוחד באזור אמריקה הלטינית והקריביים.

איור 12: ביצועים של מדדי MSCI העולמי ושל המשקים



מטבעותיהם של המשקים המתעוררים נחלשו מול הדולר, ומדד המניות לשווקים המתעוררים של MSCI ירד ב- 17%, לעומת ירידה של 3% במדד המקביל של המשקים המפותחים. בהתאם גם התשואות לאג"ח ממשלתיות ארוכות עלו ברוב המדיניות המתפתחות החשובות במהלך השנה.

ג. תשואת ההחזקה של היתרות בשנת 2015

1. תשואת תיק היתרות

תשואת ההחזקה של היתרות במונחי נומרר הסתכמה השנה ב-0.64% ושל הסמן ב-0.10%, שתייהן מהנמוכות ביותר בעשור האחרון ומיוחסות בעיקר לתשואות לפדיון במדינות הנומרר, אשר ברובן נשארו ברמת שפל גם השנה. תשואת הניהול הפעיל הסתכמה השנה ב-54 נ"ב, בדומה לממוצע העשור האחרון, ומהנמוכות מבין אלו שהתקבלו בשנים שלאחר פרוץ המשבר הפיננסי ב-2008.

תשואות התיק והסמן היו מהנמוכות ביותר בעשור האחרון, בעקבות רמת השפל של התשואות לפדיון במדינות הנומרר. תרומת הניהול הפעיל דומה לממוצע העשור האחרון, אך התנודתיות שלה גבוהה משמעותית מזו של השנים האחרונות

תנודתיות הסמן דומה לרמות שהתקבלו בשנים האחרונות, זאת, לעומת התנודתיות של התיק ושל תשואת הניהול הפעיל, אשר השנה היו גבוהות משמעותית מאלו של השנים האחרונות (ראו חלק 3 של פרק זה).

לוח 3: ביצועי התיק לעומת הסמן (אחוזים, במונחי נומרר)

התשואה		תוספת התשואה	
(1)	(2)	(1)-(2)	
התיק	הסמן	סך כל תרומת הניהול	
במועל			
2006	3.83	3.70	0.12
	(0.73)	(0.79)	(0.14)
2007	6.91	6.91	0.00
	(1.37)	(1.50)	(0.25)
2008	5.95	6.14	-0.19
	(1.42)	(1.46)	(0.53)
2009	1.91	0.81	1.10
	(0.60)	(0.65)	(0.22)
2010	1.73	1.19	0.54
	(0.57)	(0.36)	(0.53)
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)
העשור האחרון 2015-2006	2.58	2.03	0.53
מאז המשבר 2015-2009	1.33	0.55	0.77

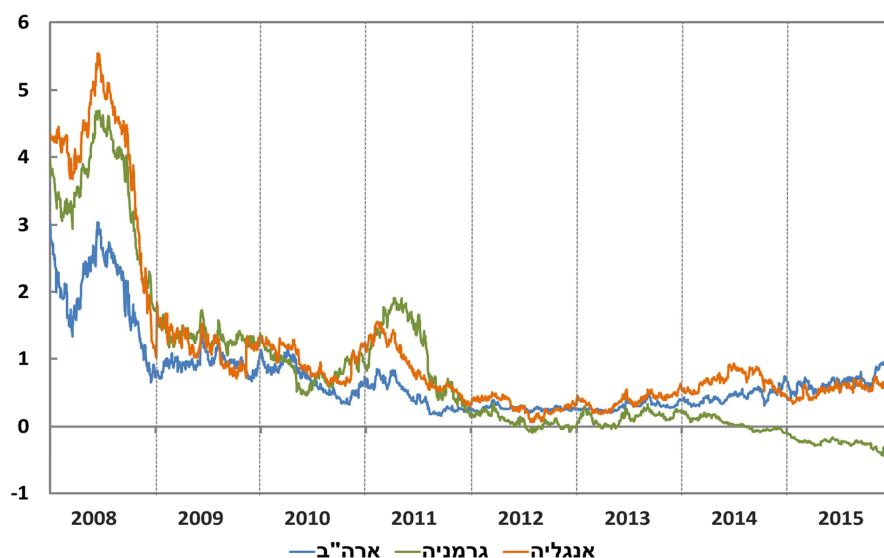
בסוגריים - סטיות התקן של התשואות השבועיות במונחים שנתיים

* במרץ 2014 קוצרה אריכות הסמן מ-10 ל-6 חודשים.

אריכות (מח"מ) תיק השקעות באגרות חוב היא מדד מקובל לאמידת סיכון הריבית שאליו חשוף התיק. בשנים 2008 עד 2013, אריכות אגרות החוב בהן מושקעות היתרות נשמרה קצרה – תגובה לתהליך הירידה המשמעותית של עקומי התשואה בשווקים רבים בעולם והגעתם לרמות שפל. בשל החשש להפסדי הון על רקע ההערכה לעליית תשואות, הוחלט לשמר אריכות נמוכה בתיק, החל מ-2008. סיכון זה לא התממש, ובפועל קיצור האריכות הביא להקטנת ההכנסה השוטפת מריבית ולהגבלת רווחי ההון.

בשנתיים האחרונות הוגדלה במידה מסוימת אריכותן של אגרות החוב בהן מושקעות היתרות¹⁶. הגדלת האריכות, במסגרת ההקצאה האסטרטגית, נקבעה כך שלא תהיה ארוכה מדי, על מנת שהפסדי ההון בתרחיש של עליית תשואות לפדיון יהיו נמוכים יחסית – תרחיש אשר לא התממש גם השנה, ומנגד, שתהיה ארוכה מספיק כדי שירידת התשואות לפדיון תמתן הפסדים במניות במקרה של ירידות שערים בהן.

איור 13: התשואות לפדיון של אג"ח ממשלתיות לשנתיים – ארה"ב, גרמניה ואנגליה, (אחוזים)

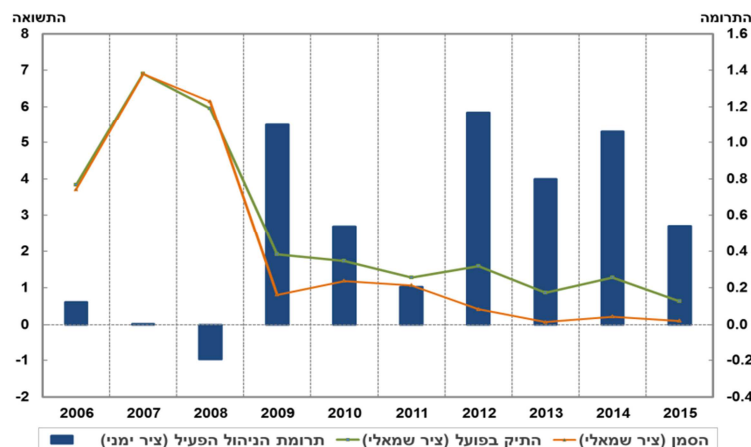


¹⁶ ב-2014, מ-10 ל-12 חודשים וב-2015 מ-12 ל-14 חודשים.

2. תרומת הניהול הפעיל

איור 14: שיעור התשואה ותרומת הניהול הפעיל*

(אחוזים, במונחי נומרר)



הניהול הפעיל של יתרות מטבע החוץ הניב השנה, כאמור, תשואה גבוהה ב-54 נ"ב מתשואת הסמן, הפרש המודד את ההחלטה להשקיע בנכסים ובמדינות נוספים שלא נכללים בסמן. זאת - במטרה להשיג תשואה גבוהה יותר.

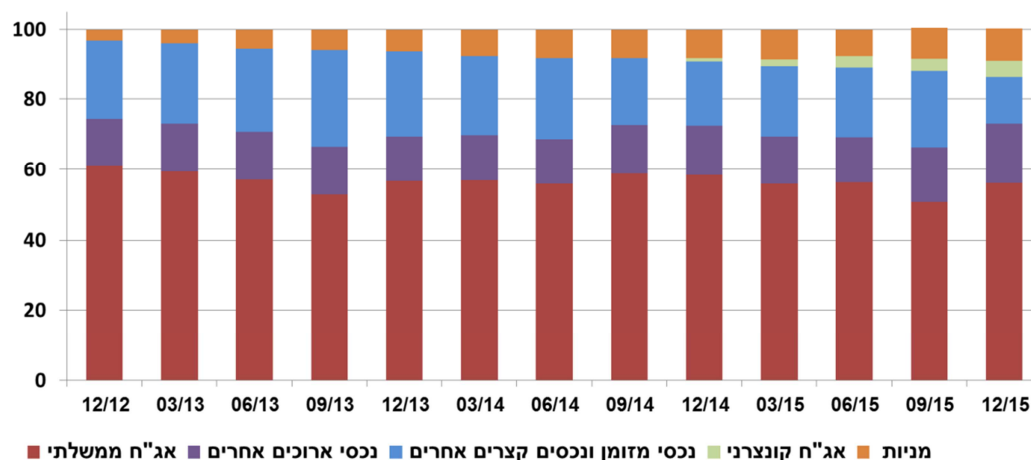
בשנים האחרונות, עם הגידול ברמת היתרות מבוצע תהליך התאמה של רמת הסיכון של התיק לגובה היתרות. במסגרת זו, הוגדל שיעור היתרות המושקע בנכסים המאופיינים בתנודתיות גבוהה יותר מזו של מכשירי החוב- כדוגמת מניות. בראייה ארוכת טווח, העברת חלק מתיק השקעות המושקע כולו במכשירי חוב למניות משפרת את יחס התשואה-סיכון של התיק. הקצאה כזאת מיטיבה עם התיק, בהניבה תשואה גבוהה יותר תוך שמירה על רמת סיכון רצויה. הדבר נכון במיוחד בשנים האחרונות – בסביבת התשואות הנמוכות לפדיון, שבה ההכנסה השוטפת נמוכה מאוד. בסביבה כזאת, בתיק שרובו מושקע במכשירי חוב, קיים סיכון משמעותי להפסדים כשהתשואות לפידיון יתחילו לעלות.

השנה, הוגדל שיעור ההשקעה במניות ובאג"ח קונצרני, רכיבי הסיכון בתיק, וההשקעה במניות הורחבה לשוקי מניות נוספים. זאת גם על רקע הצפי להתפתחויות מקרו כלכליות חיוביות עם רמת נזילות גבוהה בשווקים אשר מהווה סביבה תומכת להשקעה בנכסים אלה ובפרט במניות. ראוי לציין, כי השנה אמנם הוקצה משקל גדול יותר למניות מאשר בעבר, אך התשואה שהתקבלה בגין ההשקעה ברכיב זה הייתה נמוכה ביחס לשנים הקודמות (ראו חלק 3 בפרק זה).

הוגדל משקלם של נכסי הסיכון בתיק היתרות והפיזור הגיאוגרפי של ההשקעה במניות הורחב

איור 15: ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות

(אחוזים, סוף רבעון)



תרומת הניהול הפעיל מיוחסת בעיקר לאריכות ופיזור התיק ביחס לסמן ולהשקעה במניות (לוח 4).

תרומת הניהול הפעיל הסתכמה השנה ב-54 נ"ב ומשקפת את סך התרומות של ההחלטות להשקיע את היתרות בהרכב שונה מזה של הסמן

לוח 4: תרומת הניהול הפעיל לפי רכיבים

(נקודות בסיס, במונחי נומרר)

2014	2015	
31.6	11.6	אריכות ופיזור (בתיקי הנומרר)
66.7	30.5	מניות
3.9	8.6	מכשירי חוב שאינם בסמן ופוזיציות אחרות
5.4	3.1	חשיפות מטבעיות
106.4	53.8	סה"כ

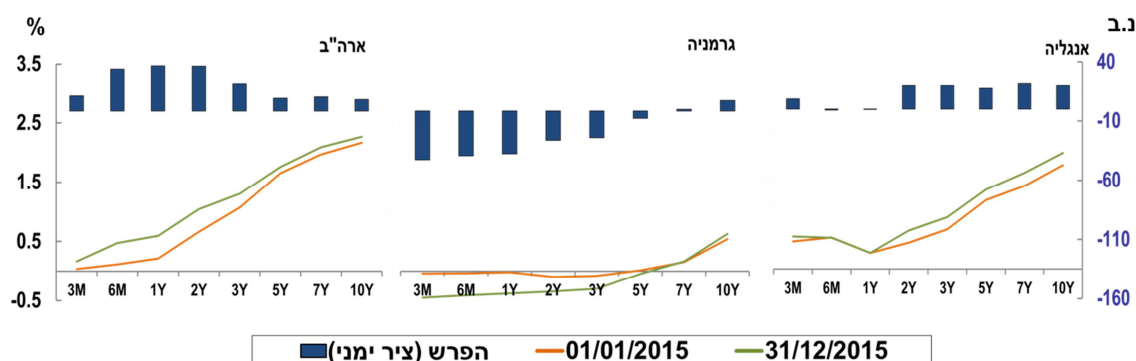
א. אריכות ופיזור (12 נ"ב)

תרומת האריכות והפיזור מיוחסת להחלטה להשקיע את היתרות באריכות שונה מאריכות הסמן וההחלטה לפזר את הנכסים באופן שונה על פני העקום בהשוואה לסמן.

אריכות התיק עמדה השנה במוצע על 12 חודשים, לעומת אריכות הסמן שעומדת על שישה חודשים. בהחזקת אריכות גבוהה יותר, התיק נהנה מתשואה שוטפת גבוהה יותר מזו של הסמן, כפי שקרה השנה בתיק הדולר. בנוסף, התיק נהנה מירידות בתשואות, המניבות רווחי הון גדולים יותר בטווחים הארוכים, כפי שקרה השנה בתיק האירו. בשנתיים האחרונות, לרכיב האריכות והפיזור יש חלק משמעותי בתרומת הניהול הפעיל. בשנים קודמות, תרומת רכיב זה הייתה נמוכה יותר, מאחר שאריכות התיק ואריכות הסמן היו דומות.

התיק נהנה מאריכות ארוכה ביחס לסמן אשר הניבה השנה תשואה שוטפת גבוהה יותר

איור 16: השינוי בעקומי התשואות לפידיון, אג"ח ממשלתיות של ארה"ב, גרמניה ואנגליה



ב. השקעה במניות (31 נ"ב)

הקווים המנחים להשקעת היתרות מתירים השקעה במניות עד ל-12% מסך היתרות. בהתאם לכך, החל משנת 2012, משקיע בנק ישראל במניות. תחילה השקיע הבנק במדדי מניות בארה"ב, גרמניה, אנגליה וצרפת. ההשקעה מתבצעת באמצעות מנהלים חיצוניים ומנוהלת באופן פסיבי; כלומר, תיק המניות עוקב אחר מדדי מניות מוכרים ובעלי כיסוי רחב של שוקי המניות במדינות שבהן הוחלט להשקיע.

על פי ממצאים אמפיריים רבים, שתועדו במחקרים, פיזור בינלאומי של השקעה במניות עשוי לשפר את יחס התשואה-סיכון. אף שהאינטגרציה של השווקים בעולם גברה בשנים האחרונות, פיזור בינלאומי של ההשקעות צפוי לתרום לשיפור יחס הסיכון-תשואה של התיק.

לאור זאת, במסגרת ההקצאה האסטרטגית לשנת 2015, החליטה הוועדה המוניתרית להרחיב את פיזור ההשקעה במניות לשווקים נוספים על שוקי מטבעות הנומור. כך, במהלך השנה, נוספה השקעה בשוקי המניות של- יפן, דרום קוריאה והונג קונג. השקעה זו מגודרת כנגד הדולר, כדי לא ליצור חשיפות מטבעיות כנגד המטבעות של השווקים הללו. בסוף השנה עמד משקל המניות בתיק על 9.2% (לוח 5).

לוח 5: מדדי המניות¹⁷

שיעור עליית המדד מתחילת ההשקעה	שיעור עליית המדד ב-2015	אחוז ההחזקה בסוף 2015	אחוז ההחזקה בתחילת 2015	
59%	1%	5.7%	5.5%	ארה"ב
8%	0%	0.5%	1.1%	אנגליה
31%	13%	0.0%	0.2%	צרפת
33%	11%	1.9%	1.4%	גרמניה
10%	10%	0.6%	0.0%	יפן
1%	0%	0.3%	0.0%	קוריאה
-2%	-2%	0.2%	0.0%	הונג קונג
		9.2%	8.2%	סה"כ

במהלך 2015

הורחבה

ההשקעה במניות

לשוקי המניות

ביפן, דרום

קוריאה והונג

קונג

¹⁷ מדדי מניות MSCI לכל אחת מהמדינות.

ההשקעה במניות היא לטווח ארוך, מאופיינת בתנודתיות גבוהה ועלולה להניב הפסדים בטווח הקצר.

במחצית הראשונה של השנה נרשמו לרוב עליות שערים במדדי המניות, בעיקר באירופה ויפן. המחצית השנייה של השנה אופיינה בתנודתיות גבוהה וירידות שערים חזקות, בעיקר בחודשים אוגוסט וספטמבר, על רקע התגברות החששות לירידה חדה בקצב הצמיחה בסין וירידת מחירי הסחורות (איור 17). בסיכומה של השנה הניבה ההשקעה במניות תרומה חיובית שהייתה חלק חשוב בתשואה העודפת בתיק היתרות. אולם, על אף הגדלת שיעור ההשקעה במניות במהלך השנה, תוספת התשואה שהתקבלה מהשקעה זו הייתה נמוכה בהשוואה לשנים קודמות. זאת, מאחר שרוב ההשקעה במניות מרוכזת בארה"ב, שם מדד המניות דשדש במהלך השנה.

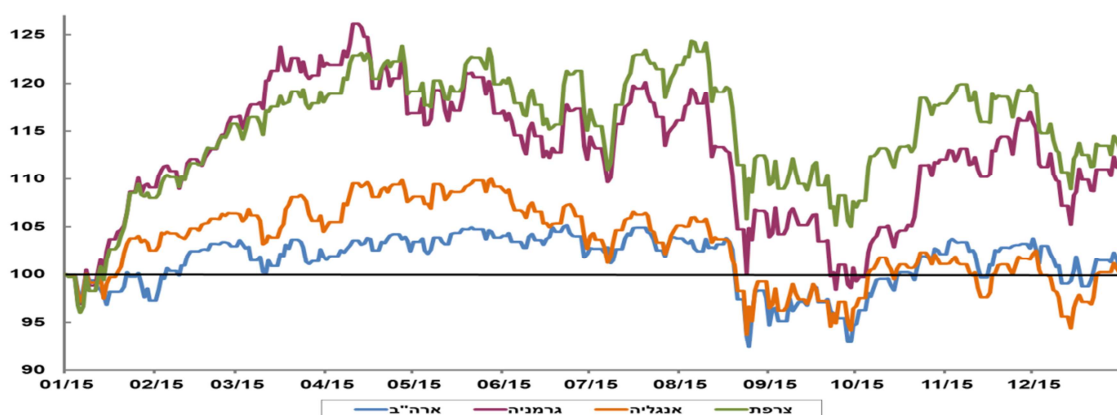
**לאורך השנה, ובעיקר
במחצית השנייה - על רקע
התגברות החששות לירידה
חדה בקצב הצמיחה בסין -
נצפתה תנודתיות גבוהה
במדדי המניות, ביחס
לשנים קודמות**

לוח 6: תרומה מהשקעה במניות

(נ"ב)

סה"כ	הונג קונג	קוריאה	יפן	צרפת	גרמניה	אנגליה	ארה"ב	
13.2	-	-	-	-	-	-	13.2	2012
134.4	-	-	-	3.0	6.0	4.5	120.9	2013
67.2	-	-	-	1.0	3.1	-0.4	63.5	2014
30.5	-0.2	0.2	0.6	4.0	16.4	1.3	8.2	2015

איור 17: מדדי מניות בארה"ב, באנגליה, בגרמניה ובצרפת



ג. מכשירי חוב שאינם בסמן וחשיפות אחרות (8.6 נ"ב)

1. השקעה בנכסי מרווח (8 נ"ב)

הסמן מייצג תיק שמרני, נזיל, בר השקעה במינימום סיכון, ועל כן הרכבו כולל רק אגרות חוב ממשלתיות קצרות, בדירוג גבוה, של מדינות נבחרות, שהמטבעות שלהן כלולים בנומרי. לעומת זאת, הניהול הפעיל כולל השקעה בנכסי מרווח – נכסים אשר מרווח התשואה שלהם נמדד כהפרש בין התשואה לפידיון שלהם לזו של אג"ח ממשלתיות בעלות תקופה לפירעון דומה. השנה, בלטה לטובה השקעה בנכסי מרווח, אשר הניבה תשואה גבוהה יותר מזו של אג"ח ממשלתיות בעלות אריכות דומה.

**השנה בלטה לטובה
ההשקעה בנכסי
מרווח, אשר הניבה
תשואה גבוהה מזו של
אג"ח בעלות אריכות
דומה**

2. השקעה באג"ח קונצרני (0.2 נ"ב)

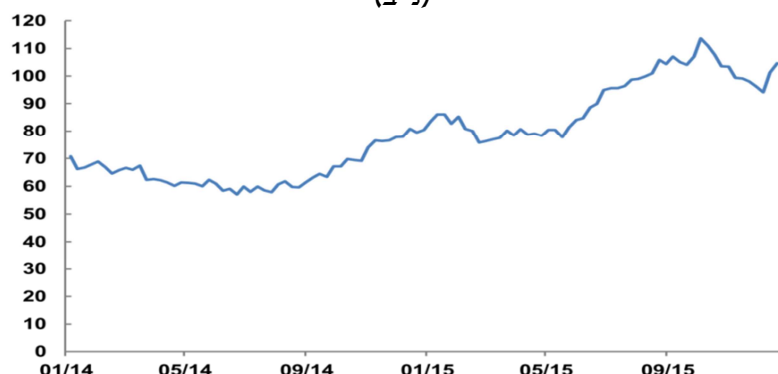
במסגרת תהליך ההקצאה האסטרטגית ל-2015 הוחלט להגדיל את ההשקעה באג"ח קונצרניות בדירוג השקעה BBB- ומעלה, בהתאם לתנאי השוק ולרמת המרווחים הצפויה. זאת, בכפוף לקווים המנחים המתירים השקעה באג"ח מסוג זה עד ל-6% מהיתרות ובהמשך לפיילוט ההשקעה הראשוני ברכיב זה בשיעור של 1%, אשר החל בסוף 2014.

ההשקעה בשוק האג"ח הקונצרניות בארה"ב מבוצעת הן בניהול פנימי והן באמצעות מנהלים חיצוניים, המתמחים בניהול השקעות באפיק זה. ההשקעה מנוהלת באופן פעיל תחת מגבלת דרגות חופש לניהול מול סמן מוכר בעל כיסוי רחב של שוק אגרות החוב הקונצרניות בארה"ב. לאורך השנה, הוגדלה ההשקעה ברכיב זה, ובסוף השנה הסתכמה ההשקעה ב-4.6% מהיתרות.

**הוגדלה ההשקעה באגרות
חוב קונצרניות בארה"ב עד
ל-4.6%, במהלך השנה
חלה התרחבות במרווחים**

במהלך השנה חלה התרחבות במרווח התשואות בין אג"ח קונצרניות לאג"ח ממשלתיות, מרמה של 80 נ"ב בתחילת השנה לרמה של 100 נ"ב בסוף השנה. הרקע לכך היה האטה בפעילות העולמית וברווחיות החברות, שיא בהנפקות חוב שהוביל בממוצע לעלייה במינוף של החברות¹⁸, ירידה במחירי הנפט, שפגעה בחברות נפט והתחזקות הדולר, שפגעה ברווחיותן של יצרניות אמריקאיות. בסיכומה של שנה, הניב הסמן הקונצרני תשואה של 1.07%. בפועל התרומה הייתה אפסית, בשל משקלו הנמוך של רכיב זה ביתרות.

איור 18: מרווחי אג"ח קונצרניות (סמן)
(נ"ב)



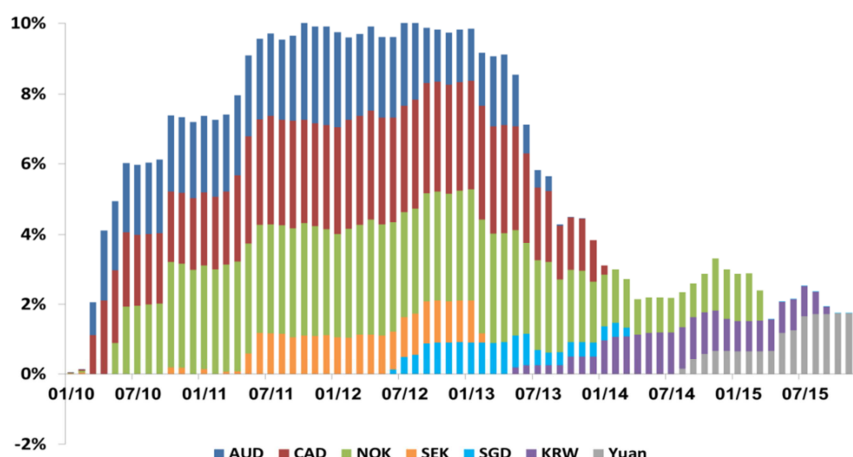
¹⁸ הנפקות בכדי לשלם דיבידנדים ורכישה חוזרת של מניות (Buyback).

ד. חשיפות מטבעיות (3 נ"ב)

על רקע מיצוי הפוטנציאל והיחלשות מטבעות שאינם בנומרי אל מול הדולר והאירו, החל משנת 2013 צומצמו חשיפות מטבעיות שהיו בתיק היתרות בהדרגה. מגמת הצמצום נמשכה גם השנה עם סגירת החשיפות לנוווגיה ודרום קוריאנה במהלך השנה (איור 19).

איור 19: חשיפה למטבעות

(ממוצע חודשי)



לאחר שבשנים האחרונות תפסה הכלכלה הסינית מקום מרכזי יותר בכלכלה העולמית, בשנת 2014 החל בנק ישראל להשקיע באג"ח של ממשלת סין בשיעור נמוך.

ההשקעה נעשתה במטרה לפזר את היתרות, להרחיב את החשיפה לאסיה בכלל ולסין בפרט ולהשיג עודף תשואה על ההשקעה. זאת באמצעות ניצול מרווח התשואה בין אג"ח של ממשלת סין לבין אג"ח מקבילות של ממשלת ארה"ב, וצפי לשינויים בשערי החליפין. השקעה זו הוגדלה השנה עד לשיעור של 1.3% מהיתרות (איור 20). במהלך השנה התחזק היואן הסיני מול האירו, ובמחצית השנייה של השנה הוא נחלש מול הדולר (איור 21). ההשקעה בסין גרעה 4 נ"ב מתשואת הניהול הפעיל.

השנה, נוסף על החשיפה לסין, היו בתיק היתרות חשיפות מטבעיות נוספות בין מטבעות הנומרי אשר הניבו תרומה חיובית. בסיכומה של שנה, סך החשיפות המטבעיות תרמו לתשואה העודפת כ-3 נ"ב, המתווספים ל-62 נ"ב שהניבה ההשקעה המצטברת בחשיפות אלו בשנים 2010 עד 2014 (לוח 7).

המשך

הצמצום

בחשיפות

המטבעיות

ההשקעה

בסין

הוגדלה

במהלך

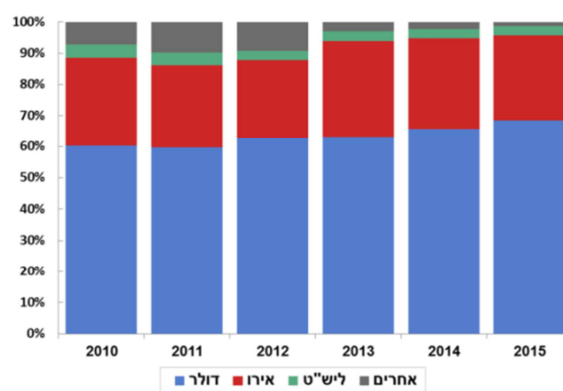
השנה

לוח 7: חשיפות מטבעיות – סיכום רווח

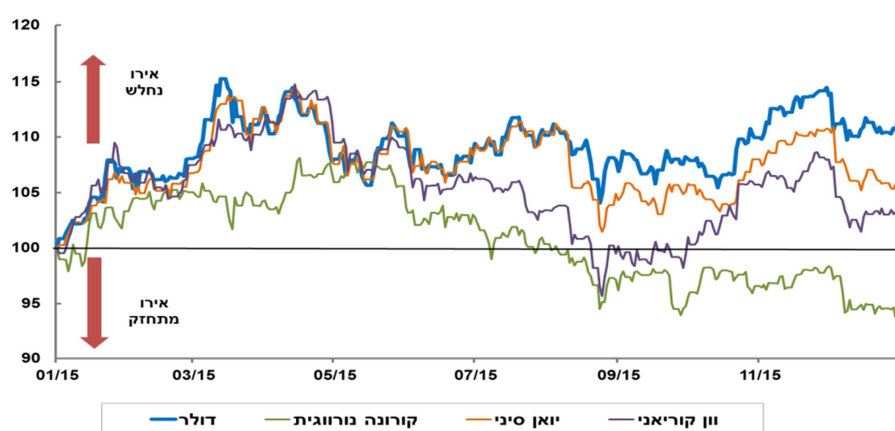
2010 עד 2015 (אחוזים)

0.47	2010
0.26	2011
0.46	2012
-0.62	2013
0.05	2014
0.03	2015
0.65	סה"כ

איור 20: התפלגות מטבעית, סוף תקופה



איור 21: שערי חליפין מול האירו

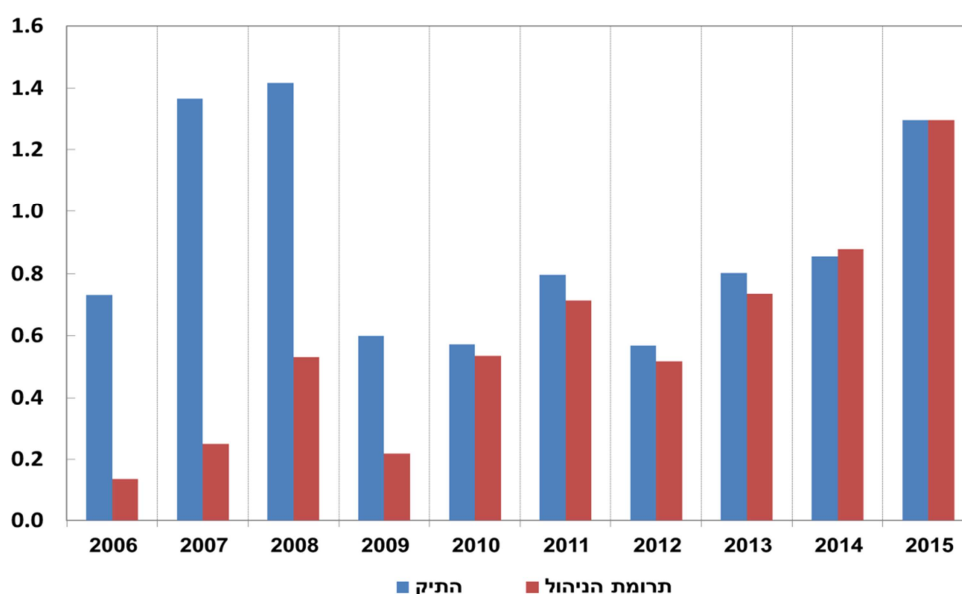


3. מדדי תשואה- סיכון

התנודתיות של תיק היתרות הייתה גבוהה ביחס לשנים האחרונות (1.3%), זאת, בעיקר בעקבות הגדלת רכיב המניות ביתרות, והתנודתיות שאפיינה את רכיב זה השנה. כמו כן, התנודתיות של תרומת הניהול הפעיל הייתה הגבוהה ביותר מבין אלה של העשור האחרון, והיא משקפת את הגדלת הפיזור בתיק לנכסי סיכון שונים, ובעיקר למניות. תנודתיות הסמן הייתה דומה לזו שהתקבלה בשנה שעברה (0.12%) ושיקפה את הרכב הנכסים השמרני שלו, המתבטא באריכות קצרה ובמינימום סיכון.

התנודתיות של התיק ושל תשואת הניהול הפעיל הייתה גבוהה משמעותית מרמת התנודתיות שלהם בשנים האחרונות

איור 22: סטיית התקן¹⁹ של התיק ושל תרומת הניהול הפעיל (אחוזים)

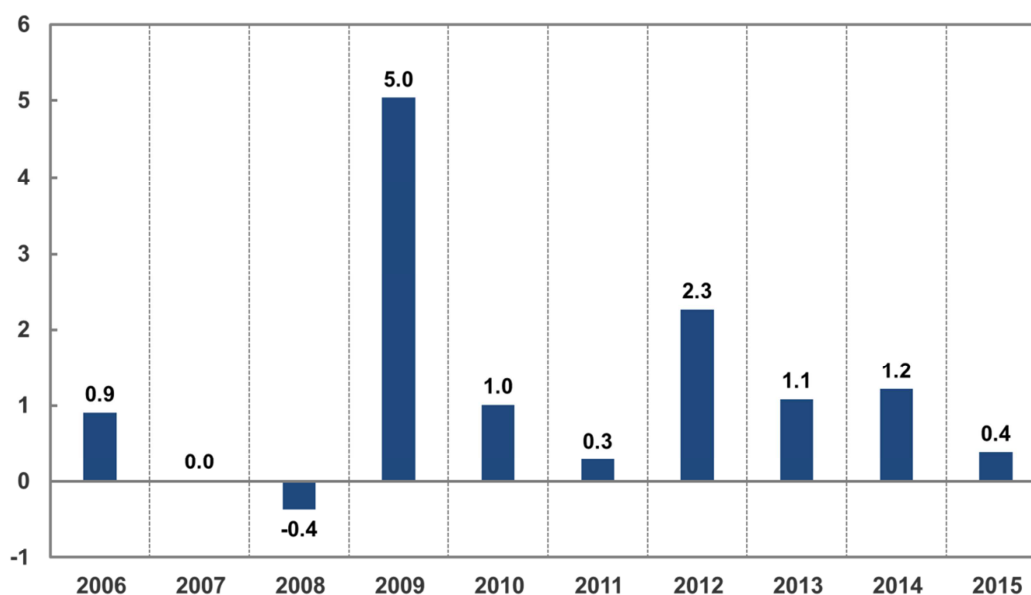


מקובל לבחון, בעזרת מדדי תשואה-סיכון שונים, את התשואה שהניבה השקעת התיק ביחס לסיכון שנלקח לצורך ההשקעה.

נהוג להשתמש ביחס ה-IR (Information Ratio) לבחינת תרומת הניהול הפעיל ביחס לסיכון שנלקח לשם כך. יחס זה שווה ליחס התשואה העודפת לסטיית התקן שלה. השנה, תשואת התיק הייתה נמוכה מזו של השנה הקודמת, ורמת הסיכון עלתה – כך שיחס ה-IR היה נמוך מזה של השנה הקודמת ונמוך מהממוצע בעשור האחרון (1.2).

¹⁹ סטיות התקן של התשואות השבועיות במונחים שנתיים.

איור 23: יחס תרומת הניהול הפעיל לסטיית התקן שלה (Information Ratio)



תשואה מותאמת לסיכון מחושבת בעזרת מדד מודליאני & מודליאני.

המדד משמש לבחינת תשואת התיק המותאמת לסיכנו ביחס לזה של הסמן שמולו הוא נמדד. המדד שווה למכפלת מדד השארפ של התיק בסטיית התקן של תשואת הסמן, בתוספת הריבית חסרת הסיכון.²⁰

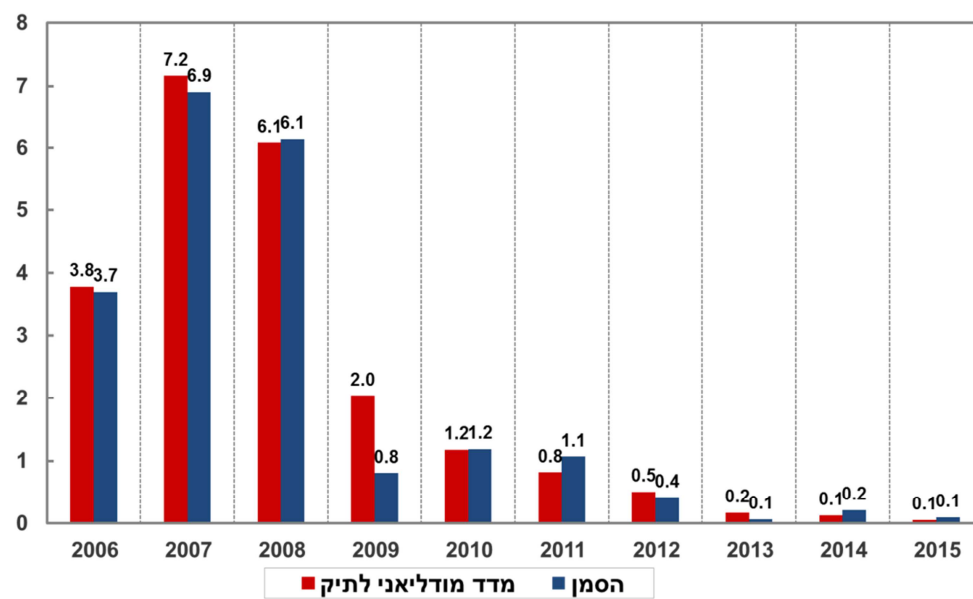
השוואת התשואה המותאמת לסיכון של תיק היתרות לזו של הסמן, שמולו התיק נמדד, מלמדת כי בשש משנות העשור האחרון יש יתרון לניהול האקטיבי של היתרות: התשואה המותאמת לסיכון של התיק הייתה גבוהה מתשואת הסמן. משמעות הדבר היא, שברוב שנות העשור האחרון יחס התשואה לסיכון שנלקח בניהול האקטיבי היה עדיף על זה שהתקבל בניהול הפסיבי. אמנם, הסיכון בניהול התיק היה גדול מאשר בסמן (כפי שמשתקף בסטיית התקן הגבוהה בתיק לעומת הסמן), אך תוספת התשואה הייתה גבוהה יותר ביחס לתוספת הסיכון שנלקחה ועדיפה על זו שהייתה מתקבלת בניהול הפסיבי (הישראלות בסמן).

לעומת זאת, השנה, כמו בחלק מהשנים הקודמות, היחס מלמד כי בסמן התקבלה תמורה גבוהה יותר ביחס לסיכון, לעומת יחס זה בתיק. אף שבשנים אלו תשואת התיק הייתה גבוהה מתשואת הסמן, התשואה המותאמת לסיכון של התיק הייתה נמוכה מתשואת הסמן. ממצא זה מעיד כי הגדלת התשואה הייתה כרוכה בסיכון רב יותר ליחידת תשואה – בייחוד השנה, כשהתשואה שהניב התיק הייתה נמוכה ביחס לרמת הסיכון שנלקחה בגינו.

$$M2 = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} * \sigma_b + R_f \quad ^{20}$$

R_p – תשואת התיק, σ_p – סטיית התקן של תשואת התיק, σ_b – סטיית התקן של תשואת הסמן, R_f – הריבית חסרת הסיכון. מחושבת על ידי שקלול הריבית חסרת הסיכון על שלושת מטבעות הנומרים: דולר, אירו וליש"ט.

איור 24: תשואת תיק היתרות מותאמת לסיכון (מדד מודליאני & מודליאני) מול תשואת הסמן (אחוזים)



4. אופק ההשקעה של היתרות

בשנים האחרונות גדל שיעור ההשקעה במניות בתיק היתרות, על חשבון שיעור ההשקעה באג"ח. הביצועים של השקעת היתרות, אשר משלבת השקעה ברכיבי סיכון כדוגמת מניות, צריכה להיבחן בטווח ארוך משנה. זאת, מכיוון שמדידה באופק של שנה קלנדרית, נותנת דגש משמעותי לתזמון לעומת מדידה באופק ארוך יותר, המנטרלת את גורם התזמון של נקודת הכניסה להשקעה בנכס הסיכון. נוסף על כך, ההשקעה בנכסים אלה היא תנודתית, ובעת בחינת ההשקעה באופק ארוך יותר, הפיזור של התפלגות התשואות מצטמצם, משתפר יחס התשואה-סיכון ובכך ההשקעה בנכסים אלה הופכת אטרקטיבית יותר.

על רקע דברים אלה, מוצגים להלן ביצועי התיק וסטיות התקן של התשואה ושל תרומת הניהול הפעיל, במדידה ארוכת טווח לצד המדידה השנתית המוצגת מידי שנה בדוח ביצועי ניהול היתרות. נתוני המדידה התלת שנתית מוצגים החל משנת 2012, בה החל בנק ישראל להשקיע במניות. במדידה תלת שנתית סטיות התקן של תשואת היתרות ותרומת הניהול הפעיל נמוכות מאוד שמתקבלות במדידה שנתית.

לוח 8: תשואת התיק ותרומת הניהול הפעיל - מדידה שנתית, ומדידה תלת שנתית

התשואה		תרומת הניהול הפעיל	
מדידה שנתית	מדידה תלת שנתית, מונחי שנה	מדידה שנתית	מדידה תלת שנתית, מונחי שנה
2010	1.73 (0.57)	0.54 (0.53)	
2011	1.28 (0.80)	0.21 (0.71)	
2012	1.59 (0.57)	1.17 (0.52)	0.64 (0.54)
2013	0.87 (0.80)	0.80 (0.74)	0.72 (0.60)
2014	1.28 (0.85)	1.06 (0.88)	1.02 (0.66)
2015	0.64 (1.29)	0.54 (1.29)	0.81 (1.01)

בסוגריים - סטיות התקן של התשואות במונחים שנתיים

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 של 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 אג"ח ממשלתית בעלת תקופה לפירעון דומה.
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, 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 ממשלה

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 החוץ²¹

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 – הנומרי (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.

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

²¹ מאפייני תיק היתרות בפועל מדווחים לציבור בסקירה שנתית המתפרסמת באתר בנק ישראל.

המדיניות: התפתחויות בשווקים הבין-לאומיים והשלכותיהן על ניהול היתרות, החלטות ההשקעה של החטיבה, ביצועי התיק והסיכונים הפיננסיים והאחרים שהתיק חשוף להם.

חטיבת השווקים תיעץ 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 הנומראר, המורכב מסל מטבעות שאותו קובעת הוועדה.

הרכב הנומראר²² נקבע על פי עקרונות המשקפים את המטרות של החזקת היתרות.

העקרונות שלפיהם נקבע הרכב הנומראר 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 הנומראר 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 הנומראר 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 הנומראר יובא לדיון בוועדה המוניתרית.

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

²² הנומראר 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 הנומראר 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 DVP²³ (Delivery Versus Payment) בלבד.

²³ 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 המוניתרית (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 חשובה לאמון ביכולתה של המדינה להתמודד עם זעזועים כלכליים, פיננסיים ופוליטיים במשק.

2. לחישוב רמתן הנאותה של היתרות יש כמה גישות:

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

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

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

על בסיס מכלול הגורמים שצוינו לעיל ובהתאם לתנאים השוררים במשק הישראלי, עדכנה הנגידה את רמת היתרות ההולמת לטווח של 70 עד 110 מיליארד דולרים²⁴.

בנוסף, בקביעת רמת היתרות נלקחת בחשבון עלות החזקת היתרות²⁵. 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.

²⁴ הנגידה עדכנה את הטווח בתחילת 2015 מטווח של 65 עד 90 מיליארד דולרים אשר נקבע ב-2010, ונותר מאז ללא שינוי. הגידול בטווח הרמה הרצויה הוא עקבי עם השינויים שחלו במשק הישראלי בחמש השנים האחרונות.

²⁵ העלות החשבונאית של פעילות בנק ישראל נרשמת בספרי הבנק. עם זאת, מטבע הדברים, חשבוניות 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 החוץ²⁶.

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 יסוו יתרות המט"ח מהרמה הרצויה לפרקי זמן ממושכים.

²⁶ על יחסים של היתרות בפועל למצרפים כלכליים והשוואתם למדינות אחרות ראה פרק א' חלק 4 בסקירה זו.