



**דיווח על הדיונים המוניתריים שנערכו בבנק ישראל
בנושא ניהול יתרות מטבע החוץ
הקצאת נכסים בסמן הוועדה המוניתרית לשנת 2023**

הדיונים התקיימו ב-21 וב-28 בדצמבר 2022

רקע

מסגרת ניהול ההשקעה של תיק היתרות מתבססת על שני סמנים הממלאים תפקידים שונים: הסמן הבסיסי וסמן הוועדה. סמן הינו תיק רעיוני, בר השקעה, הכולל מגוון רחב של נכסים ובנוי על פי כללים ידועים וקבועים. השימוש בסמנים נועד למדידת הביצועים של החלטות ההשקעה, כפי שמתקבלות ע"י הוועדה המוניתרית וחטיבת השווקים בהתאם לחלוקת הסמכויות ביניהן.

הסמן הבסיסי מייצג הרכב נכסי שמרני, בר השקעה, העומד בשני היעדים הראשונים של מדיניות השקעת היתרות: שמירה על כוח הקנייה של היתרות וניהולן ברמת נזילות גבוהה וברמת סיכון נמוכה. על מנת להשיג את מטרתו, הסמן הבסיסי מורכב מאג"ח ממשלתיות של מטבעות הסמן המטבעי עם אריכות קצרה.

הסמן הבסיסי מספק קנה מידה לביצועי החלטות הוועדה – בשל אופיו השמרני, הסמן הבסיסי מייצג תיק חסר סיכון בר השקעה. לכן, התשואה העודפת של סמן הוועדה מעל תשואת סמן זה מייצגת את פרמיית הסיכון של סמן הוועדה.

סמן הוועדה הינו תיק רעיוני, בר השקעה, המשקף את ההרכב האסטרטגי של הנכסים בתיק היתרות, הנבחר על ידי הוועדה המוניתרית. הרכב הנכסים בסמן נקבע במטרה להשיא את תשואת תיק היתרות בכפוף לפרופיל הסיכון שנקבע על ידי הוועדה, תוך עמידה בשני היעדים הראשונים של מדיניות השקעת היתרות. המטרות המרכזיות של הסמן הן: (1) לתרגם את ההעדפות ופרופיל הסיכון של הוועדה להקצאה אסטרטגית של הנכסים, בכפוף לקווים המנחים ועל בסיס הערכת הסביבה המקרו-כלכלית והפיננסית הצפויה; (2) להתוות מסגרת לניהול תיק היתרות. בחירת הסמן קובעת למעשה את המאפיינים המרכזיים של תיק היתרות ובכללם, ההרכב המטבעי, ההרכב הנכסי ואריכות המטרה לכל סמן מטבעי. חטיבת השווקים מנהלת את ההשקעה בפועל של תיק היתרות במסגרת דרגות החופש שניתנו לה על ידי הוועדה תוך עמידה בפרופיל הסיכון. לפיכך, סמן הוועדה מספק קנה מידה להערכת הביצועים של מנהלי התיק בפועל.

תהליך בחירת ההרכב המומלץ של סמן הוועדה ל-2023 החל בהערכת הסביבה המקרו-כלכלית הצפויה. על בסיס הערכה זו החטיבה בנתה שלושה תרחישים: בסיסי, אופטימי ופסימי. בניית התרחיש הבסיסי התבצעה על סמך:

1. ניתוח תמונת המצב הנוכחית בכלכלה העולמית.
2. זיהוי הגורמים המרכזיים שצפויים להניע את הכלכלה, והערכת כיוון התפתחותם ומידת השפעתם בסבירות הגבוהה ביותר.

בניית התרחישים החלופיים התבססה על העקרונות הבאים :

1. התרחישים נגזרו מהסיכונים המרכזיים (כלפי מעלה/מטה) הגלומים בתרחיש הבסיסי .
 2. להתממשותם צפויה להיות השפעה ניכרת על התשואה והסיכון של התיק.
- לאחר מכן החטיבה העריכה את התנאים הפיננסיים הצפויים בשלושת התרחישים (שינויים בעקומי התשואות ובמרווחי האשראי, רווחיות החברות וכו') בהתבסס על מודלים פנימיים, סקירות אסטרטגיות של בתי השקעות והערכות שיפוטיות. על בסיס כל אלה, החטיבה גזרה את התחזית לתשואות ההחזקה של הנכסים השונים בכל אחד מהתרחישים.
- בהינתן תחזית החטיבה לתשואות הנכסים ובהינתן הסיכון שלהם והמתאמים בניהם, החטיבה בחנה הרכבים שונים של נכסים המשיאים את התשואה של התיק עבור רמת הסיכון הרצויה. הרכב התיק המומלץ נבחר על בסיס ניתוח התוצאות, ובכלל זה ניתוחי רגישות, בחינת תרחישי קיצון והפעלת שיקול דעת. הרכב זה עומד ביעדים של מדיניות ההשקעה, במסגרת הקווים המנחים ובכפוף לפרופיל הסיכון שהוועדה קבעה, בהם :

1. מגבלת ההשקעה במניות עד 27% מסך היתרות ;
 2. מקסימום הסיכון, במונחי CVaR 900 נ.ב. לשנה ;
 3. מגבלת השקעה בנכסי סיכון (מניות ואג"ח קונצרני) עד 35% מסך היתרות ;
 4. מגבלת השקעה באג"ח קונצרני HY עד 5% מסך היתרות.
- הוועדה המוניטרית בוחנת את ההקצאה לפחות פעם בשנה, וכן בכל עת שהיא רואה לנכון, בהתאם להתפתחויות בשווקים.

דיון

חטיבת השווקים הציגה את התחזית המאקרו כלכלית והפיננסית ואת התחזית לתשואות הנכסים בסמן הוועדה.

להלן המלצת חטיבת השווקים להרכב הנכסים בסמן הוועדה לשנת 2023 :

- 67% באג"ח ממשלתיות במטבעות הסמן המטבעי עם אריכות של 2 שנים בכל מטבעות הסמן.
- 23% במניות.
- 9% באג"ח קונצרניות בדירוג השקעתי, מתוכם 6.75% שנסחרות בשוק האמריקאי ו-2.25% שנסחרות בשוק האירופי.
- 1% באג"ח קונצרניות מתחת לדירוג השקעתי (HY), מתוכם 0.75% שנסחרות בשוק האמריקאי ו-0.25% שנסחרות בשוק האירופי.

זאת לעומת הרכב סמן הוועדה שאושר ב-2022 :

- 69% באג"ח ממשלתיות במטבעות דולר, אירו ושטרלינג עם אריכות של 2.3 שנים בארה"ב ו-1.5 שנים באירופה ו-2.1 שנים בשאר מטבעות הסמן.
- 21% במניות.

- 8% באג"ח קונצרניות בדירוג השקעתי, מתוכם 6% שנסחרות בשוק האמריקאי ו-2% שנסחרות בשוק האירופי.
 - 2% באג"ח קונצרניות מתחת לדירוג השקעתי (HY), מתוכם 1.5% שנסחרות בשוק האמריקאי ו-0.5% שנסחרות בשוק האירופי.
- התקיים דיון בהמלצות החטיבה.

החלטות הוועדה המוניתרית:

הוועדה אישרה את המלצות חטיבת השווקים. בנוסף, ההגדלה של משקל המניות מ-21% ל-23% במקביל להקטנת שיעור ההשקעה באג"ח ממשלתיות בהקצאה שאושרה תתבצע במהלך השנה בהדרגה לפי תנאי השוק ובאישור הנגיד.

ההחלטה התקבלה פה אחד.

השתתפו:

חברי הוועדה המוניתרית

פרופ' אמיר ירון, נגיד בנק ישראל, יו"ר הוועדה המוניתרית
 מר אנדרו אביר, המשנה לנגיד בנק ישראל
 פרופ' צבי הרקוביץ
 פרופ' משה חזן
 פרופ' נעמי פלדמן

משתתפים/ות נוספים/ות

גבי שירן אזרזר, חטיבת השווקים (בישיבה מיום 21.12.22)
 מר יעקב אשכנזי, חטיבת השווקים (בישיבה מיום 21.12.22)
 מר נדב אשל, לשכת הנגיד
 מר טל ביבר, מנהל אגף שווקים בחטיבת השווקים
 מר מיקי בלנק, חטיבת השווקים (בישיבה מיום 21.12.22)
 ד"ר גולן בניטה, מנהל חטיבת השווקים
 גבי פרנסואז בן צור, מנהלת האגף הפיננסי בחטיבת השווקים
 מר אורי ברזני, דובר הבנק (בישיבה מיום 28.12.22)
 ד"ר עדי ברנדר, מנהל אגף מאקרו ומדיניות, חטיבת המחקר (בישיבה מיום 28.12.22)
 מר חנוך דנברג, חטיבת השווקים (בישיבה מיום 21.12.22)
 מר אורן הדגיס, חטיבת השווקים (בישיבה מיום 21.12.22)
 מר אסף זילברשטיין, חטיבת השווקים (בישיבה מיום 21.12.22)
 מר מארק יוחאי, חטיבת השווקים
 ד"ר עודד כהן, ראש מטה הנגיד
 מר דור לב, חטיבת השווקים (בישיבה מיום 21.12.22)
 מר רועי לוי, חטיבת השווקים (בישיבה מיום 21.12.22)

מר ערד מאי, מזכירות הוועדה המוניטרית והמועצה המינהלית
גבי מיכל סיני לויטן, המחלקה המשפטית (בישיבה מיום 28.12.22)
מר ליאור פרבמן, חטיבת השווקים (בישיבה מיום 21.12.22)
ד"ר עמית פרידמן, יועץ למנהל חטיבת השווקים
מר רן ציון, חטיבת השווקים (בישיבה מיום 21.12.22)
מר עידן שניר, חטיבת השווקים (בישיבה מיום 21.12.22)