בנק ישראל

השקעת יתרות מטבע החוץ

דין וחשבון 2014

התוכן

עיקרי הדברים.....3

א. יתרות מטבע החוץ.....5

1. המסגרת להחזקת היתרות ולניהולן.....5

2. פרופיל הסיכון של היתרות והקווים המנחים למדיניות ההשקעה.....6

3. מסגרת ניהול הסיכונים וההקצאה האסטרטגית.....7

4. השינויים ברמת היתרות ב-2014.....9

5. רמת יתרות מטבע החוץ של ישראל.....11

ב. הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית 13

ג. תשואת ההחזקה של היתרות בשנת 2014.....18

1. תשואת תיק היתרות.....18

2. תרומת הניהול הפעיל.....20

א. תרומת ההשקעה במניות.....21

ב. תרומת אריכות ופיזור.....24

ג. תרומת החשיפות האסטרטגיות.....25

3. CVaR ומדדי תשואה-סיכון.....28

נספח 1 : מונחים.....31

נספח 2 : הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ.....35

נספח 3 : עקרונות לקביעת הרמה הרצויה של יתרות מטבע החוץ.....40

עיקרי הדברים[1]

- יתרות מטבע החוץ של ישראל עלו בשנת 2014 בכ-4 מיליארדי דולרים, לעומת עלייה של כ-6 מיליארדים בשנה הקודמת, והסתכמו בסוף השנה ב-86.1 מיליארדי דולרים[2].

- בשנת 2014 רכש בנק ישראל 7 מיליארדי דולרים. מחציתם נרכשו במסגרת התערבות הבנק שנועדה למתן תנודות חריגות בשער החליפין שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים של המשק, והמחצית האחרת – במסגרת יישום התכנית למיתון ההשפעה של הפקת הגז על שער החליפין. השינוי ביתרות המיוחס להכנסה מריבית, לרווחי הון ולהפרשי שערים במטבעות שבהם היתרות מושקעות מול הדולר – הקטין את היתרות בכ-3 מיליארדי דולרים. זאת בעיקר כתוצאה מהתחזקות הדולר מול המטבעות האחרים שבהם מוחזק תיק היתרות.

- בתחילת השנה עודכנו הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ: שיעור ההקצאה המרבי להשקעה במניות הוגדל מ-6% ל-12% מהיתרות, ואושרה השקעה באג"ח קונצרניות, עד לשיעור של 6% מהיתרות. עדכון הקווים המנחים הוא המשך להגדרת פרופיל הסיכון לניהול היתרות, שנקבע לקראת סוף 2013. אז נקבע כי בהינתן 5% של התוצאות הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד לא יעלה על 400 נ"ב, באופק של שנה (CVaR5%). במהלך השנה נע ה-CVaR5% של תיק היתרות סביב 300 נ"ב.

- במסגרת תהליך ההקצאה האסטרטגית של תיק היתרות לשנת 2014 הוחלט להקצות 8% מהן להשקעה במניות והיתר – באג"ח; להגדיל את אריכות התיק מ-10 ל-12 חודשים; ולכלול ביתרות רכיב של אג"ח קונצרניות. בהתאם לכך הושקע, לקראת סוף השנה, 1% מהיתרות באג"ח קונצרניות בארה"ב, כפיילוט השקעה.

- תשואת החזקתן של היתרות במונחי הנומרר[3] הסתכמה השנה ב-1.28%. 0.22% הם תשואת הסמן, ו-1.06% – תרומת הניהול הפעיל. תרומת הניהול הפעיל, שהיא גבוהה פי שניים מהממוצע בעשור האחרון, מיוחסת בעיקר להשקעה במניות, שתרמה 67 נ"ב. השקעת היתרות באריכות גבוהה יותר, תוך פיזור הנכסים על פני העקום באופן שונה מאשר בסמן, תרמו לתשואת הניהול הפעיל כ-35 נ"ב. זאת הודות לירידת התשואות במדינות הנומרר, שהניבו רווחי הון.

---

[1] דין וחשבון על השקעת יתרות מטבע החוץ מתפרסם בכל 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 הבין-לאומית למדינות החברות בקרן (Allocation SDRs) ויתרה בקרן – Reserve Tranche. רמתן הגיעה בסוף שנת 2014 ל-1.8 מיליארדי דולרים. עוד בעניין זה ראו: בנק ישראל – דין וחשבון כספי לשנת 2014.

[3] הנומרר הוא סל מטבעות שבו נמדדות יתרות מטבע החוץ. ראו פרק א', חלק 3 בסקירה זו.

- בהמשך לתהליך צמצום חשיפתן של היתרות למטבעות ולנכסים של מדינות מוטות סחורות, תהליך שהחל בשנה שעברה, נותר שיעור החשיפות האסטרטגיות בתיק היתרות בשנת 2014 ברמה נמוכה, דומה לזו של סוף 2013.

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 המדינה[4].

בהתאם לחוק הוקנו לוועדה המוניטרית 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 המוניטרית מאשרת ומעדכנת את חלוקת הסמכויות בנושא מדיניות ההשקעה של היתרות בינה לבין ועדת מט"ח[5] וחטיבת השווקים. כמו כן רשאית הוועדה המוניטרית, 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 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 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 2010, 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 בנק ישראל בראשות הנגיד, שתפקידה לתרגם את הקווים המנחים למדיניות השקעת היתרות להנחיות מפורטות לניהולן.

2. פרופיל הסיכון של היתרות והקווים המנחים למדיניות ההשקעה

תיק היתרות מנוהל במסגרת של כללי השקעה. אלו נקבעו לשם השגת יעדי מדיניות ההשקעה תוך שליטה על חשיפתן של היתרות לסיכונים פיננסיים שונים – הסיכון המטבעי, סיכון המחיר[6], סיכון האשראי וסיכון הנזילות. הכללים שמרניים מעיקרם, ומבטאים את הזהירות שננקטת במדיניות ניהולן של היתרות. קובעי מדיניות ההשקעה של היתרות ערים להתפתחויות בשווקים ולשינויים ברמת היתרות, ובעת הצורך עורכים שינויים במדיניות הניהול ומעדכנים את הכללים ואת מאפייני ההשקעה.

לקראת סיומה של שנת 2013 השלימה הוועדה המוניטרית את תהליך התאמת **פרופיל הסיכון של היתרות** לרמתן הנוכחית ולשילובן של רכישות מטבע חוץ במסגרת תכנית הגז, רכישות שאופק השקעתן ארוך. פרופיל הסיכון הוגדר במונחים של רמת ההפסד המרבי שהוועדה מוכנה לספוג בלי לפגוע בהשגת היעדים שלשמם מוחזקות היתרות. בהתאם, פרופיל הסיכון נקבע כך שבהינתן 5% של התוצאות הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד, ה-**$CVaR_{5\%}$**[7] , לא יעלה על 400 נ״ב באופק של שנה. עם זאת, ההקצאה האסטרטגית שקבעה הוועדה נעשתה תחת מגבלת CVaR של 300 נ״ב. זאת בהתאם לטעם הסיכון שלה, והרצון שלא לנצל את כל תקציב הסיכון – גם כדי להשאיר מרווח סיכון לניהול הפעיל של תיק היתרות וגם לצורך שינויים אפשריים שיידרשו ב-CVaR מפאת התנודתיות של השווקים.

בהתאם להגדרת פרופיל הסיכון עודכנו בתחילת שנת 2014 **הקווים המנחים למדיניות ההשקעה**[8]. מבין השינויים בלטו במיוחד שניים: ההקצאה המקסימלית להשקעה במניות הוגדלה מ-6% ל-12% מהיתרות; לראשונה אושרה השקעה באג״ח קונצרניות, וזאת עד לשיעור של 6% מהיתרות[9].

[6] סיכון המחיר לגבי אג״ח הוא סיכון הריבית הנמדד במונחי אריכות.

[7] $CVaR_{5\%}$ הוא ממוצע אחוזון ה-5% של התפלגות התשואות החזויות של תיק היתרות.

[8] לקווים המנחים המעודכנים ראו נספח מספר 2.

[9] שיעורי הניצול של ההקצאה המותרת בכל אחד מסוגי הנכסים בהשקעת יתרות מטבע החוץ כפופים לעמידה בפרופיל הסיכון שהוגדר.

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 מייצג את העדפותיו ואת פרופיל הסיכון של בעל התיק, המתבטאים בהרכבו של הסמן ובמאפייניו השונים. הסמן מספק קנה מידה למדידת ביצועי החלטות ההשקעה של מנהל התיק.

הנומרר 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 להרכב ניטרלי. הרכב הנומרר נבחן לפחות אחת לשנה ומעודכן בעת הצורך באישורה של הוועדה המוניטרית. הנומרר מוגדר באופן כמותי (סל של כמויות מטבע), ולכן הרכבו המטבעי משתנה בכל יום עם שינוי שערי החליפין של המטבעות המרכיבים אותו. הנומרר כולל שלושה מטבעות, שהתפלגו, בממוצע על פני השנה, כדלקמן[10]: 63.8% דולר, 33.2% אירו ו-3.0% לישׂ"ט.

סמן הנומרר (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 בנומרר, והן מספקות רמות גבוהות של ביטחון ונזילות. הרכבו המטבעי זהה להרכב הנומרר, ולכן אין בו חשיפה מטבעית.

בעבר, עד מארס 2014, ייצג הסמן את פרופיל הסיכון שהתאים לטעם הסיכון של בעל התיק.

במארס 2014 הוחלט כי הרכב הסמן ייצג תיק בר השקעה במינימום סיכון, בעל רמות גבוהות של ביטחון ונזילות לפיכך קוצרה אריכותו[11], ונקבעה לשישה חודשים, במקום עשרה חודשים לפני כן[12].

יש לשים לב, כי השינוי שבוצע בסמן מוריד את תוחלת תשואתו הצפויה בשל רמת הסיכון המינימלית שלו ומפחית את תנודתיותו. על כן השוואה של ביצועי התיק לביצועי סמן זה יכולה להיות שונה מהשוואת ביצועיו לביצועי הסמן שביחס עליו נמדד התיק בשנים שלפני השינוי.

בתחילת 2014 נערך תהליך **הקצאה אסטרטגית** של תיק היתרות. הקצאה זו, על מאפייניה השונים, נקבעת על ידי הוועדה המוניטרית במטרה להשיג תשואה נאותה, בכפיפות לפרופיל הסיכון שקבעה הוועדה, וזאת תוך עמידה בשני היעדים הראשונים של מדיניות החזקתן של היתרות. ההקצאה נערכת על פי צורך, בהתאם להתפתחויות בשווקים ולפחות אחת לשנה.

---

[10] בנובמבר 2013, במסגרת הערכה תקופתית, נבחנו הפרמטרים שבבסיס קביעת התפלגותו של הנומרר. הוועדה המוניטרית החליטה שלא לשנות את כמויות מטבעות הנומרר, ולהותירם בהתפלגות שהייתה באותו הזמן: 63% דולר, 34% אירו ו-3% לישׂ"ט.

[11] אריכות מתייחסת בכל המסמך לאריכות התיק ללא רכיב המניות.

[12] אריכויות התיקים המרכיבים את הסמן עמדה עד מארס 2014 על– 9, 10, ו- 16 חודשים לתיקי הדולר, האירו והלישׂ"ט בהתאמה. מאז מארס 2014, אריכות כל אחד מתיקים אלו עומדת על 6 חודשים.

במסגרת ההקצאה האסטרטגית נקבע ההרכב האסטרטגי של תיק היתרות אשר תוחלת התשואה הצפויה בו גבוהה במסגרת רמת הסיכון הרצויה ומגבלות הקווים המנחים. כל זאת בהינתן התחזיות לתשואות הנכסים השונים שנכללים בהקצאה.

הוועדה המוניטרית אישרה את ההקצאה האסטרטגית הבאה ל-2014:

- 8% יושקעו במניות.
- 92% יושקעו באג"ח.
- הגדלה של אריכות התיקים בכדי להעלות את תוחלת התשואה הצפויה. אריכות תיק היתרות בשנת 2014 עמדה על 12 חודשים[13] לעומת 10 חודשים בשנת 2013.

במסגרת תהליך ההקצאה האסטרטגית הוחלט לכלול בהקצאה האסטרטגית רכיב של **אג"ח קונצרניות** בהיקף של 2%–6% מהתיק, בהתאם לתנאי השוק ולרמת המִרווחים הצפויה. לפיכך החל בנק ישראל, לקראת סוף שנת 2014, להשקיע באג"ח קונצרניות בארה"ב בדירוג השקעה BBB- ומעלה. זאת בכפיפות לקווים המנחים המתירים השקעה באג"ח כאלה עד ל-6% מהתיק. מאחר שזהו רכיב חדש בהשקעת היתרות בוצעה ההשקעה בו במסגרת פיילוט השקעה ראשוני, והסתכמה ב-1% מהיתרות – מחצית ממנה בניהול פנימי ומחצית בניהול באמצעות מנהל חיצוני המתמחה בניהול השקעות באפיק זה. אף שרמות המִרווחים באג"ח קונצרניות ירדו בשנים האחרונות וצמצמו את האטרקטיביות של אפיק השקעה זה ביחס לעבר, הצפי לתשואה עודפת ביחס לשטרי אוצר תומך בשילוב אג"ח קונצרניות בתיק.

[13] אריכות ממוצעת על פני השנה.

4. השינויים ברמת היתרות ב-2014

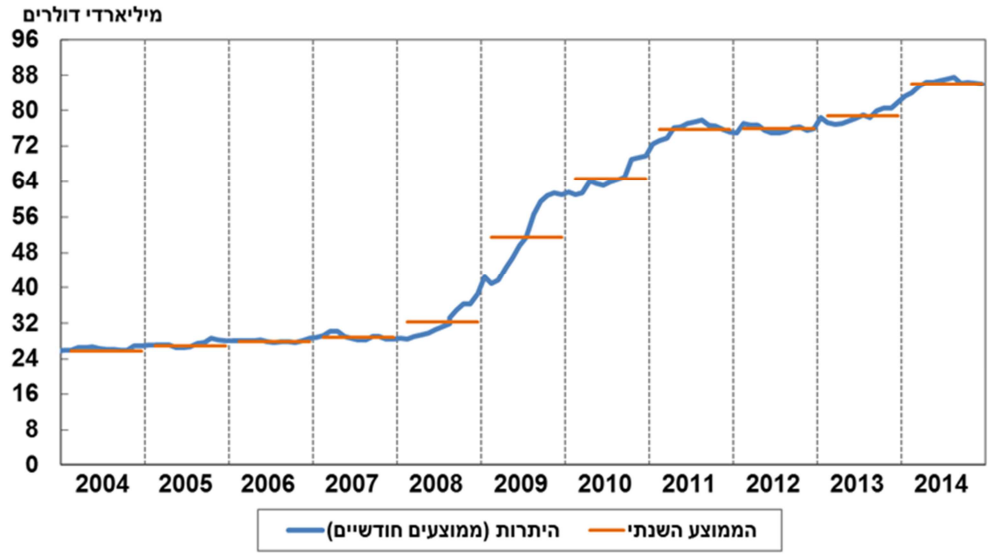
בשנת 2014 גדלו יתרות מטבע החוץ של ישראל ב-4.3 מיליארד דולרים – מ-81.8 מיליארדי דולרים בסוף שנת 2013 ל-86.1 מיליארדים בסוף 2014 (איור 1).

לוח 1: רכיבי השינויים ביתרות, 2014
(מיליוני דולרים)

רכישות מט"ח	7,000
במסגרת תכנית הגז	*3,500*
במסגרת התערבות בשוק המט"ח	*3,500*
שיערוך *	-2,688
המגזר הפרטי	233
ממשלה	-234
סה"כ השינוי	**4,311**

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

איור 1: יתרות מטבע החוץ, 2004 עד 2014
(ממוצעים חודשיים)

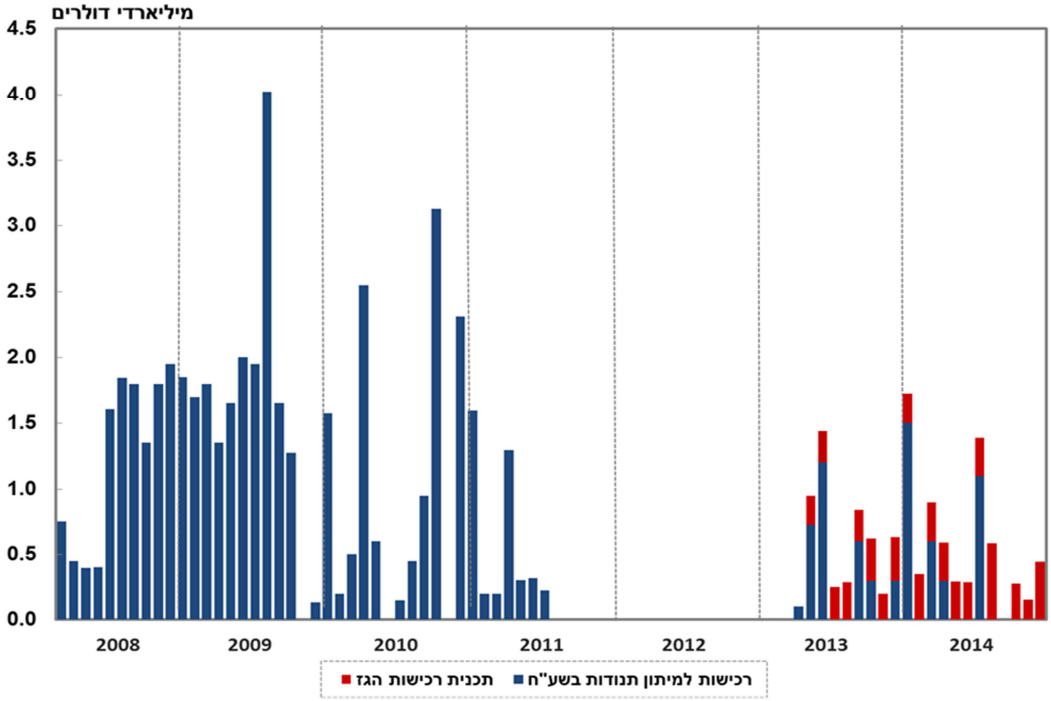


רכישות מטבע חוץ בסך 7 מיליארדי דולרים על ידי בנק ישראל קוזזו על ידי רכיב ההכנסה מריבית, מרווחי הון ומהפרשי שערים המטבעות שבהם מושקעות היתרות מול הדולר, רכיב שהסתכם בכ-3

מיליארדי דולרים. הפרשים אלה הם תוצאה של התחזקות הדולר, בעיקר מול מטבע האירו, ששיעורו ביתרות משמעותי. מחציתן של הרכישות היו במסגרת **יישום התכנית למיתון ההשפעה של הפקת הגז על שער החליפין**[14], והמחצית השנייה – במסגרת **התערבות בנק ישראל** שנועדה למתן תנודות חריגות בשער החליפין שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים של המשק.

רכישת 3.5 מיליארדי דולרים על ידי בנק ישראל במסגרת תכנית רכישות הגז[15] במהלך 2014, הייתה המשך לרכישת 2.1 מיליארדי דולרים במהלך 2013 (איור 2). במסגרת תכנית זו מתכנן בנק ישראל לרכוש בשנת 2015 3.1 מיליארדי דולרים[16].

איור 2: רכישות מטבע חוץ על ידי בנק ישראל, מארס 2008 עד דצמבר 2014



[14] 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

[15] http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/02-10-2013-gas.aspx

[16] http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/09-12-2014-OffsetGasEffect2015.aspx

5. רמת יתרות מטבע החוץ של ישראל

א. הלימות רמת יתרות מטבע חוץ

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 הבין-לאומית, 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.

העקרונות המנחים לקביעת רמתן הרצויה של היתרות הוגדרו בהתאם למטרות החזקתן[17]. בהתבסס על עקרונות אלו עדכנה הנגידה, בתחילת שנת 2015, את הטווח הרצוי לטווח שבין 70 ל-110 מיליארדי דולרים. זאת במקום הטווח הקודם, 65 עד 90 מיליארדי דולרים, שקבע הנגיד בשנת 2010. עדכון טווח הרמה הרצויה נעשה על בסיס עקרונות אלה ובהתאם להתפתחויות שהיו במשק בחמש השנים האחרונות. במונחי תוצר של שנת 2014 הרמה הרצויה החדשה עומדת על טווח של 23%–36%, מעט נמוך מיחס הטווח הקודם לתוצר של שנת 2010 – 28%–39%. כיום רמת היתרות סמוכה לאמצע הטווח החדש שקבעה הנגידה.

התערבותו של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ, לשם מילוי תפקידיו והשגת יעדיו, יכולה 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 ונמשכת, 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.

ב. יתרות מטבע החוץ של ישראל בפועל

את הלימות רמתן של היתרות שמדינה מחזיקה מקובל לבחון על פי יחסי היתרות למשתנים הכלכליים במשק. בישראל עלו יחסים אלה בעשור האחרון כתוצאה מגידול היקף היתרות מאז 2008 (לוח 2).

[17] ראו נספח 3 – העקרונות לקביעת הרמה הרצויה.

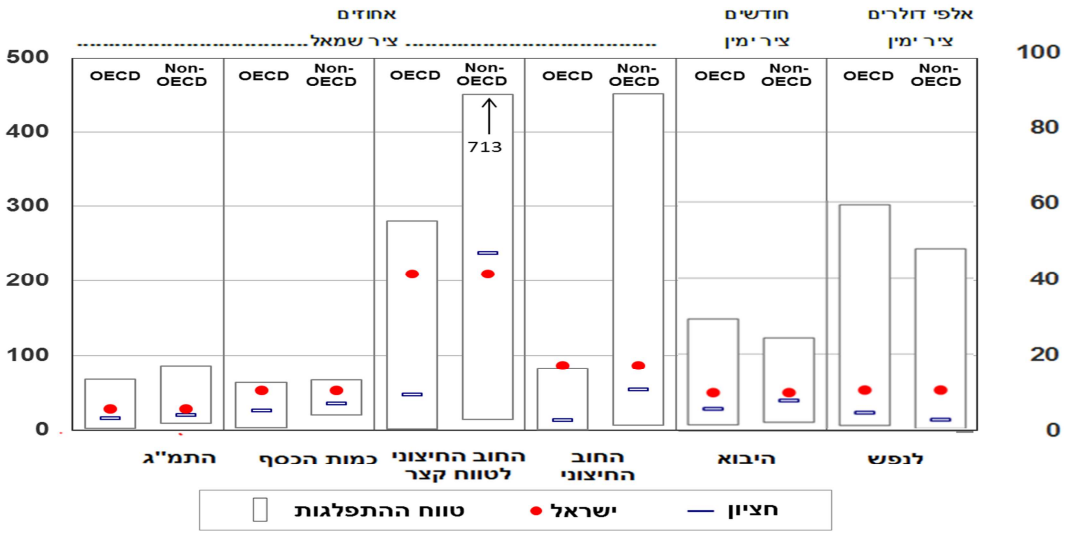
לוח 2: היתרות ורמתן הממוצעת[18] יחסית למצרפים שונים[17], 2005 עד 2014

השנה	היתרה הממוצעת (מיליוני דולרים)	היתרות לאוכלוסייה (דולרים)	היבוא (חודשים)	החוב החיצוני של המשק ברוטו	החוב החיצוני של המשק לטווח קצר	הנכסים השקליים הלא-צמודים (M2)	התוצר המקומי הגולמי
				(אחוזים)			
2005	27,420	3,922	5.1	35	84	47	21
2006	28,115	3,951	4.7	32	76	45	19
2007	28,994	4,003	4.1	32	73	37	17
2008	32,270	4,376	4.0	37	80	33	15
2009	51,310	6,794	8.3	55	121	49	25
2010	64,665	8,403	8.8	60	116	56	28
2011	75,744	9,665	8.7	72	149	58	29
2012	75,930	9,510	8.5	78	175	58	30
2013	78,693	9,674	8.9	83	186	53	27
2014	85,973	10,362	9.6	86	209	53	28
31/12/2014	86,101	10,378	9.7	86	210	53	28

ג. רמת היתרות של ישראל יחסית למדינות אחרות

ביחס לרוב המצרפים רמת היתרות של ישראל נמצאת מעל לחציון, הן של המדינות המפותחות והן של המתפתחות, בשל רמת היתרות הגבוהה על רקע הסיכון הגיאופוליטי אליו חשופה ישראל.

איור 3: יחס היתרות למצרפים כלכליים בסוף 2014, ישראל לעומת מדינות אחרות[20]



[18] רמת היתרות הממוצעת המוצגת בלוח חושבה על בסיס נתונים יומיים כאשר בדיווחים קודמים היא חושבה על בסיס נתוני סוף חודש.

[19] החוב החיצוני – נכון לרבעון השלישי של 2014; היבוא – לארבעת הרבעונים שמ- Q4/13 עד Q3/14.

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

ב. הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית

הסביבה הפיננסית העולמית התאפיינה בשנת 2014 בירידה ניכרת של תשואות האג"ח הממשלתיות ובעליות שערים בשוקי המניות במשקים המפותחים, בפרט בארה"ב. במשקים המתעוררים נרשמו מגמות מעורבות. עליות השערים בשוקי המניות בשווקים המפותחים נרשמו על אף הצמצום של תכנית ההרחבה הכמותית בארה"ב (Tapering) עד לסיומה המלא באוקטובר, וברקע להן היו, בין היתר, הרחבות כמותיות בגוש האירו וביפן וחוזק יחסי של המשק האמריקני. גורמים אלו אף הביאו להתחזקות חדה של הדולר מול כל המטבעות, בעיקר במחצית השנייה של השנה. במקביל ירד מחיר הנפט ירד במידה ניכרת, על רקע ירידת הביקוש העולמי מחד גיסא וגידול של היצע הנפט מאידך. הסביבה הכלכלית העולמית התאפיינה בשיעורי אינפלציה שירדו במהלך השנה אל מתחת ליעדי האינפלציה של בנקים מרכזיים רבים – סיכון מרכזי בחלק מהמשקים.

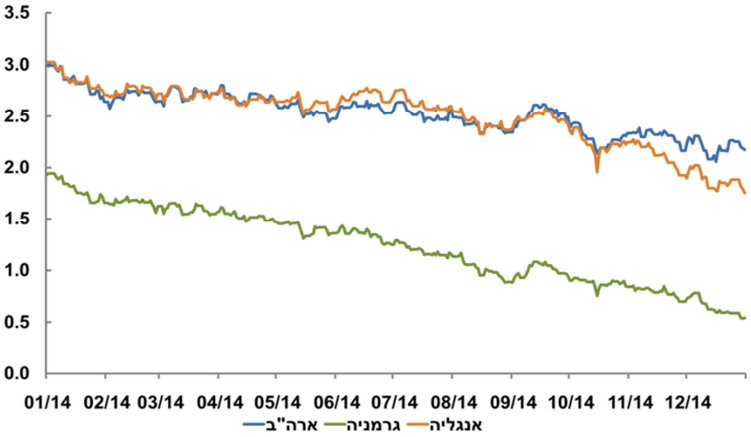
במהלך המחצית הראשונה של השנה נרשמו עליות שערים בשוקי המניות וירידה של תשואות האג"ח הממשלתיות, על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה בעולם, וזאת על אף תהליך צמצום ההרחבה הכמותית בארה"ב. **במהלך המחצית השנייה של השנה,** על רקע התגברות סימני החולשה באירופה וביפן, ובכללם נתוני מקרו חלשים ושיעורי אינפלציה נמוכים, התעצם השוני בהתפתחות (decoupling) בינן לבין ארה"ב המתחזקת, והתבטא בביצועי יתר בארה"ב לעומת מסחר תנודתי באירופה וביפן. **החל מחודש יוני** ירד מחיר חבית נפט (מסוג Brent) ירידה חדה – מ-105 דולרים 55 דולרים בלבד בסוף השנה, על רקע ההאטה בביקוש ועליית ההיצע. מגמות אלו נבעו בין היתר מהמשך ההאטה בסין, ממהפכת האנרגיה בארה"ב, ומהחלטה של ארגון OPEC שלא לצמצם את היצע הנפט. הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית הושפעה במהלך השנה גם מהחרפת המשבר הגאופוליטי ברוסיה-אוקראינה, שהביא להתגברות שנאת הסיכון בקרב המשקיעים.

במקביל להתפתחויות הפיננסיות נמשכה ההאטה של הכלכלה הריאלית במרבית מדינות העולם – בעיקר באירופה, ביפן ובמשקים המתעוררים. באוקטובר עדכנה קרן המטבע את תחזית הצמיחה העולמית כלפי מטה. לפי תחזית זו צפוי המשק העולמי לצמוח ב-2014 בכ-3.3%, מתחת למגמה ארוכת הטווח. זאת בעיקר בגלל החולשה הנמשכת בשווקים המתעוררים וחזרתם של משקים שונים באירופה ושל המשק היפני למיתון. שיעור הצמיחה העולמי ב-2015 צפוי להיות 3.8%.

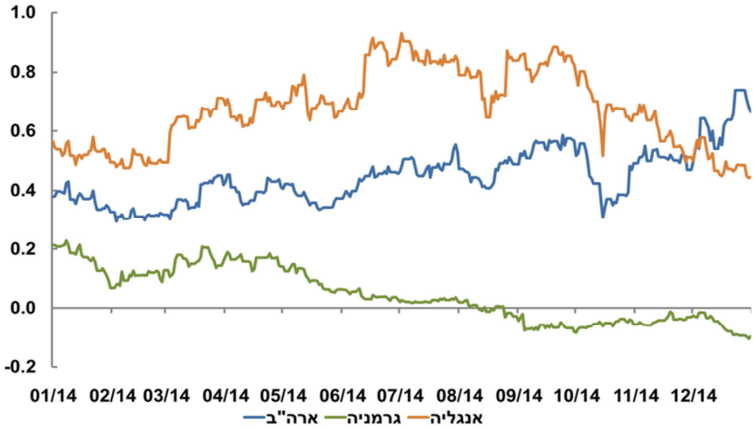
בארה"ב סיים ה-Fed באוקטובר את תכנית ההרחבה הכמותית, זאת לאור השיפור בנתוני המקרו, ובפרט בנתוני שוק התעסוקה, שבו נרשמה תוספת חודשית ממוצעת של כ-215 אלף משרות וירידה של שיעור האבטלה מ-6.7% ל-5.8% בלבד.

על אף צמצום ההרחבה הכמותית ירדה תשואת האג"ח הממשלתית של ארה"ב ל-10 שנים בשנת 2014 מ-3% ל-2.2%. זאת מכמה סיבות: עודפי הנזילות בשווקים, המדיניות המוניטרית המרחיבה בעולם, רמת התשואות הנמוכה באירופה בכלל ובמשקי הפריפריה בפרט, גידול הביקוש לשטרי אוצר אמריקניים מצד בנקים מרכזיים בעולם (ביניהם זה של סין) והתחזקות הדולר. לעומת זאת עלתה התשואה על אג"ח לשנתיים מ-38 ל-66 נ"ב, וזאת על רקע הערכת השוק כי תיתכן העלאת ריבית בארה"ב בתקופה הקרובה.

איור 4: תשואות האג"ח הממשלתיות ל-10 שנים – ארה"ב, גרמניה ואנגליה, 2014



איור 5: תשואות אג"ח ממשלתיות לשנתיים – ארה"ב גרמניה ואנגליה , 2014



מזג האוויר הסוער בארה"ב בתחילת השנה הביא להרעה משמעותית בנתונים הכלכליים (התעסוקה, הנדל"ן, הייצור והמכירות), ולצמיחה שלילית של 2.1%[21] ברבעון הראשון. בעקבות חולשה זו הורידו בתי ההשקעות את תחזית הצמיחה של ארה"ב ל-2014 מ-3% ל-1.7% בלבד. אולם עם ההתאוששות בהמשך השנה עלו שיעורי הצמיחה משמעותית ברבעונים הבאים, וקצב הצמיחה השנתי בסוף 2014 עמד על 2.5%.

בגוש האירו, על רקע החולשה הכלכלית, שהתבטאה בנתוני צמיחה חלשים ובנתוני אינפלציה נמוכים, הוריד הבנק המרכזי את ריבית הפיקדונות לרמה שלילית, החל בתכנית רכישת ABS ו-Covered Bonds, והודיע כי בכוונתו להגדיל את המאזן בטריליון אירו נוספים. בעקבות כל אלה ירדה רמת התשואות בגוש במהלך השנה ירידה ניכרת, ובגרמניה ירדה התשואה ל-10 שנים מ-1.9%

[21] שיעורי הצמיחה המוזכרים בפרסום זה הם רבעון לעומת הרבעון הקודם במונחים שנתיים, אלא אם כן נכתב במפורש אחרת.

ל-0.6% (איור 4). במקביל נמשכה הצטמצמות המִרווחים בין מדינות הליבה למדינות הפריפריה, בין היתר על רקע הצהרת ה-ECB כי הבנק מחויב להבטיח את יציבות הגוש.

כלכלת אירופה המשיכה להיחלש, עם רמות צמיחה הנמוכות מ-1%. השנה איבדה גם גרמניה מכוחה: שיעור הצמיחה ברבעון השלישי היה 0.1% בלבד, וזאת לאחר 0.1%- ברבעון השני. תחזית הצמיחה של גוש האירו ל-2014 עודכנה בשנתיים האחרונות כלפי מטה, ובאוקטובר הורידה קרן המטבע את התחזית ל-2014 מ-1.4% ל-0.8% בלבד, עם תחזית אופטימית יותר, על 1.35%, ל-2015. על אף הריבית האפסית ותכניות ההרחבה הכמותיות נותרה רמת האינפלציה נמוכה, ולכן היא ממשיכה להדאיג את קובעי המדיניות באירופה. שיעור האינפלציה ירד מ-0.8% בתחילת השנה ל-0.2%- בלבד כיום. הירידה של מחירי האנרגיה אמנם תומכת בצמיחה, אך מקשה גם היא על עליית שיעור האינפלציה.

על רקע חולשת המשק האירופי והחוזק היחסי של המשק האמריקני נחלש האירו ב-2014 מול המטבעות העיקריים בשיעור של עד 14%[22] והגיע לרמת שפל מול הדולר, הנמוכה ביותר מאז 2006. המטבעות המרכזיים היחידים שמולם האירו התחזק ב-2014 היו הקורונה הנורווגית והשוודית, אשר מולן יוסף האירו בשיעורים של 7.7% ו-6.1%, בהתאמה. זאת על רקע הירידה החדה של מחירי האנרגיה, שפגעו בכלכלה הנורווגית, וההאטה הכלכלית והאינפלציה השלילית בשוודיה, שהניעו את הבנק המרכזי שלה להוריד את הריבית במהלך השנה[23] .

ביפן, הגדיל הבנק המרכזי במהלך השנה את תכנית רכישות האג"ח מיעד של 60–70 טריליוני יין בשנה (עליה הוכרז בפברואר) ליעד של 80 טריליונים בשנה (עליה הוכרז באוקטובר). רכישות הבנק המרכזי, אשר כשני שלישים מהן הן רכישות של ההנפקות הממשלתיות, נועדו להזרים נזילות לשוק, להביא לפיחות, לעודד צריכה ולשמור על תשואות האג"ח הממשלתיות ברמות נמוכות. ואכן, תשואת האג"ח הממשלתית ל-10 שנים ירדה במהלך השנה מ-0.7% ל-0.3% בלבד. עם זאת, היצוא לא גדל על אף פיחות של 12% במהלך שנת 2014 והירידה החדה של מחירי הנפט.

ברבעון השני של 2014 העלתה ממשלת יפן את שיעור המע"מ מ-5% ל8% כחלק מתכנית הרחבה של הממשלה לשיפור המצב הפיסקלי של המדינה. עליית המס הביאה להתכווצות חדה של שיעור הצמיחה, ב-6.7% ברבעון השני, והנתון השלילי ברבעון השלישי, 1.9%- , החזיר את המשק היפני למיתון. על רקע העלאת המע"מ עלה שיעור האינפלציה (ללא מזון טרי ואנרגיה) מ-0.3% ל-1.8%, כשברקע שיעור חוב של כ-240% תוצר והשינויים המבניים וההרחבה הפיסקלית טרם יצאו אל הפועל.

[22] מול הדולר.
[23] מ-0.75% ל-0%.

באנגליה צמח המשק בקצב מהיר, יחסית לאירופה, קצב שעלה מ-2.4% ברבעון הראשון (yoy) ל-2.7% ברבעון הרביעי. להתבטאויותיו של נגיד הבנק המרכזי, מרק קרני, הייתה השנה השפעה רבה על השווקים הפיננסיים. בחודש מאי הוא ביטא אפשרות של העלאת ריבית עוד בשנת 2014, אך בהמשך השנה אמר שהמצב הכלכלי פחות טוב משנראה, ולכן השווקים דחו שוב את תמחורה של העלאת הריבית הראשונה באנגליה. תחזיות הצמיחה של הבנק ל-2015 ו-2016 ירדו ב-0.2% – ל-2.8% ו-2.6%, בהתאמה – והאינפלציה צפויה לעמוד על פחות מ-1%, לאחר ירידתה ב-2014 מ-2% ל-0.5% בלבד. בסיכום שנתי ירדה התשואה על אג"ח של ממשלת בריטניה ל-10 שנים מ-3% ל-1.8%.

סין המשיכה בשנת 2014 לנקוט צעדים לשינויים מבניים הנחוצים לשמירת צמיחה יציבה ובת קיימא, תוך ניסיון שלא להחריף את ההאטה שנבעה מיישום שינויים אלה.
קצב הצמיחה עמד ברבעון השלישי על 7.3% (שנתי)[24]. חלקו של רכיב ההשקעה בתוצר המשיך להתמתן, בעיקר בעקבות ירידת ההשקעה בנדל"ן ובתשתיות, בעוד שחלקיהם של רכיבי הצריכה המקומית והיצוא נטו גדל. במקביל הגיעה האינפלציה לשפל של שש שנים, מה שאיפשר לקובעי המדיניות לנקוט מדיניות מוניטרית מרחיבה אך ממוקדת, כדי שלא להעלות את הרמות הגבוהות של החוב.

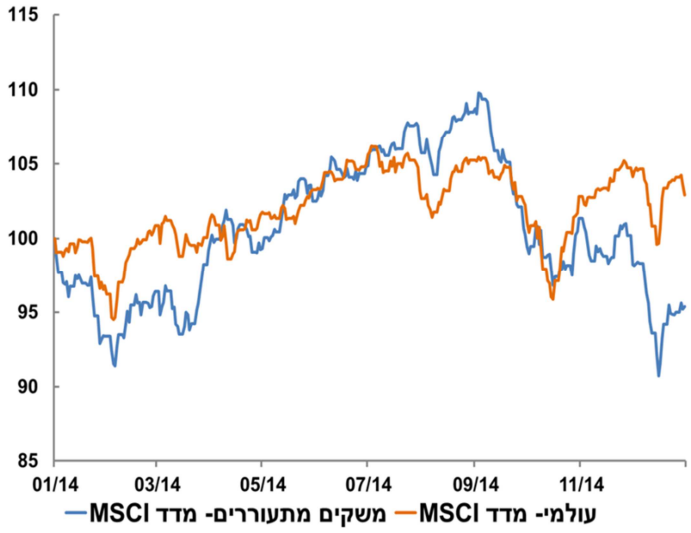
במשקים המתעוררים התאפיינה שנת 2014 בצמיחה חלשה יחסית. הפעילות הכלכלית באזורים המרכזיים הייתה מתחת למגמה של שלוש השנים האחרונות. תחילת השנה התאפיינה בגירעון חיצוני גדל וברמות אינפלציה גבוהות. מאפיינים אלו יצרו סביבה רגישה לזעזועים חיצוניים, מה שהתבטא עם תחילת ה-Tapering ועליית התשואות בארה"ב. כתוצאה מהידוק התנאים הפיננסיים והנזילות בשווקים אלו במחצית השנייה של 2013, ועמו ההאטה בסין וההאטה בהיקפי הסחר העולמי, הייתה מחצית הראשונה של 2014, במשקים המתעוררים, התקופה הגרועה ביותר מאז המשבר הפיננסי. בהמשך השנה היה שיפור מסוים, הודות לשיפור הניכר במאזן החיצוני, התאוששות המשק של ארה"ב, הירידה החדה באינפלציה וצעדי המדיניות המרחיבים שנקטו הבנקים המרכזיים באירופה וביפן. הירידה באינפלציה איפשרה חופש פעולה גדול יותר לקובעי המדיניות במשקים המתעוררים, ובחלק מהם ננקטה מדיניות מוניטרית מרחיבה והוצגו רפורמות מבניות חדשות.

עם זאת, ניכרת שונות גדולה בין הכלכלות השונות של שווקים אלה, וגם השפעותיהן של ההתפתחויות הגלובליות עליהן שונות. כך, למשל, התחזקות הדולר תומכת במדינות מוטות היצוא, ואילו ירידת מחירי האנרגיה תומכת במדינות מוטות היבוא. נראה כי המפתח להצלחה בהתמודדות עם המציאות המשתנה נמצא ביכולתם של המשקים השונים ליישם רפורמות מבניות מתאימות.

[24] זאת לאחר 7.4% ברבעון הראשון ו-7.5% ברבעון השני.

בשווקים הפיננסיים – התאוששותה של ארה״ב לא השפיעה לחיוב על השווקים הפיננסיים במשקים המתעוררים. מטבעותיהם נחלשו מול הדולר, ומדד המניות לשווקים המתעוררים של MSCI ירד ב-4.6%, לעומת עלייה של 3% במדד המקביל של המשקים המפותחים. מנגד, מחירי הנמוכים של הסחורות והמדיניות המוניטרית המרחיבה והמתמשכת איפשרו סביבה חיובית עבור האג״ח הממשלתיות של המשקים המתעוררים. מאז חודש נובמבר, עם העלייה בשנאת הסיכון על רקע המתיחות מול רוסיה, החלה יציאת הון מהמשקים המתעוררים.

איור 6: ביצועים של מדדי MSCI העולמי ושל המשקים המתעוררים בשנת 2014



לוח 3: אינדיקטורים עיקריים למדינות ההשקעה

סוף 2014

	ארה״ב	אירופה	אנגליה	נורווגיה	דרום קוריאה	סין	קנדה	סינגפור
החוב הציבורי נטו ביחס לתוצר	80.8	90.9 *	83.9	-211.7	34.9	40.7	38.7	-
השיעור השנתי של צמיחת התוצר	2.4	0.9	2.7	2.2	2.7	7.3	2.8	2.1
שיעור השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן	0.8	-0.2	0.5	2.1	0.8	1.5	1.5	-0.1
שיעור האבטלה	5.6	11.3	5.7	3.7	3.5	4.1	6.7	1.9
החשבון השוטף כאחוז מהתוצר	-2.2	2.2	-5.6	9.5	6.1	2.1	-2.2	19.1
ריבית הבנק המרכזי	0.25	0.05	0.5	1.25	2.0	5.6	1	-

* הנתון ל-2013

סוף 2013

	ארה״ב	אירופה	אנגליה	נורווגיה	דרום קוריאה	סין	קנדה	סינגפור
החוב הציבורי נטו ביחס לתוצר	80.4	90.9	82.5	-207.0	33.3	39.4	37.6	-
השיעור השנתי של צמיחת התוצר	2.2	0.4	2.4	2.2	3.7	7.6	2.3	5.4
שיעור השינוי השנתי במדד המחירים לצרכן	1.5	-0.8	2.0	2.0	1.1	2.5	1.2	1.5
שיעור האבטלה	6.7	11.9	7.2	3.6	3.1	4.1	7.2	1.8
החשבון השוטף כאחוז מהתוצר	-2.3	2.2	-4.5	9.8	6.2	1.9	-3.0	17.9
ריבית הבנק המרכזי	0.25	0.25	0.5	1.5	2.5	6.0	1	-

ג. תשואת ההחזקה של היתרות בשנת 2014

1. תשואת תיק היתרות

תשואת ההחזקה של היתרות במונחי נומרר הסתכמה בשנת 2014 ב-1.28%, גבוהה מזו שהתקבלה בשנה שעברה וקרובה לתשואה הממוצעת בשנים שלאחר פרוץ המשבר(2009–2014), 1.44%.

לוח 4: ביצועי התיק לעומת הסמן, 2005 עד 2014

(אחוזים, במונחי נומרר)

	התשואה		תוספת התשואה
	(1) התיק בפועל	(2) הסמן	(1)-(2) סך כל תרומת הניהול
2005	**2.64** (0.60)	**2.44** (0.67)	**0.21** (0.12)
2006	**3.83** (0.73)	**3.70** (0.79)	**0.12** (0.14)
2007	**6.91** (1.37)	**6.91** (1.50)	**0.00** (0.25)
2008	**5.95** (1.42)	**6.14** (1.46)	**-0.19** (0.53)
2009	**1.91** (0.60)	**0.81** (0.65)	**1.10** (0.22)
2010	**1.73** (0.57)	**1.19** (0.36)	**0.54** (0.53)
2011	**1.28** (0.80)	**1.07** (0.39)	**0.21** (0.71)
2012	**1.59** (0.57)	**0.42** (0.17)	**1.17** (0.52)
2013	**0.87** (0.80)	**0.07** (0.16)	**0.80** (0.74)
2014	**1.28** (0.85)	*** 0.22** (0.09)	**1.06** (0.88)
העשור האחרון 2005-2014	**2.78**	**2.27**	**0.50**
מאז המשבר 2009-2014	**1.44**	**0.63**	**0.81**

בסוגריים - סטיות התקן של התשואות השבועיות במונחים שנתיים

* במארס 2014 קוצרה אריכות הסמן מ-10 ל-6 חודשים. שינוי זה, הוסיף כ-24 נ"ב לניהול הפעיל.

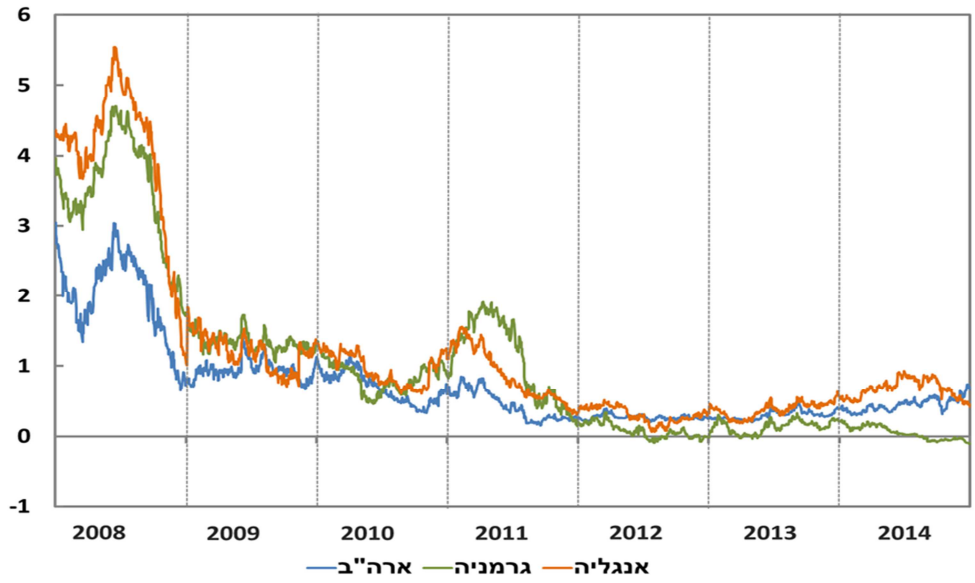
תשואת ההחזקה של הסמן הסתכמה השנה ב-0.22%, גם היא גבוהה ביחס לשנה הקודמת, אך נמוכה מהממוצע בעשור האחרון ומהממוצע בשנים שלאחר פרוץ המשבר – 2.27% ו-0.63%, בהתאמה.

הסמן משמש, כאמור, אמת מידה למדידת תשואת הניהול הפעיל, וזו הסתכמה השנה ב-1.06%, מן הגבוהות בעשור האחרון.

הרמה הנמוכה של תשואת הסמן מיוחסת בעיקר לאריכותו הקצרה ביחס לשנים קודמות, אשר עמדה החל ממארס על שישה חודשים בלבד, כך שהאריכות הממוצעת עמדה השנה 6.7 חודשים, לעומת 9.6 חודשים בשנה הקודמת.

במקביל לקיצור אריכותו של הסמן הוגדלה כאמור אריכות תיק היתרות, במסגרת ההקצאה האסטרטגית. זאת לאחר שבשנים הקודמות נשמרה בתיק אריכות קצרה – תגובה לתהליך הירידה המשמעותית של עקומי התשואה בשווקים רבים בעולם והגעתם לרמות שפל שלא היו כמותן מאז 2008. השמירה על אריכות נמוכה בתיק בשנים האחרונות[25] אמנם צמצמה את הסיכון של תשואה שלילית בו במקרה של עלייה בתשואות לפדיון, אך הביאה להקטנת ההכנסה השוטפת מריבית והגבילה את רווחי ההון מירידת התשואות.

איור 7: התשואות של אג"ח ממשלתיות לשנתיים – ארה"ב, גרמניה ואנגליה, 2008 עד 2014 (אחוזים)

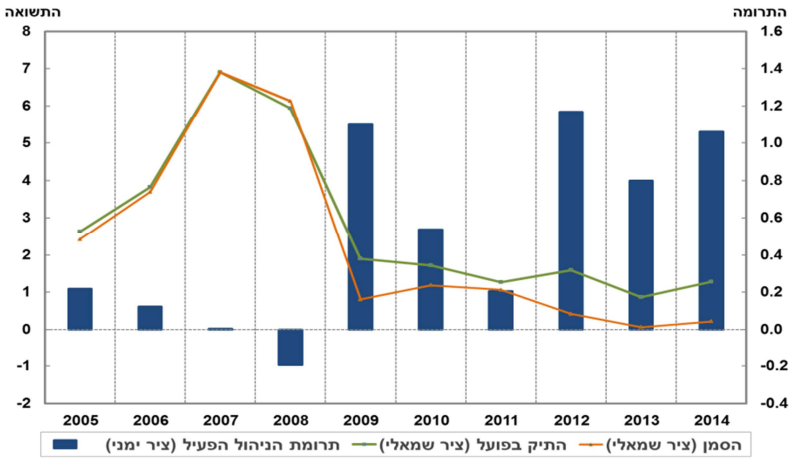


[25] מ-2009 עד תחילת 2014.

2. תרומת הניהול הפעיל

איור 8: שיעור התשואה ותרומת הניהול הפעיל*, 2005 עד 2014

(אחוזים, במונחי נומרר)



*קיצור אריכות הסמן מ-10 ל-6 חודשים, במארס 2014, הוסיף כ-24 נ"ב לניהול הפעיל.

השקעתן של יתרות מטבע החוץ הניבה השנה תשואה גבוהה ב-1.06% מתשואת הסמן. הפרש תשואה זה מייצג את תרומת הניהול הפעיל של היתרות, המושקעות בנכסים מסוגים שונים ובמדינות נוספות על אלו הנכללות בסמן[26], 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 להרכב הסמן יכול לבוא לידי ביטוי במאפיינים שונים – ביניהם ההרכב המטבעי, ההרכב הנכסי, האריכות ופיזור התקופות לפירעון.

תרומת הניהול הפעיל מורכבת ממספר רכיבים כאשר שני רכיבים עיקריים תרמו משמעותית לתשואה העודפת: ההשקעה במניות, שהניבה תרומה גבוהה של כ-67 נ"ב לתשואת התיק, והניהול הפעיל של התיקים במטבעות הנומרר, שהניב כ-35 נ"ב, כאשר הבחירה לפזר את הנכסים בתיק היתרות באריכות שונה מזו של הסמן היא המשמעותית ברכיב זה (לוח 5).

לוח 5: תרומת הניהול הפעיל לפי רכיבים

(נקודות בסיס, במונחי נומרר)

	2014	2013	2012
הניהול הפעיל בתיקים במטבעות הנומרר (נכסי, אריכות ופיזור מול הסמן)	35.3	7.9	42.9
ההשקעה במניות (ניהול חיצוני)	66.7	133.8	13.2
תיקים מטבעיים אחרים (חשיפה אסטרטגית)	5.2	-62.3	45.3
התרומה נכסית (כולל פוזיציות אריכות ופיזור)	*6.5*	*10.9*	*25.7*
התרומה מטבעית	*-1.3*	*-73.2*	*19.6*
השקעה ב-GNMA, פוזיציות אחרות ושארית	-0.8	0.3	15.5
סה"כ	**106.4**	**79.8**	**116.9**

[26] במסגרת דרגות החופש שניתנו למנהלי היתרות.

2.א. תרומת ההשקעה במניות

ההשקעה במניות תרמה את התרומה העיקרית לתשואת הניהול הפעיל – 67 נ"ב. עם כניסתו לתוקף של חוק בנק ישראל, ביוני 2010, הורחב מִגוון הנכסים הפיננסיים המותרים להשקעת יתרות מטבע החוץ, ובתוכם מניות. בבדיקה שנערכה בבנק ישראל ובעבודות שונות שנעשו בתחום זה בעולם נמצא כי העברת חלק מתיק השקעות שכולו מושקע במכשירי חוב למניות 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 בשנים האחרונות – בסביבת התשואות הנמוכות לפדיון, שבה ההכנסה השוטפת נמוכה מאוד. בסביבה כזאת בתיק שרובו מושקע במכשירי חוב כרוך סיכון משמעותי להפסדים כשהתשואות לפדיון יתחילו לעלות. כמו כן ראוי לציין כי ההשקעה במניות היא לטווח ארוך, מאופיינת בתנודתיות גבוהה ועלולה להניב הפסדים בטווח הקצר.

הקווים המנחים להשקעת היתרות מתירים השקעה במניות עד ל-12% מסך היתרות. בהתאם לכך השקיע בנק ישראל במניות, לראשונה בשנת 2012 במניות השוק האמריקאי וזאת בשיעור של 3% מהיתרות. ההשקעה במניות מתבצעת באמצעות מנהלים חיצוניים ומנוהלת פסיבית; משמע שתיק המניות עוקב אחר מדדי מניות מוכרים ובעלי כיסוי רחב של שוקי המניות במדינות שבהן הוחלט להשקיע. במהלך 2013 הורחבה השקעה זו, והתווספה השקעה במדדי מניות באירופה – באנגליה, בגרמניה ובצרפת – ובסך הכול לקראת סוף שנת 2013 הושקעו במניות אלו6% מהיתרות. גם במהלך 2014 הורחבה ההשקעה במניות, לאחר שבמסגרת ההקצאה האסטרטגית לשנה זו החליטה הוועדה המוניטרית להקצות לכך 8% מתיק היתרות. בסוף השנה עמד משקל המניות בתיק על 8.2% (לוח 6 ואיורים 9–10).

לאורך השנה נצפתה תנודתיות במדדי המניות (איור 11). עם זאת, בסיכומה של השנה הניבה ההשקעה במניות[27] תרומה חיובית ומשמעותית, שהיוותה את עיקר התשואה העודפת בתיק היתרות.

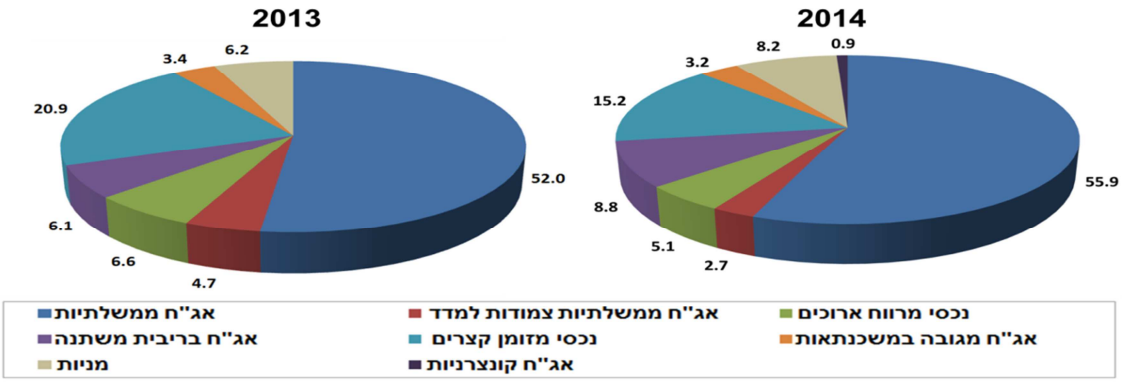
לוח 6: מדדי המניות[28], סיכום 2014

	אחוז ההחזקה בסוף 2014	שיעור עליית המדד ב-2014	שיעור עליית המדד מתחילת ההשקעה
ארה"ב	5.5%	12.5%	58%
אנגליה	1.1%	0.5%	8%
צרפת	0.2%	4.0%	16%
גרמניה	1.4%	3.3%	20%
סה"כ	**8.20%**		

[27] 7.8% בממוצע על פני השנה.
[28] מדדי מניות MSCI לכל אחת מהמדינות.

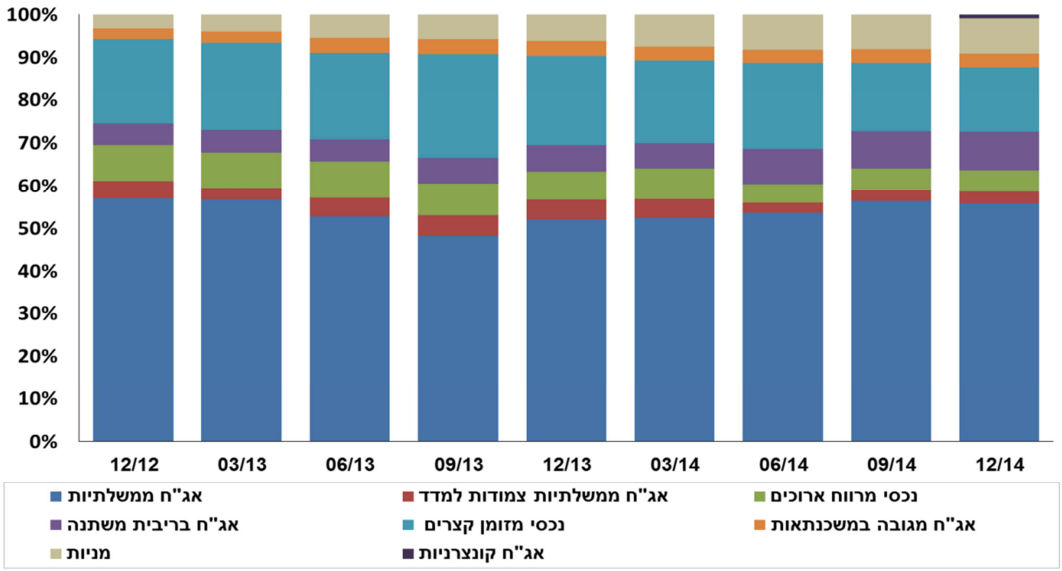
איור 9: ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות, 2013[29] עד 2014

(אחוזים, סוף שנה)



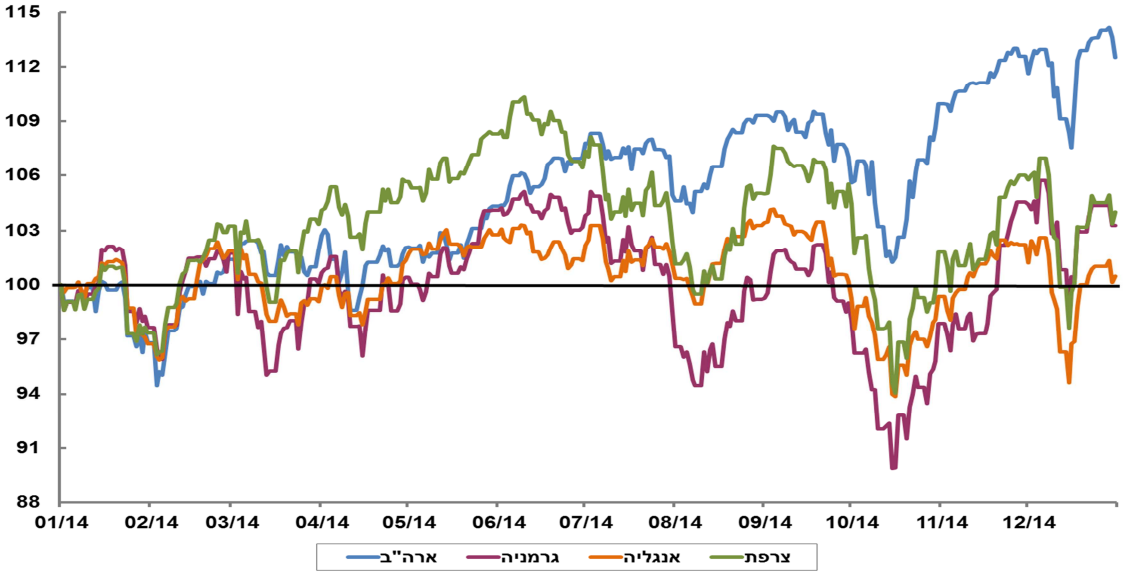
איור 10: ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות, 2014

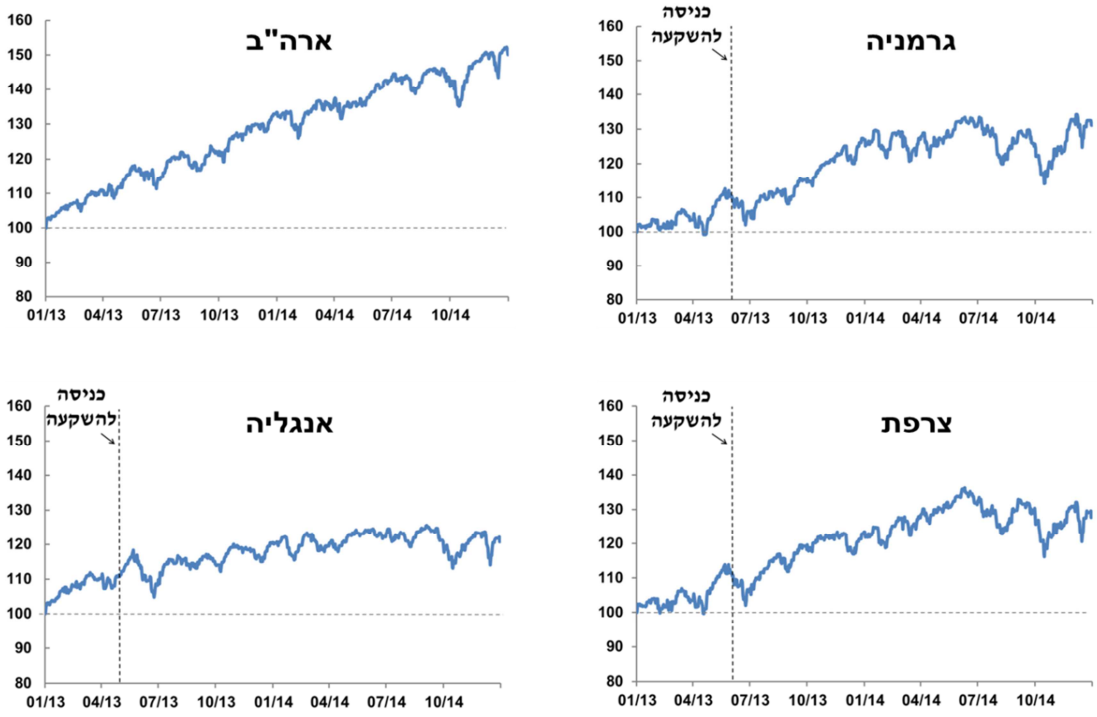
(סוף תקופה)



[29] בדיווח השנתי ל-2013 , חלק מרכיב האג"ח הממשלתיות הצמודות למדד נכלל בקבוצת האג"ח הממשלתיות.

איור 11: מדדי מניות בארה"ב, באנגליה, בגרמניה ובצרפת, 2014





על פי ממצאים אמפיריים רבים שתועדו במחקרים, פיזור בין-לאומי של השקעה במניות עשוי לשפר את יחס התשואה-סיכון. אף שהאינטגרציה של השווקים בעולם גברה בשנים האחרונות, פיזור בין-לאומי של ההשקעות צפוי לתרום לשיפור של יחס הסיכון-תשואה של התיק. על כך מעידים הבדלים ניכרים בעוצמת התגובה של השווקים השונים למשבר הפיננסי ובהתנהגותם בתהליך היציאה מהמשבר.

לאור זאת הוועדה המוניטרית אישרה לבחון, במסגרת ההקצאה האסטרטגית לשנת 2015, את פיזור ההשקעה במניות לשווקים נוספים על שוקי מטבעות הנומרר – שוקי המניות ביפן, דרום קוריאה והונג קונג.

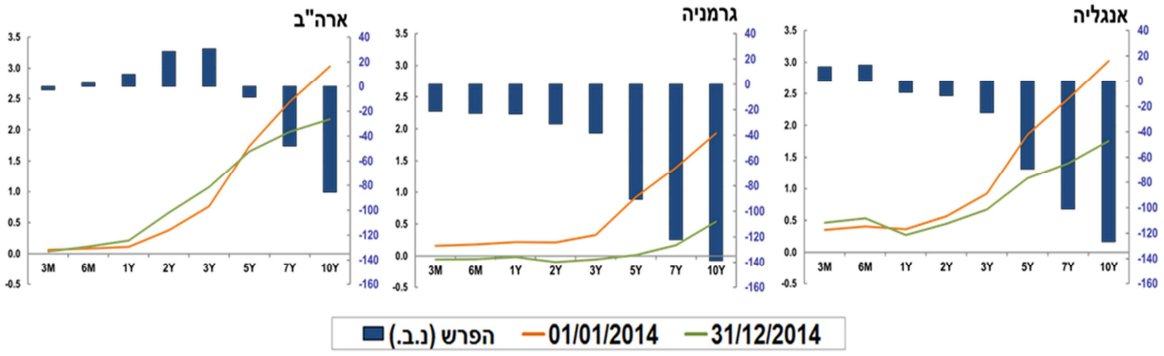
2.ב. תרומת הניהול הפעיל בתיקים במטבעות הנומרר

הניהול הפעיל בתיקי הנומרר, הניב השנה כ-35 נ"ב לתשואה העודפת. זוהי בעיקר תוצאה של ההחלטה להשקיע את היתרות באריכות שונה מאריכות הסמן ושל ההחלטה לפזר את הנכסים באופן שונה על פני העקום בהשוואה לסמן – שלא כמו בשנים הקודמות, שבהן תרומת רכיב זה הייתה נמוכה יותר.

אריכות התיק הייתה השנה גבוהה מזו של הסמן, בעקבות קיצור אריכות הסמן החל מחודש מארס והגדלת אריכות התיק במסגרת ההקצאה האסטרטגית. כך, התיק נהנה מאריכות ארוכה ביחס לסמן שעמדה השנה בממוצע על 12 חודשים לעומת השנה שעברה בה אריכות התיק ואריכות הסמן היו דומות מאוד – בממוצע 10 חודשים.

החזקת אריכות גבוהה בתיק ביחס לסמן הניבה השנה תשואה שוטפת גבוהה יותר, בעיקר בתיק הדולר, שהרי התשואות היו גבוהות יותר בטווחים הארוכים. נוסף על כך הניבה ירידת התשואות בכלל, ובפרט עד לרמות שליליות בתיק האירו, רווחי הון בתיק.

איור 12: השינוי בעקומי התשואות לפדיון של אג"ח ממשלתיות, ארה"ב, גרמניה ואנגליה, 2014



איור 13: מרווחי התשואות בין אג"ח ממשלתיות לשנתיים ול-5 שנים, 2014 (אחוזים)

ג.2. תרומת החשיפות האסטרטגיות

ההשקעה של היתרות במטבעות שאינם כלולים בנומרר ובסמן תרמה לתשואת הניהול הפעיל השנה כ-5 נ"ב.

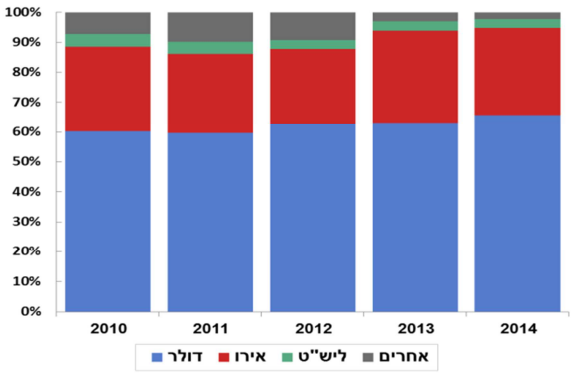
ב-2010 הוחלט להרחיב את פיזורו של תיק היתרות ולכלול בו גם חשיפה אסטרטגית[30] למשקים נוספים על אלו שבנומרר. כך נוספו השקעות באוסטרליה, קנדה, נורווגיה, שוודיה, סינגפור וקוריאה. בשנים 2010–2012 נהנה תיק היתרות מהתחזקות המטבעות האסטרטגיים, ומרווחי הון הודות לירידת תשואות האג"ח בחלק מהמשקים שבהם התווספה השקעה, אשר תרמו רבות לתשואה העודפת החיובית של היתרות.

בשנת 2013, על רקע היחלשות המטבעות הנוספים בתיק מול הדולר והאירו, צומצמו החשיפות האסטרטגיות בהדרגה.

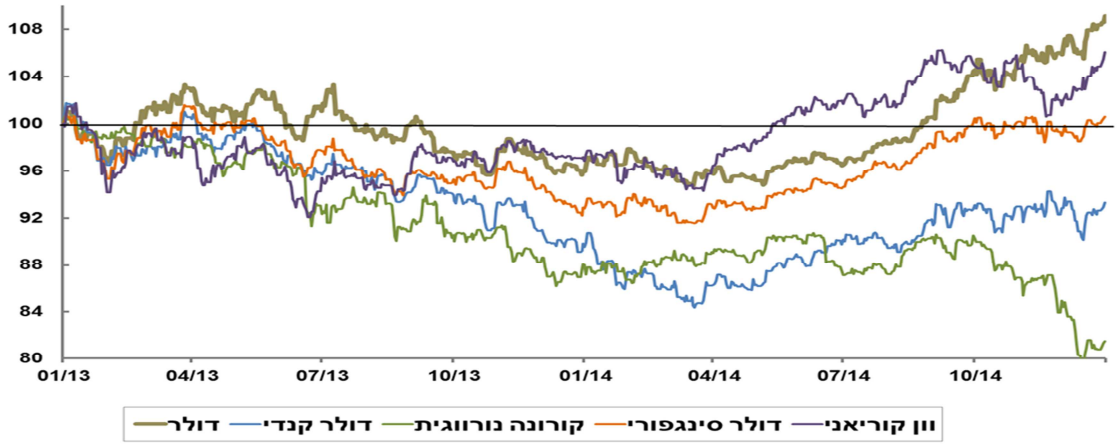
מגמת צמצום החשיפות האסטרטגיות למטבעות הסחורות נמשכה גם ברבעון הראשון של 2014[31]; זאת בעקבות המשך החולשה הכללית של מטבעות אלו בעולם.

יש לציין כי לאחר סגירת החשיפות, ברבעון השני של השנה, השתנתה שוב המגמה, וחלק מהמטבעות החלו להתחזק, מול האירו (איורים 15, 16).

איור 14: התפלגות מטבעית, סוף תקופה



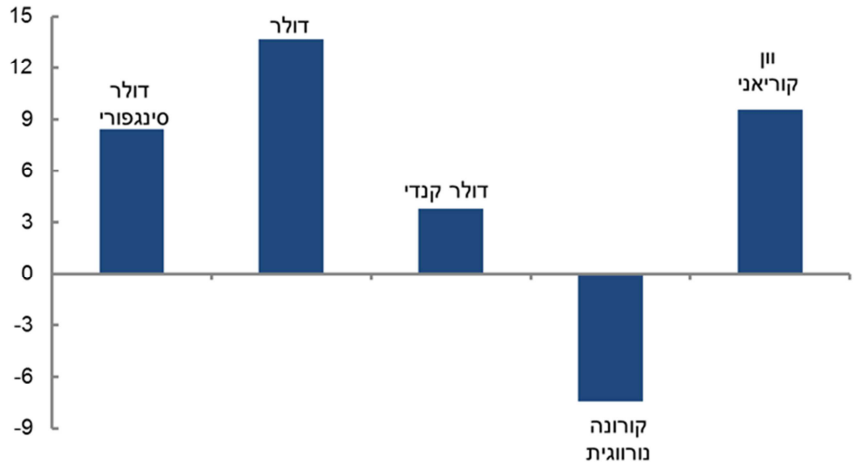
איור 15: שערי חליפין מול האירו, 2013 עד 2014



[30] מסגרת הקווים המנחים להשקעת היתרות קובעת כי ההרכב המטבעי של היתרות יכול לסטות מהרכב הנומרר ב-10% לכל היותר.

[31] ברבעון הראשון של השנה נסגרו החשיפות האסטרטגיות לקנדה ולסינגפור, שנוהלו מול האירו בהיקף של 1.3% מהיתרות.

איור 16: שערי חליפין מול האירו , שיעור השינוי בשנת 2014 (אחוזים)



בשנים האחרונות התחזק מעמדם של שוקי אסיה, ונראה כי הם הולכים ותופסים מקום משמעותי יותר בכלכלה העולמית. על רקע זה הוחלט בשנת 2014 להגדיל את החשיפה האסטרטגית לשווקים אלו.

לוח 7: ההתפלגות המטבעית של הנומרר ושל תיק היתרות

(סוף 2014, אחוזים)

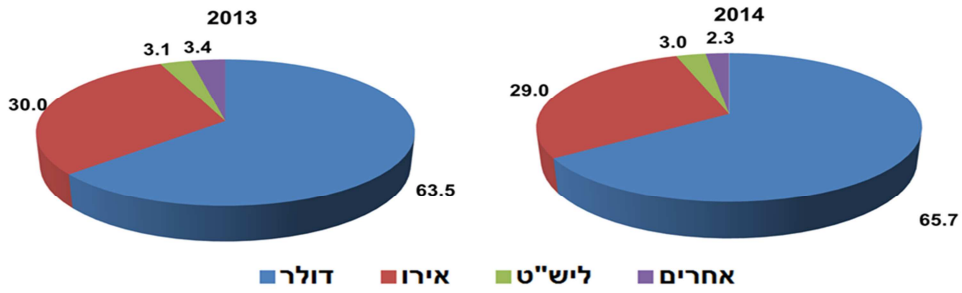
	הסטיה	הנומרר	התיק	
	0.0	65.7	65.7	USD
	-2.3	31.3	29.0	EUR
	0.0	3.0	3.0	GBP
	1.2		1.2	NOK
2.5 חשיפות אסטרטגיות	0.7		0.7	KRW
	0.5		0.5	CNH
	0.1		0.1	CNY
	-0.2		-0.2	OTHERS
		100	**100**	**סה"כ**

בסך הכל, לאורך השנה, משקלן הממוצע של החשיפות האסטרטגיות בתיק נשאר ברמה נמוכה – 2.2% מהיתרות, בדומה למשקלן בסוף השנה הקודמת[32] (2.8%).

[32] בעקבות תהליך צמצום החשיפות האסטרטגיות עמד משקלן הממוצע של החשיפות האסטרטגיות בשנת 2013 על 6.2% מהיתרות, לעומת 9.7% בתחילתה.

איור 17: ההתפלגות המטבעית, 2013 עד 2014

(אחוזים, סוף שנה)



לוח 8: החשיפות האסטרטגיות – סיכום הרווח,

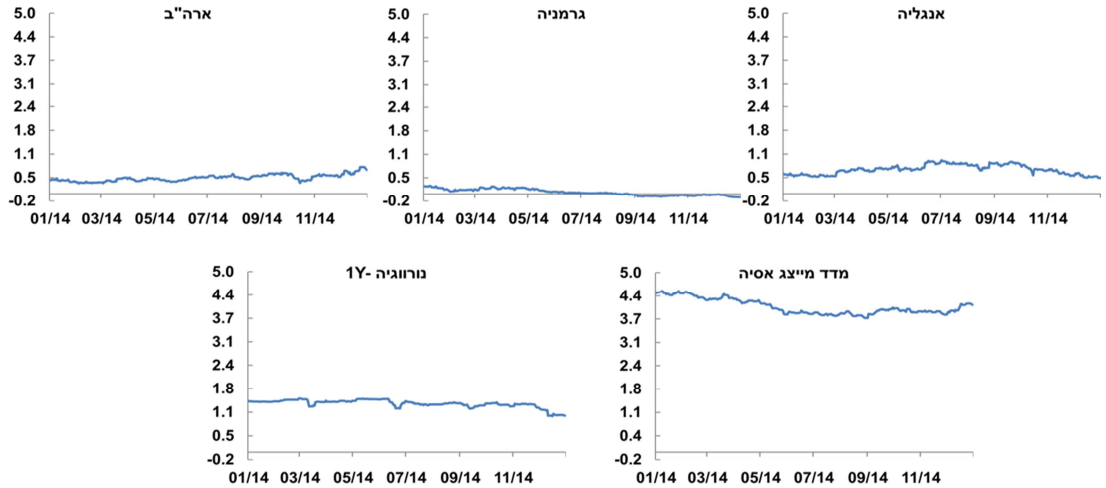
2010 עד 2014 (אחוזים)

	התרומה המטבעית	התרומה הנכסית	סה"כ
2010	0.44	0.03	0.47
2011	0.05	0.21	0.26
2012	0.20	0.26	0.46
2013	-0.73	0.11	-0.62
2014	-0.01	0.07	0.05
סה"כ	**-0.05**	**0.68**	**0.62**

הניהול הפעיל של החשיפות האסטרטגיות הוסיף לתשואה העודפת כ-5 נ"ב. זאת לעומת תוספת של 57 נ"ב שהניבה ההשקעה המצטברת בפוזיציות אלו בשנים 2010 עד 2013.

התרומה החיובית שהניבו החשיפות האסטרטגיות השנה מיוחסת כולה לניהול הנכסי שקוזז מעט על ידי הפסד מטבעי. עקומי התשואות בשוקי האג"ח של המדינות הנוספות שבהן הושקעו היתרות היו גבוהים מאלו של שוקי האג"ח שבסמן, והן הושקעו באריכות גבוהה מזו של התיקים שבמטבעות הנומרר. לפיכך הניבו נכסי מדינות אלו בתיק היתרות תשואה שוטפת גבוהה יותר. זאת נוסף על רווחי ההון שהניבה ירידת התשואות בשווקים אלו (איור 18).

איור 18: תשואות האג"ח הממשלתיות לשנתיים, 2014 (אחוזים)



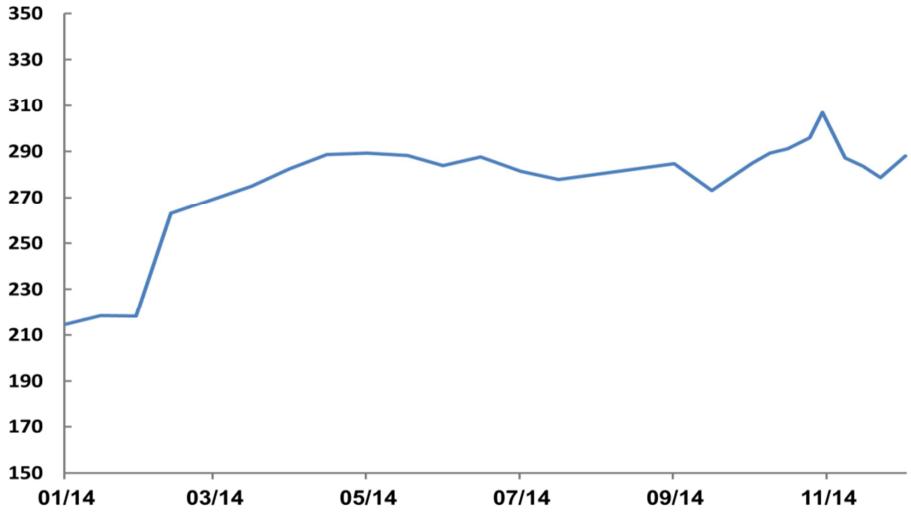
3. CVAR ומדדי תשואה- סיכון

מדד הסיכון **$CVaR_p$ (Conditional Value at Risk)** מודד את רמת הסיכון במונחי תוחלת ההפסד של תיק ההשקעה בטווח זמן מסוים ובהסתברות מסוימת (p).

ראוי לציין כי מדד **$CVaR_p$** הוא מדד ex ante, המושפע משינויים בהחזקות התיק ובתנודתיות הנכסים שבו.

במטרה להגביל את ההפסד הפוטנציאלי נקבע פרופיל הסיכון של היתרות כך שבהינתן 5% של התוצאות הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד, ה-**$CVaR_{5\%}$**[33] , לא יעלה על 400 נ"ב באופק של שנה. כאמור, ההקצאה האסטרטגית שקבעה הוועדה, נעשתה תחת מגבלת **$CVaR_{5\%}$** של 300 נ"ב. בתחילת שנת 2014, ה-**$CVaR_{5\%}$** של התיק היה גבוה מעט מ-200 נ"ב, ובהמשך לשינויים שבוצעו במבנה התיק במסגרת ההקצאה האסטרטגית, ה- **$CVaR_{5\%}$** גדל ונע רוב השנה סביב 300 נ"ב.

איור 19: מדד CVaR5% של תיק היתרות, 2014 (נ"ב)



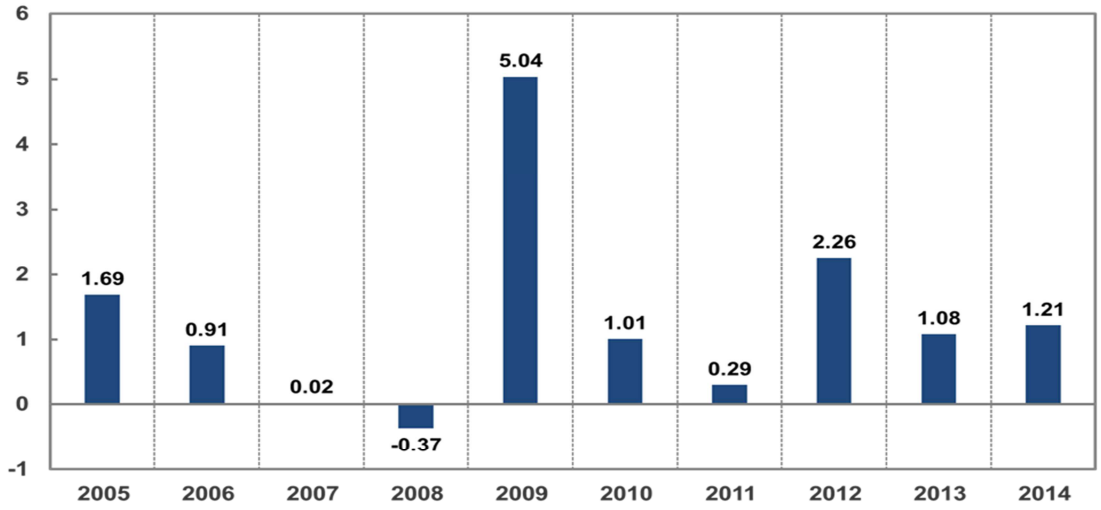
המקור: BarraOne

[33] אם התפלגות היתרות היא נורמלית הרי ש- CVaR5% שווה ל-2.1 סטיות תקן של התפלגות התשואות החזויה על התיק.

תנודתיות תיק היתרות הייתה גבוהה ביחס לאלו שנצפו בחמש השנים הקודמות (0.85%), וזאת בזכות הגדלת רכיב המניות ביתרות. לעומת זאת, תנודתיות הסמן הייתה הנמוכה בעשור (0.09%), ושיקפה את אריכותו הנמוכה ביחס לשנים הקודמות (לוח 4). את התשואה שהניבה השקעת התיק ביחס לסיכון שנלקח לצורך ההשקעה מקובל לבחון בעזרת מדדי תשואה-סיכון שונים.

יחס ה-**IR, Information Ratio** מקובל לבחינת תרומת הניהול הפעיל ביחס לסיכון שנלקח לשם כך ושווה ליחס התשואה העודפת לסטיית התקן שלה. השנה, תשואת התיק היתה גבוהה מזו של השנה הקודמת, ורמת הסיכון עלתה מעט – כך שיחס ה-IR היה גבוה במקצת מזה של השנה הקודמת ודומה לממוצע בעשור האחרון (1.31).

איור 20: יחס תרומת הניהול הפעיל לסטיית התקן שלה (Information Ratio), 2005 עד 2014



*קיצור אריכות הסמן מ-10 ל-6 חודשים, במארס 2014, הוסיף כ-24 נ"ב לניהול הפעיל.

תשואה מותאמת לסיכון מחושבת בעזרת **מדד מודליאני** & **מודליאני.**

המדד משמש לבחינת תשואת התיק המותאמת לסיכונו ביחס לזה של הסמן מולו הוא נמדד. המדד שווה למכפלת מדד השארפ של התיק בסטיית התקן של תשואת הסמן בתוספת ריבית חסרת הסיכון[34].

השוואת התשואה המותאמת לסיכון של תיק היתרות לזו של הסמן, שמולו התיק נמדד, מלמדת

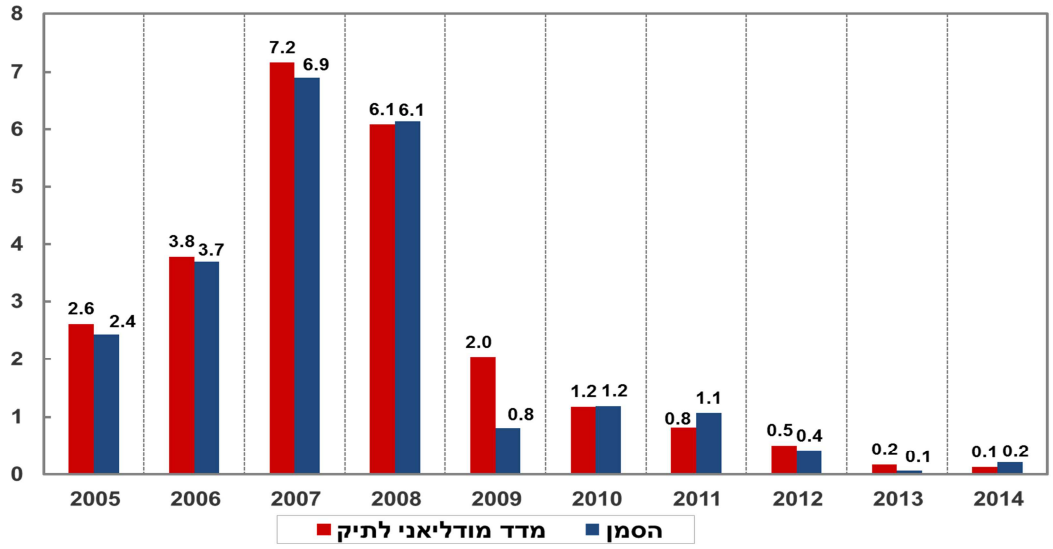
[34] $M2 = \frac{Rp-Rf}{\sigma p} * \sigma b + Rf$

Rp – תשואת התיק, σp– סטיית התקן של תשואת התיק, σb–סטיית התקן של תשואת הסמן – Rf הריבית חסרת הסיכון. מחושבת על ידי שקלול הריבית חסרת הסיכון על שלושת מטבעות הנומרר: דולר, אירו ולישׂ"ט. מבוססת על הריבית על פיקדונות קצרים פחות מִרווח ה-TED.

כי ברוב שנות 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 עדיף על זה המתקבל 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 (הישארות בסמן).

לעומת זאת השנה, כמו בשנים 2008 ו-2011היחס 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 הסמן הייתה נאה ביחס לרמת הסיכון הזעירה שנלקחה בגינו.

איור 21: תשואת תיק היתרות מותאמת לסיכון (מדד מודליאני & מודליאני) מול תשואת הסמן, 2005 עד 2014



*קיצור אריכות הסמן מ-10 ל-6 חודשים, במארס 2014, הוסיף כ-24 נ"ב לניהול הפעיל.

נספח 1: מונחים

אג״ח מגובות משכנתאות GNMA	אג״ח המגובות במשכנתאות, המונפקות על ידי ה-National Government Mortgage Association, בערבות מלאה של ממשלת ארה״ב.
אג״ח צמודות מדד TIPS	קיצור של Treasury Inflation-Protected Security, אג״ח של ממשלת ארה״ב הצמודה למדד המחירים לצרכן.
אריכות Modified Duration	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 של תיק Portfolio Duration	האריכות הממוצעת של תיק מכשירי חוב (שהאריכות של כל נכס בתוכו משוקללת לפי משקלו בתיק) – המדד המקובל לאמידת סיכון הריבית של התיק.
יתרות מטבע חוץ Foreign Currency Reserves	נכסים פיננסיים המונפקים על ידי גורמים זרים, הנקובים במטבע חוץ (לרבות זהב), והם בבעלות הבנק המרכזי ובשליטתו הבלעדית ואינם משועבדים בכל דרך שהיא.
מונחי מטבע (למשל מונחי דולרים) Currency Terms (e.g. US dollar terms)	שיעור התשואה המתקבל כשהערכים השוטפים של כל הנכסים מוכפלים בשערי ההמרה השוטפים של מטבע או סל מסוים.
חוזה עתידי Forward	הסכם לקנות או למכור בעתיד נכס מסוג מסוים, כגון מטבע חוץ, במחיר ובמועד ידועים מראש.
חשיפה אסטרטגית Strategic Exposure	סטייה מכוונת במאפייני השקעת התיק לעומת הסמן, אשר מנוהלת באופק ארוך טווח.

מִרווח החלף Swap Spread	ההפרש בין התשואות-לפדיון של אג״ח ממשלתית ובין הריבית הקבועה שצד אחד משלם לשני בעסקת החלף ריבית לתקופה דומה.
מִרווח 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.
נומרר Numeraire	סל מטבעות המשמש למדידת התשואות של יתרות מטבע החוץ. (ראו פרק א׳-3 לעיל.)
נזילות Liquidity	היכולת לממש נכסים ללא דיחוי וללא פגיעה בערכם.
נכס מִרווח Spread Asset	נכס שאינו נכלל בהרכב הנכסים של הסמן (ע״ע). מִרווח 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 של מנפיק, של מוסד פיננסי או של מדינה במועד, או כתוצאה משינויים בהערכת גורמים בשוק את ההסתברות של אירוע כזה.

סיכון מטבעי Currency Risk	החשיפה לאפשרות של הפסד כתוצאה משינויים בשערי החליפין.
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 רעיוני, 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 אג״ח שמועדי פירעונן שונים, בעלות מאפיינים משותפים (כגון אג״ח של ממשלת מדינה מסוימת במטבע מקומי).
שטר אוצר Treasury Bill, Note or Bond	איגרת חוב ממשלתית.
תיק חסר סיכון Risk-free Portfolio	תיק שבו לא נשקפים למשקיע לא הפסדים ולא רווחים.
תיק ניטרלי Neutral Portfolio	תיק השקעות שהרכבו זהה לזה של הסמן.
תנודתיות Volatility	סטיית התקן (ע״ע) של התפלגות תשואות ההחזקה של נכס פיננסי, כגון נייר ערך או תיק, על פני פרק זמן מוגדר (יום, שבוע וכו׳)

תשואה-לפדיון Yield to Maturity	תשואת ההחזקה, במונחים שנתיים, שהייתה מתקבלת מהחזקת מכשיר חוב עד למועד פירעונו הסופי, אילו ניתן היה להשקיע את כל תזרים המזומנים שלו באותו שיעור תשואה עד לתאריך הפירעון הסופי. מונח נרדף: תשואה פנימית.
תשואת החזקה Holding-period Rate of Return	שיעור השינוי בערכו של נכס או תיק על פני תקופה מוגדרת.
תשואה מותאמת סיכון Risk Adjusted Return	תשואת התיק המותאמת לסיכונו ביחס לזה של הסמן מולו הוא נמדד. תשואה מותאמת לסיכון מחושבת בעזרת מדד מודליאני & מודליאני. המדד שווה למכפלת מדד השארפ של התיק בסטיית התקן של תשואת הסמן בתוספת ריבית חסרת הסיכון. $M2 = \frac{Rp - Rf}{\sigma p} * \quad \sigma b + Rf$ Rp –תשואת התיק, σ p– סטיית התקן של תשואת התיק, σ b –סטיית התקן של תשואת הסמן – Rf הריבית חסרת הסיכון.

נספח 2: הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ[35]

נכנס לתוקף ב-7 בינואר 2014

בהתאם לסעיף 40 (ב) לחוק בנק ישראל, התש"ע-2010 (להלן – "החוק"), על הוועדה המוניטרית 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 המוניטרית 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 המוניטרית תתווה את הקווים המנחים בהתייעצות עם שר האוצר כקבוע בחוק, תעדכנם 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 המוניטרית וועדת המט"ח, ותדווח לוועדה המוניטרית ולוועדת מט"ח אחת לרבעון על יישום

[35] 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 תייעץ לוועדה המוניטרית ולוועדת מט"ח במילוי תפקידיהן באמצעות ניירות עמדה והצעות לדיון בוועדה.

הוועדה המוניטרית 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 הנומרר[36] 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 המוניטרית, 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 המוניטרית.

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

[36] 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 הלישׂ"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 המוניטרית מוכנה לקבל כדי להשיג את היעדים שלשמם 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 באופק 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 המוניטרית (סעיף 4 לעיל). את ההקצאה הנכסית של יתרות מטבע החוץ תאשר הוועדה המוניטרית 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 בניהולן לעומת מערכת סמנים (benchmarks). הכללים לניהול הסיכונים הפיננסיים של היתרות גוזרים את ההרכב המטבעי של הסמנים, את מאפייני סיכון המחיר שלהם (כגון האריכות) בכל מטבע ואת סוגי הנכסים הכלולים בו. מול סמנים אלו נמדדים ביצועי הניהול של מנהלי התיקים.

(ג) הסיכון המטבעי

החשיפה המטבעית של היתרות נקבעת לפי:

1. הרכב הנומרר.
2. פוזיציות מטבעיות אסטרטגיות ביחס להרכב הנומרר – היקפן מוגבל ל-10% מסך היתרות. את הרכב הפוזיציות והיקפן תקבע הוועדה המוניטרית.
3. פוזיציות מטבעיות לטווח הקצר והבינוני ביחס להרכב הנומרר – 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 המוניטרית את הכללים שלהלן:

1. השקעה במטבעות של מדינות מותרת במדינות שקבוצת דירוג האשראי שלהן היא לפחות בדירוג A. ההשקעה במדינות שקבוצת דירוג האשראי שלהן היא BBB מחייבת אישור פרטני של הוועדה המוניטרית.
2. השקעה באג"ח ו-CP בהנפקת ממשלות או בערבות ממשלתית מותרת אם קבוצת דירוגן לפחות BBB. ההשקעה בקבוצת הדירוג BBB מוגבלת ל-1% מסך היתרות, והיא מותנית באישור פרטני של הוועדה המוניטרית.
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 DVP[37] (Delivery Versus Payment) בלבד.

[37] 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 כיאות (כשל שוק).

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

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

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

2. לחישוב רמתן הנאותה של היתרות יש כמה גישות:

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

(ב) *ביחס לזרמי ההון*: במהלך שנות התשעים התברר שמשברים פיננסיים רבים נגרמו בגלל זרמי הון גדולים, כלומר בגלל שיבושים בחשבון ההון, יותר מאשר בגלל שיבושים בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. בסוף שנות התשעים נעשה שימוש נרחב בכלל גרינספן-גידוטי (Greenspan-Guidotti), שעל פיו יתרות מטבע החוץ שמדינה צריכה להחזיק צריכות להגיע לפחות לרמת ההתחייבויות של המשק (של המגזר הציבורי והמגזר הפרטי) במטבע חוץ בשנים עשר החודשים הבאים– כך שמדינה תהיה מסוגלת להתמודד עם ניתוק מוחלט של הגישה למקורות מטבע חוץ במשך שנה. כלל ה-100% (שלפיו היתרות צריכות להיות שוות למלוא ההתחייבויות מטבע חוץ לשנה) התבסס על בדיקה אמפירית – כיצד מדינות עברו את המשברים הפיננסיים של שנות התשעים ותחילת שנות האלפיים: נמצא שמדינות אשר פעלו לפי כלל ה-100% היו נתונות לפחות מתקפות מטבע חוץ, והצליחו יותר להתמודד עמן.

במשך המשבר העולמי שהחל ב-2007 היה ברור שמדינות אשר החזיקו יתרות מטבע חוץ בהיקף העולה על 100% היטיבו יותר להתמודד עם המשבר. הדוגמאות העיקריות לכך הן ברזיל, רוסיה ודרום-קוריאה. לכל אחת מאלה היו יתרות מטבע חוץ שמעֵבר 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 דולרים[38].

בנוסף, בקביעת רמת היתרות נלקחת בחשבון עלות החזקת היתרות[39]. 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.

[38] 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.

[39] 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 – מוּבנָה 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 החוץ[40].

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.

[40] על יחסים של היתרות בפועל למצרפים כלכליים והשוואתם למדינות אחרות ראה פרק א׳ חלק 4 סעיפים ב׳ ו-ג׳ בסקירה זו.