



בנק ישראל

השקעת יתרות מטבע חוץ

דין וחשבון 2021

תוכן עניינים

עיקרי הדברים.....	3
א. הרמה של יתרות מטבע החוץ	5
ב. מסגרת הניהול של יתרות מטבע חוץ	8
1. מטרות החזקתן של היתרות והקווים המנחים לניהולן.....	8
תיבה 1 : השינויים במדיניות ההשקעה של היתרות בקווים המנחים.....	9
2. רמת הסיכון של היתרות במטבע חוץ	11
3. הסמן הבסיסי, ההקצאה האסטרטגית וההרכב בפועל	12
ג. תשואת החזקה של היתרות	15
1. תנאי הרקע הכלכליים והפיננסיים	15
2. תשואת תיק היתרות במונחי הסמן המטבעי	18
3. התשואה השקלית של תיק היתרות	20
ד. תרומת הניהול הפעיל - התשואה העודפת מול הסמן הבסיסי	22
1. מניות	23
2. אריכות ופיזור	24
3. חשיפות מטבעיות	24
4. אג"ח תאגידיות	25
5. נכסי מרווח	25
ה. הסיכון והתשואה שמותאמת לסיכון	26
1. התנודתיות של תיק היתרות, הניהול הפעיל ומדד ה- $CVaR_{5\%}$	26
2. תרומת הניהול הפעיל שמותאמת לסיכון	28
נספחים	29
נספח 1 : הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית	29
נספח 2 : הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע חוץ	34
נספח 3 : מילון מונחים	39

עיקרי הדברים

רמת היתרות יתרות מטבע החוץ של ישראל הסתכמו בסוף 2021 בסך 213 מיליארד דולר – גידול בסך של 39.7 מיליארד דולר במהלך השנה לעומת קודמתה. ביחס לתמ"ג עלו היתרות משיעור של 42.5% לשיעור של 46.6%.

מקורות השינוי ביתרות הגידול ביתרות נבע בעיקרו מרכישות מטבע חוץ של בנק ישראל במסגרת יישום תוכנית המדיניות המוניטרית להתמודדות המשק עם משבר הקורונה בסך 35 מיליארד דולר, ובנוסף מרווחים, מהכנסות ומהפרשי שערים ומחירים (שיעור) בסך 3 מיליארד דולר, ומהפקדות המגזר הפרטי בסך 2 מיליארד דולר.

הרכב הנכסים של היתרות שיעורי ההשקעה מתוך היתרות היו – נכון לסוף שנת 2021 – 66% בנכסים ממשלתיים, 18% במניות, 9% בנכסי מרווח ו-7% באג"ח תאגידיות.

התשואה על התיק במונחי סמן מטבעי במונחי הסמן המטבעי (סל מטבעות שמורכב בעיקר מדולר ומאירו), שיעורי התשואה על ההחזקה של תיק היתרות הייתה בשנת 2021 – 2.9%, בשלוש השנים האחרונות – 4.4% לשנה ובחמש השנים האחרונות – 3.2% לשנה (לוח א1).

לוח א1

התשואה על ההחזקה של תיק היתרות במבט שנתי וממוצע רב-שנתי במונחי סמן מטבעי, אחוזים ומונחים שנתיים

	2021	שלוש שנים	חמש שנים
תשואת התיק בפועל	2.9	4.4	3.2
תשואת הסמן הבסיסי	-0.3	0.6	0.6
התשואה העודפת	3.2	3.7	2.6

התשואה השקלית של התיק היתרות התשואה השקלית בשנת 2021 הייתה שלילית, בשיעור של -2.9%, בשל ייסוף השקל מול המטבעות העיקריים שבהם מוחזקות היתרות, בשיעור של 5.7%.

לוח א2

התשואה על ההחזקה של תיק היתרות במבט שנתי וממוצע רב-שנתי במונחי שקל, אחוזים, מונחים שנתיים

	2021	שלוש שנים	חמש שנים
תשואת תיק היתרות	-2.9	-2.0	-0.6
שינוי שע"ח סמן מטבעי/שקל	-5.7	-6.1	-3.7

סימן שלילי בשינוי בשע"ח משמעו ייסוף של השקל

תרומת הניהול הפעיל במונחי סמן מטבעי תרומת הניהול הפעיל, שנמדדת על ידי השוואה בין התשואה על התיק לבין התשואה על תיק חסר-סיכון (הסמן הבסיסי), הייתה השנה בשיעור 3.2%. תרומה זו מקורה במניות – 3.6%, בעיקר מההשקעה במניות ארצות הברית – 2.5%, והיא קוּזָזָה על ידי האריכות – 0.6%.

רמת הסיכון של תיק היתרות

רמת הסיכון בתיק היתרות היא תוצאה של משקל נכסי הסיכון בתיק והתנודתיות בשווקים הפיננסיים. תנודתיות התיק, שמגלמת את רמת הסיכון שלו, ירדה השנה בהשוואה לשיא שאליו הגיעה בשנה הקודמת. זאת, בשל הירידה בתנודתיות הנכסים הפיננסיים, ועל אף הגדלה של משקל המניות בתיק. סטיית התקן של התשואה בתיק, שמודדת תנודתיות זו, עמדה השנה על שיעור של 1.8%.

עדכון הקווים המנחים

העלייה הניכרת ברמת היתרות, שנובעת בעיקר מרכישות מטבע החוץ של בנק ישראל במסגרת היישום של המדיניות המוניטרית, הביאה את בנק ישראל לבחון את הצורך בהתאמת היעדים עליהם מושתתת מדיניות ההשקעה של היתרות ואת מאפייניה. לאור הבחינה, אישרה הוועדה המוניתרית נוסח חדש לקווים המנחים¹ באפריל 2021.

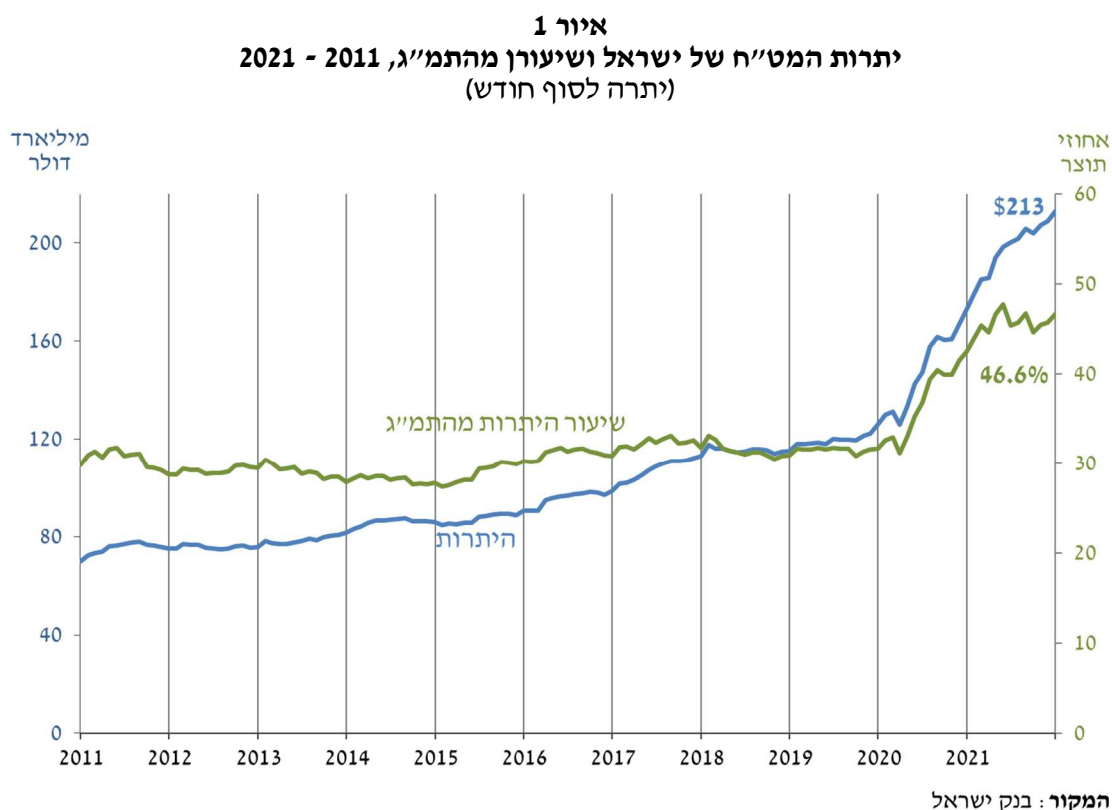
השינויים העיקריים בנוסח החדש הם: התאמה של יעדי ההשקעה כך שנקבע יעד להשגת תשואה שקלית, אשר בטווח הארוך, תכסה לפחות את עלות המימון של החזקת היתרות; מדידה ודיווח תשואת תיק היתרות הן במונחי סמן מטבעי, והן במונחי שקל; הגדרת עקרונות חדשים לקביעת הרכב הסמן המטבעי; הגדלת רמת הסיכון המרבית $CVaR_{5\%}$ מ-475 נ"ב ל-900 נ"ב; הגדלת שיעור ההשקעה המרבי במניות מ-17.5% ל-27%; הגדלת השיעור המרבי של ההשקעה הכוללת במניות ובאג"ח תאגידיות מ-25% ל-35% והוספת האפשרות להשקיע באג"ח תאגידיות, שדירוג האשראי שלהן נמצא מתחת לדירוג השקעתי (High Yield), עד לשיעור של 5%.

הוועדה המוניתרית אישרה את ההקצאה לשנת 2021 על פי הקווים המנחים החדשים.

¹ ראו תיבה 1 בדוח זה.

א. הרמה של יתרות מטבע החוץ

יתרות מטבע החוץ של ישראל גדלו בשנת 2021 בסך 39.7 מיליארד דולר – מסך 173.3 מיליארד דולר בסוף שנת 2020, לסך 213 מיליארד בסוף 2021² (איור 1). רמת היתרות עלתה ביחס לתמ"ג משיעור של 42.5%³ לשיעור של 46.6%.



הגידול ביתרות נבע בעיקר מרכישות מטבע חוץ של בנק ישראל בסך 34.8 מיליארד דולר, וכן מהפקדות המגזר הפרטי בסך 2 מיליארד דולר ומשיעורן⁴ בסך 3.3 מיליארד דולר (לוח 2), על פי הפירוט הבא:

1. סך 5.3 מיליארד דולר, מרווחים בשל עליית שוויין של המניות שקוזזו עם הפסדי הון באג"ח, שנבעו מעליית התשואות;
2. סך 2.6 מיליארד דולר בגין הגדלת ההקצאה של קרן המטבע הבין-לאומית, וזאת כחלק מהקצאה של קרן המטבע לכל המדינות החברות בארגון.
3. מנגד, סך 4.7 מיליארד דולר, מהפסדים בשל הפרשי שער, בעיקר של מטבעות האירו והליש"ט מול הדולר, שבהם מושקע שיעור של כ-30% מהיתרות, בשל היחלשותם מול הדולר.

² רמת היתרות, לאורך כל הסקירה, כוללת את ההקצאות של זכויות משיכה על ידי קרן המטבע הבין-לאומית למדינות החברות בקרן (Allocation SDRs) ואת ה-Reserve Tranche בקרן. רמתן הגיעה בסוף שנת 2021 לסך 4.7 מיליארד דולר. עוד בעניין זה ראו: "בנק ישראל – דין וחשבון כספי לשנת 2021".

³ הנתון מחושב על בסיס נתוני תוצר לשנת 2020, שהתעדכנו מאז מועד פרסום הדוח לשנת 2020.

⁴ השיעור הוא השינוי ביתרות בממונה דולר, שמיוחס לרווחים שמומשו מהכנסה מריבית ומרווחי הון, וכן לשינוי השווי מהפרשי מחירי נכסים והפרשי שערים של המטבעות שבהם מושקעות היתרות מול הדולר.

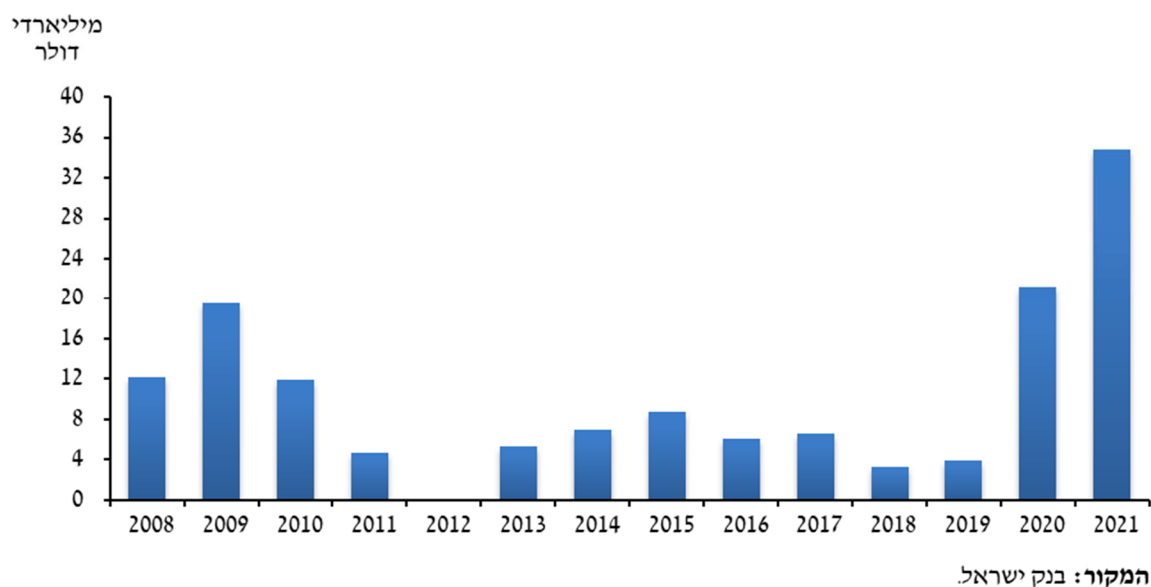
לוח 2
רכיבי השינויים ביתרות 2021
(מיליוני דולרים)

34,797	רכישות מט"ח
3,304	שיערוך
2,062	המגזר הפרטי
-462	הממשלה
39,701	סך כל השינוי

המקור: בנק ישראל

רכישות המט"ח בלטו בהיקפן הגבוה בהשוואה לשנים קודמות (איור 2). רוב הרכישות בוצעו במסגרת תוכנית רכישה בסך 30 מיליארד דולר שעליה הודיעה הוועדה המוניתרית⁵ בתחילת השנה, במסגרת המדיניות המוניתרית⁶.

איור 2
רכישות מט"ח על ידי בנק ישראל, 2008 - 2021

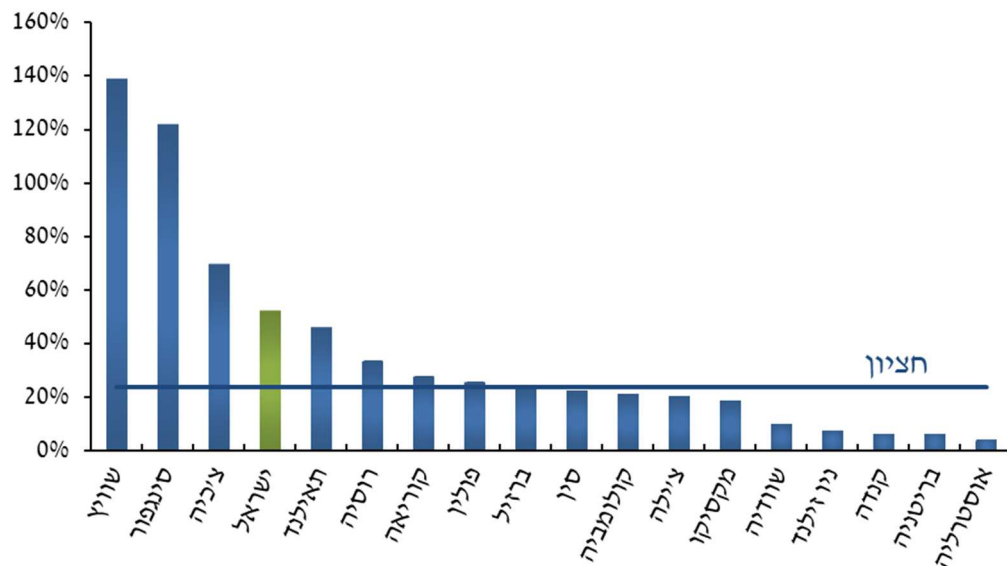


⁵ הודעה לעיתונות מיום 14 ינואר 2021.

⁶ ראו תיבה "מדיניות שער החליפין של בנק ישראל: הסיבות, התוצאות ותהליך קבלת ההחלטות" ב-
<http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/RegularPublications/DocLib3/MonetaryPolicyReport/MPR201602h.pdf>

מקובל למדוד את היתרות ביחס למצרפים כלכליים שונים, ובעיקר ביחס לתוצר. ניתן לראות שיחס היתרות לתוצר של ישראל גבוה בהשוואה לחציון של מדינות אחרות (איור 3).

איור 3
היחס בין היתרות¹ לבין התוצר, ישראל לעומת מדינות אחרות



¹ נתוני היתרות נכונים לסוף 2021 ונתוני התוצר נכונים ל-31.12.2020.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, קרן המטבע, הבנק העולמי.

ב. מסגרת הניהול של יתרות מטבע חוץ

1. מטרות החזקתן של היתרות והקווים המנחים לניהולן

לפי **חוק בנק ישראל התש"ע-2010** הבנק מופקד על החזקתן של יתרות מטבע החוץ של המדינה ועל ניהולן. יתרות מטבע חוץ שמחזיקות מדינות נועדו לשמש מלאי של מטבע חוץ למשק בהיקף שמספיק בעת משבר או בשעת חרום (למשל, במקרה של מלחמה או אסון טבע). בעת כזו, יתרות מטבע החוץ יישארו המקור העיקרי של המדינה למימון במטבע חוץ.

הוועדה המוניתרית, שבראשה עומד הנגיד ובה חברים גם נציגי ציבור, מופקדת, בהתייעצות עם שר האוצר, על התוויית **הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של היתרות** (נספח 2) ועל המעקב אחר היישום של מדיניות זו.

הקווים המנחים כוללים את פירוט הנכסים שמותרים להשקעה, את פרופיל הסיכון, וכן מגבלות כמותיות ואיכותיות על סוגי הנכסים שמותרים להשקעה. יש להדגיש שהקווים המנחים אינם בבחינת המלצה לשיעור ההשקעה בסוגי הנכסים השונים בפועל. שיעור ההשקעה בפועל, במסגרת דרגות החופש לניהול שניתנו לחטיבת השווקים על ידי הוועדה המוניתרית, נגזר מההקצאה האסטרטגית השנתית ומסטריות מהקצאה זו. ההקצאה האסטרטגית נקבעת בכפיפות לרמת הסיכון שקבעה הוועדה ומבוססת על הערכות לגבי התנאים שצפויים בשווקים הפיננסיים הרלוונטיים (הרחבה לגבי תהליך ההקצאה ראו סעיף 3 של פרק זה).

בשל העלייה הניכרת ברמת היתרות, שנובעת בעיקר מרכישות מטבע החוץ של בנק ישראל במסגרת היישום של המדיניות המוניתרית, בחן בנק ישראל את הצורך בהתאמת היעדים שעליהם מושתתת מדיניות ההשקעה של היתרות. באפריל 2021 אישרה הוועדה המוניתרית נוסח חדש לקווים המנחים (ראו תיבה 1), עם היעדים הבאים:

- השגת תשואה שקלית, אשר בטווח הארוך, תכסה לפחות את עלות המימון של החזקת היתרות⁷;
- השגת תשואת החזקה בטווח הבינוני, במונחי הסמן המטבעי ובמסגרת פרופיל הסיכון, בכפוף להשגת יעד הנזילות;
- ניהול היתרות ברמה גבוהה של נזילות.

בעקבות העדכון ביעדי ההשקעה בוצעו שינויים נוספים בקווים המנחים למדיניות ההשקעה. השינויים העיקריים היו: מדידה ודיווח תשואת תיק היתרות במונחי סמן מטבעי ובמונחי שקל, הגדרת עקרונות חדשים לקביעת הרכב הסמן המטבעי, הגדלת רמת הסיכון המרבית CVaR_{5%} מ-475 נ"ב ל-900 נ"ב, הגדלת שיעור ההשקעה המרבי במניות מ-17.5% ל-27%, הגדלת השיעור המרבי של ההשקעה הכוללת במניות ובאג"ח תאגידיות מ-25% ל-35% והוספת האפשרות להשקיע באג"ח תאגידיות, שדירוג האשראי שלהן נמצא מתחת לדירוג השקעתי, עד לשיעור של 5%.

⁷ עלות המימון של החזקת היתרות היא הפער בין עלות גיוס ההון בשקלים הנדרש להחזקת היתרות לבין התשואה של יתרות המט"ח במונחי הסמן המטבעי, בתוספת הרווח או ההפסד מהחשיפה המטבעית מול השקל.

תיבה 1: השינויים במדיניות ההשקעה של היתרות בקווים המנחים

הוועדה המוניתרית אישרה באפריל 2021 את הנוסח החדש של הקווים המנחים (ראו נספח 2) לאחר תהליך התייעצות עם שר האוצר כמתחייב מהחוק.

השיקולים בבסיס ההחלטה על השינויים בקווים המנחים

המטרה המרכזית של החזקת היתרות היא לספק למשק מטבע חוץ בהיקף מספיק בשעת משבר או חירום, וכך היתרות תשארנה המקור העיקרי של המדינה למימון במטבע חוץ. כדי להשיג מטרה זו, בנק ישראל, בדומה לבנקים מרכזיים רבים אחרים, הגדיר בעבר את יעדי ההשקעה הבאים: בטיחות - שמירה על כוח הקנייה של היתרות במונחי השימושים הצפויים בעת משבר, נזילות והשגת תשואה נאותה. הוועדה המוניתרית עדכנה את הקווים המנחים לאורך השנים עם הגידול ביתרות ועם הירידה ברמת הריביות, כאשר העדכון האחרון נעשה בינואר 2019, כשרמת היתרות עמדה על 118 מיליארד דולר. מאז גדלה רמתן ל-173 מיליארד דולר בסוף 2020 ול-213 מיליארד דולר בסוף 2021. לנוכח הגידול ברמת היתרות, בחנה הוועדה המוניתרית מחדש את מדיניות ההשקעה, ובפרט את יעדי ההשקעה, את פרופיל הסיכון ואת העקרונות לקביעת הרכב הסמן המטבעי.

להלן השיקולים המרכזיים בבחינת מדיניות ההשקעה:

א. **רמת היתרות וגישת השימושים בשעת משבר או חירום** – כאמור, בעבר, אחד היעדים המרכזיים שנקבעו למדיניות ההשקעה היה שמירה על כוח הקנייה של היתרות במונחי השימושים הצפויים בעת משבר. זאת, משום שבתרחיש של פיחות חד מול מטבעות השימושים, יכולת היתרות לממן את השימושים עלולה להיפגע. על כן, מטבע המדידה נקבע על פי אומדן להרכב השימושים הצפויים. אולם, ככל שרמת היתרות גבוהה יותר ורחוקה יותר מהרמה הנדרשת לשימושים, כך קטנה הרגישות של היתרות לסטייה מההרכב המטבעי של השימושים. כיום רמת היתרות גבוהה משמעותית מהרמה הנדרשת לשימושים. ברמת יתרות זו אין זה רלוונטי לשמור על כוח הקניה של היתרות במונחי השימושים. זאת, משום שקיימת לבנק "כרית" גדולה מספיק, המאפשרת להשקיע את היתרות בהרכב מטבעי השונה מהרכב השימושים, בלי לסכן את יכולת מימון השימושים שלהן, גם בתרחיש של פיחות חד מול מטבעות השימושים.

ב. **רמת היתרות והאיזון בין בטיחות היתרות להשגת התשואה** – החשיבות של השגת תשואה נאותה גוברת ככל שרמת היתרות גבוהה יותר. התועלת השולית מהחזקתן, הנובעת מהורדת פרמיית הסיכון של המדינה והקטנת ההסתברות למשבר, פוחתת עם גידולן. לעומת זאת, עלות ההחזקה שלהן – הפער בין עלות המימון ובין התשואה שמניב תיק היתרות – אינה משתנה במונחים יחסיים, אך עולה במונחים אבסולוטיים. כך שבמאזן של עלות-תועלת, התרומה השולית למשק מהחזקת היתרות פוחתת עם גידולן. לכן, כאשר רמת היתרות עולה גוברת החשיבות של השגת תשואה שתקטין את עלות החזקתן, וזאת גם במחיר של עלייה מסוימת ברמת הסיכון בטווח הקצר. ברמת היתרות הנוכחית, הגבוהה במידה ניכרת מהרמה הנדרשת לשימושים, אין זה רלוונטי לשמור על כוח הקניה של היתרות במונחי השימושים, ונכון יותר שהיעד המרכזי יהיה השגת תשואה שקלית בטווח הארוך שלפחות תכסה את עלות המימון של אחזקת היתרות (ההתחייבויות השקליות במאזן).

משיקולים אלו הוחלט **לבצע התאמה של יעדי מדיניות ההשקעה בתיק היתרות** כך שיהיו עקביים עם רמת היתרות. היעדים הקודמים של שמירה על כוח הקנייה של היתרות במונחי מטבע

המדידה (הנומרי) והשגת תשואת החזקה נאותה הוחלפו ביעד של **השגת תשואה שקלית**, אשר בטווח הארוך, תכסה לפחות את עלות המימון של החזקת היתרות.

הסיכון המטבעי מול השקל קשה לניהול כיוון שהיתרות מושקעות רק במטבע חוץ. השאת תשואה במונחי סמך מטבעי מגדילה את הסיכוי להשגת היעד של התשואה השקלית. לכן **השאת תשואת החזקה במונחי הסמך המטבעי** בטווח הבינוני, נקבעה גם היא כיעד.

יעד הנזילות נותר ללא שינוי.

ג. **מטבע המדידה** – יתרות מטבע החוץ מושקעות רק במטבע חוץ לכן יש צורך בסמך מטבעי של מטבעות חוץ שישמש כבסיס להקצאת הנכסים בתיק. הסמך המטבעי הקודם, הנומרי, נגזר מיעד ההשקעה של שמירה על כוח הקניה של היתרות במונחי השימושים הצפויים בעת משבר. שינוי ביעדי ההשקעה והצבת **יעד של תשואה שקלית מחייב שינוי בהרכב הסמך המטבעי**. עם הצבת יעד התשואה השקלית מתווסף הצורך לפזר את סיכון שער החליפין מול השקל על פני סמך מטבעי רחב מהנומרי, שכלל שלושה מטבעות רזרבה, במטרה למזער את תנודתיות התשואה של היתרות במונחי שקל בטווח הארוך. כמו כן, על הסמך המטבעי לעמוד בעקרונות של יציבות לאורך זמן ועליו לכלול מטבעות המוכרים כמטבעות רזרבה במדינות בעלות שוקי נכסים מגוונים ונזילים. בהתאמה ליעד ארוך הטווח של כיסוי עלות מימון היתרות **יש למדוד ולדווח את תשואת היתרות במונחי שקל**. בהתאמה ליעד השאת תשואה במונחי הסמך המטבעי **יש להמשיך למדוד ולדווח את תשואת היתרות גם במונחי הסמך המטבעי** שמודדת את טיב הניהול ואת החלטות ההשקעה שהתקבלו.

ד. **רמת היתרות ופרופיל הסיכון** – ככל שרמת היתרות גבוהה יותר, כך קטן חלקן היחסי של היתרות הדרוש להיות זמין לשימוש מידי בשעת חרום, ולכן ניתן ואף ראוי להשקיע חלק מהיתרות לאופק השקעה ארוך יותר. זאת משום שכאמור, ככל שרמת היתרות גבוהה יותר, כך ישנה "כרית" גדולה יותר לספיגת הפסדים. "כרית" זו מאפשרת להשקיע בנכסים תנודתיים יותר, כגון מניות ואגרות חוב תאגידיות, וליהנות בטווח הארוך מפרמיית הסיכון הגלומה בנכסים אלו. כמו כן, ככל שאופק ההשקעה מתארך, כך הסיכון היחסי מההשקעה בנכסי הסיכון יורד בגלל ה"חזרה לממוצע". לנוכח הגידול ברמת היתרות שחל בשנים האחרונות, ולנוכח הצבת יעד של השאת תשואה במונחי הסמך המטבעי, נדרש להתאים את פרופיל הסיכון וכן את מגוון הנכסים המותרים להשקעה לפרופיל זה. להלן השינויים העיקריים שנעשו במגבלות הסיכון:

(1) **שינוי במגבלת הסיכון המרבית** – רמת הסיכון המרבית הועלתה מ- $CVaR_{5\%}$ של 475

נ"ב ל- $CVaR_{5\%}$ של 900 נ"ב.

(2) **שינוי במגבלות ההשקעה בנכסי סיכון**

i. **מגבלת ההשקעה במניות** – שיעור ההשקעה המרבי במניות הועלה מ-17.5%

ל-27% מסך היתרות.

ii. **מגבלת ההשקעה באגרות חוב בהנפקת תאגידים** – ההשקעה באגרות חוב

בהנפקת תאגידים מוגבלת לשיעור של 15% מסך היתרות ונותרה ללא שינוי. עם

זאת, התווספה האפשרות להשקעה באגרות חוב בהנפקת תאגידים שדירוג

האשראי שלהן מתחת ל-BBB- עד לשיעור של 5% מסך היתרות.

iii. **מגבלת ההשקעה בנכסי הסיכון** – סך ההשקעה הכוללת במניות ובאגרות חוב

בהנפקת תאגידים הועלה משיעור של 25% לשיעור של 35% מסך היתרות.

2. רמת הסיכון של היתרות במטבע חוץ

רמת הסיכון המרבית בתיק היתרות (פרופיל הסיכון), נקבעת על ידי הוועדה המוניתרית על פי הערכתה את רמת הסיכון שהולמת את מטרות ההחזקה של היתרות, והיא מוגדרת כרמת ההפסד המרבית שהוועדה מוכנה לספוג ביתרות, בלי שהפסד זה יפגע בהשגת היעדים שלשמן הן מוחזקות. מטרתה להגביל מראש את חשיפתן של היתרות לסיכונים הפיננסיים השונים – סיכון המחיר; סיכון האשראי; הסיכון המטבעי; וכן סיכון הנזילות.

מדד הסיכון CVaR_p (Conditional Value at Risk), משמש למדידת רמת סיכון השוק (סיכון המחיר והסיכון המטבעי), במונחי תוחלת ההפסד בתיק ההשקעה, בהינתן טווח זמן מסוים והסתברות מסוימת (p). מדד CVaR_p הוא אומנם מדד צופה פני עתיד (ex-ante), שמושפע משינויים באחזקות של התיק ומהתנודתיות של הנכסים שמוחזקים בו, אך הוא נסמך על רמת התנודתיות בעבר.

הוועדה המוניתרית קבעה בקווים המנחים את רמת סיכון המרבית של היתרות, כך שבהינתן שיעור של 5% של תוצאות ההשקעות הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד באופק של שנה – ה-CVaR_{5%} – לא יעלה על 900 נקודות בסיס (נ"ב). רמת סיכון זו נקבעה במטרה להגביל את הסיכון בטווח הקצר ולהגדיל את הסיכוי לעמידה ביעד כיסוי עלות מימון היתרות בטווח הארוך. הוועדה המוניתרית בוחנת את התנאים שלפיהם נקבעה רמת הסיכון באופן שוטף, והיא עשויה לשנות רמה זו, אם וכאשר יחולו שינויים מהותיים בתנאים אלה.

הוועדה המוניתרית קובעת בתחילת כל שנה את רמת הסיכון (במונחי CVaR_{5%}) שתשמש לקביעת ההקצאה האסטרטגית לאותה שנה, על בסיס תנאי הרקע המקרו-כלכליים והפיננסיים הצפויים. כאמור, באפריל 2021 אישרה הוועדה המוניתרית נוסח חדש לקווים המנחים, על פיו רמת הסיכון המרבית CVaR_{5%} הועלתה מ-475 נ"ב ל-900 נ"ב וההקצאה האסטרטגית לשנת 2021 נקבעה במסגרת הנוסח החדש של הקווים המנחים. הוועדה בחרה ברמת סיכון של כ-600 נ"ב לקביעת ההקצאה לשנת 2021.⁸

⁸ הגדלת רמת הסיכון בתיק היתרות לרמה זו בוצעה בפועל לאחר כניסתם לתוקף של הקווים המנחים החדשים.

3. הסמן הבסיסי, ההקצאה האסטרטגית וההרכב בפועל

הניהול של תיק היתרות על ידי בנק ישראל, בדומה לניהול של מנהלי השקעות אחרים בעולם, מושתת על שימוש בסמן כנקודת ייחוס למדידת ביצועי החלטות ההשקעה של מנהל התיק והסיכונים שנטל. סמן (benchmark) הוא תיק רעיוני, בר-השקעה, שמורכב מנכסים שונים ובנוי על פי כללים ידועים וקבועים.

הסמן הבסיסי מייצג הרכב נכסי, בר-השקעה וברמת סיכון נמוכה, שעומד ביעד של ניהול היתרות ברמה גבוהה של נזילות. ההרכב המטבעי שלו זהה להרכב הסמן המטבעי, והוא מכיל אג"ח ממשלתיות קצרות של מטבעות הסמן המטבעי.

במסגרת השינויים שנעשו בקווים המנחים באפריל 2021 עדכנה הוועדה המונית את העקרונות על פיהם נקבע הסמן המטבעי, שהוא גם מטבע המדידה של תשואת ההחזקה של יתרות מטבע החוץ. עם זאת, הוחלט כי הרכב הסמן המטבעי בשנת 2021 יוותר זהה להרכב הנומרי – סל מטבעות שכולל שלושה מטבעות שהתפלגו בממוצע על פני השנה כדלקמן: 66.5% דולר ארה"ב, 30.8% אירו ו-2.7% ליש"ט. החל משנת 2022, הוועדה המונית החליטה לאמץ סמן מטבעי רחב הכולל שבעה מטבעות רזרבה עיקריים במשקולות הבאים: 61% דולר ארה"ב, 20% אירו, 5% ליש"ט, 5% ין יפני, 3.5% דולר אוסטרלי, 3.5% דולר קנדי ו-2% יואן סיני. הסמן המטבעי הרחב יכנס לתוקף כהרכב המטבעי חסר-הסיכון וכמטבע מדידה בתחילת 2022 ובהתאם לכך, תיק היתרות יפוזר למטבעות ולנכסים במטבעות הסמן המטבעי הרחב בהדרגה במהלך 2022.

הסמן המטבעי הוא סל מטבעות המשמש, לצד השקל, למדידת תשואות יתרות מטבע החוץ. מאחר שתשואת ההחזקה של תיק היתרות נמדדת גם במונחי הסמן המטבעי, הרכבו נחשב הרכב המטבעי חסר-הסיכון עבור מנהלי תיק היתרות. הרכב הסמן המטבעי נקבע על ידי הוועדה המונית על פי עקרונות שמפורטים בקווים המנחים (נספח 2), והוא ייבחן לפחות אחת לשנה ויעודכן באישורה של הוועדה המונית בעת הצורך.

התהליך השנתי של ההקצאה האסטרטגית בתיק היתרות קובע את ההרכב של התיק לשנה הקרובה. להקצאה שנבחרת יש תוחלת תשואה צפויה במסגרת רמת הסיכון הרצויה ובמגבלות הקווים המנחים. ההקצאה האסטרטגית קובעת את המאפיינים המרכזיים של תיק היתרות, ובכללם את ההרכב המטבעי, את ההרכב הנכסי ואת אריכות (מח"מ) המטרה לכל מטבע. במסגרת ההקצאה האסטרטגית לשנת 2021, החליטה הוועדה להגדיל את שיעור ההקצאה למניות משיעור של 15% לשיעור של 18%, ולהותיר את שיעור ההקצאה לאג"ח תאגידיות בשיעור של 6%, תוך חלוקה מטבעית של שני שליש לאג"ח תאגידיות בדולר ושליש לאג"ח תאגידיות באירו. כמו כן, החליטה הוועדה להותיר את אריכות התיק ברמה של כשנתיים ולסגור את ההשקעה בסל המטבעות (השקעה בשישה מטבעות עם משקולות שווים בצ'כיה, בנורבגיה, בצ'ילה, בסין, בפולין ובארצות הברית מול האירו) (ראו לוח 3).

לוח 3
ההקצאה האסטרטגית לשנת 2020 ולשנת 2021

2021	2020	
76.0%	79.0%	אג"ח ממשלתי
2.0	2.1	אריכות (בשנים):
2.3	2.3	דולר
1.5	1.5	אירו
1.5	1.5	ליש"ט
0.0%	3.0%	חשיפות לסל מטבעות
6.0%	6.0%	אג"ח תאגידיות
4.0%	4.0%	ארה"ב
2.0%	2.0%	אירופה
18.0%	15.0%	מניות
11.7%	8.8%	ארה"ב
1.5%	1.2%	יפן
1.1%	1.4%	צרפת
1.0%	1.3%	גרמניה
0.9%	0.8%	בריטניה
0.6%	0.5%	קנדה
0.5%	0.4%	שוויץ
0.4%	0.3%	אוסטרליה
0.3%	0.3%	הונג קונג

המקור: בנק ישראל

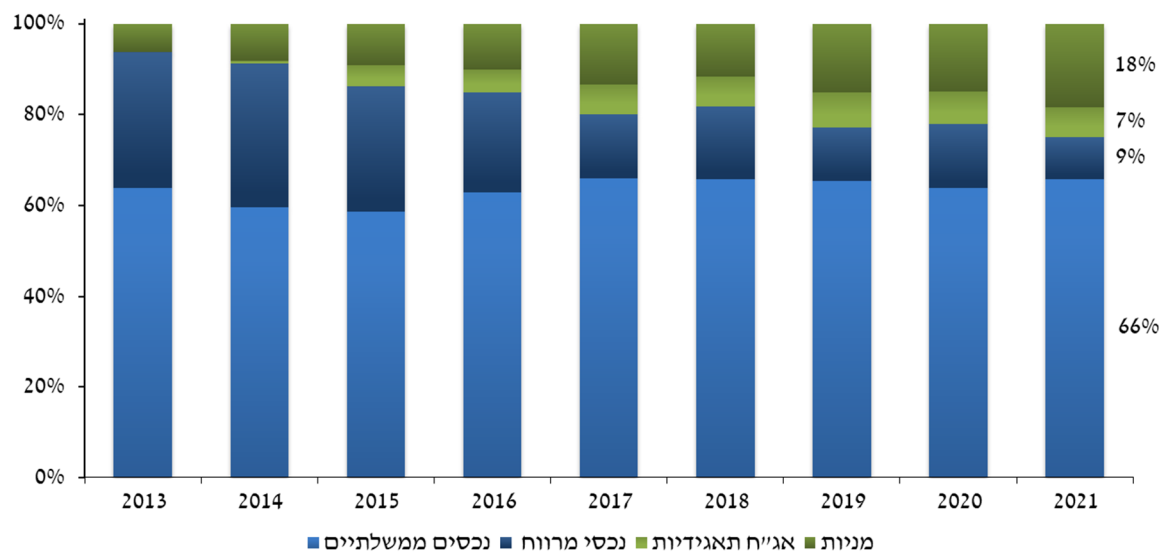
הוועדה המוניתרית מאפשרת לחטיבת השווקים זרגות חופש בהשקעה של היתרות, וכך הרכבן בפועל עשוי להיות שונה מזה שנקבע במסגרת ההקצאה. השוני יכול להתבטא בהשקעה בשיעורים שונים בנכסי הסיכון, בהשקעה באריכות שונה מההקצאה, בהשקעה באג"ח ממשלתיות של מדינות שלא כלולות בסמן הבסיסי או בהשקעה בנכסי מרווח, שהם מכשירי חוב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

נכון לסוף שנת 2021, שיעור של 66% מהיתרות הושקעו בנכסים ממשלתיים⁹, שיעור של 9% הושקעו בנכסי מרווח, שיעור של 7% הושקעו באג"ח תאגידיות ושיעור של 18% הושקעו במניות (איור 4).

נכון לסוף שנת 2021, מתוך הנכסים בתיק היתרות שאינם מניות, הושקעו שיעור של 67% באג"ח בדירוג AAA, שיעור של 19% בקבוצת הדירוג AA, שיעור של 10% בקבוצת הדירוג A ושיעור של 4% בקבוצת הדירוג BBB (איור 5).

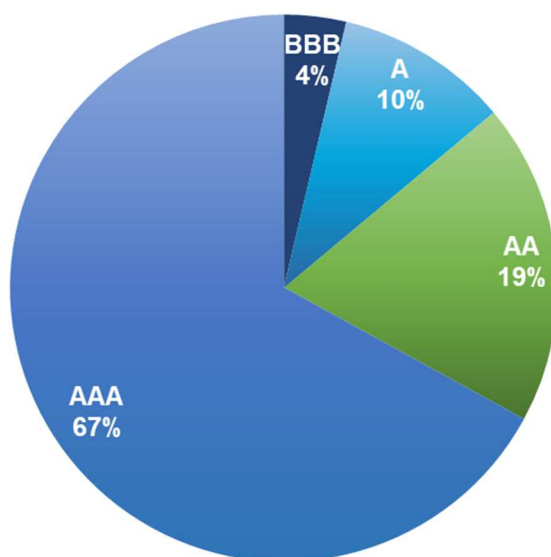
⁹ כולל פיקדונות וחשבונות עו"ש בבנקים מרכזיים, שרמת הסיכון שגלומה בהם שקולה לסיכון המדינה שגלום באג"ח ממשלתי.

איור 4
התפלגות תיק היתרות על פי נכסים, 2013 - 2021 (סוף שנה)



המקור: בנק ישראל.

איור 5
התפלגות תיק היתרות (ללא מניות) על פי דירוג, 2021 (סוף שנה)



מקור: בנק ישראל, בלומברג, Moody's.
 © כל הזכויות שמורות ל-Moody's

ג. תשואת ההחזקה של היתרות

1. תנאי הרקע הכלכליים והפיננסיים

תחילת השנה התאפיינה באופטימיות באשר לפעילות הכלכלית על רקע תחילת מבצע החיסונים העולמי לנגיף הקורונה בדצמבר 2020. למרות זאת, במהלך 2021 המשיכה המגיפה להשפיע על הפעילות הכלכלית הגלובלית, אם כי במידה פחותה מהשפעתה בשנת 2020. במהלך השנה התגלו זנים שונים לנגיף שהתפשטו במהירות ברחבי העולם והובילו לגלי תחלואה ולהטלת מגבלות במדינות מרכזיות. עם זאת, המגבלות שהוטלו בעקבות גלים אלו היו מתונות מהמגבלות שהוטלו במהלך 2020, ובשל כך הפגיעה בכלכלה העולמית בשנת 2021 הייתה מצומצמת יותר. פערי התוצר שנפתחו בשנה שעברה הצטמצמו באופן משמעותי, והתוצר העולמי צמח בשנת 2021 בשיעור של 5.9%. הצמיחה החזקה בשנה החולפת הקיפה את כלל המדינות המרכזיות.

בעקבות משבר הקורונה חלה עלייה חדה בביקושים העולמיים למוצרי תעשייה, לצד מגבלות היצע בשל התפרצויות הקורונה, שיחד הובילו לקשיים בשרשראות האספקה הגלובליות ולעודפי ביקוש משמעותיים. גורמים אלו, לצד עלייה חדה במחירי האנרגיה, הובילו לעלייה באינפלציה שחרגה במדינות רבות מיעדי הבנקים המרכזיים. רמות האינפלציה והתמשכותה בניגוד להערכות הראשוניות – שצפו כי עליות המחירים לא תימשכנה לאורך זמן – הובילו להידוק המדיניות המוניטרית בעולם. העלייה באינפלציה ובציפיות האינפלציה, לצד התחלת צעדי הידוק של המדיניות המוניטרית, הובילו לעלייה בתשואות האג"ח הממשלתיות בעולם (איור 6).

נספח 1 מציג ניתוח מפורט יותר של הסביבה הכלכלית והפיננסית לשנת 2021.

איור 6

תשואות אג"ח ממשלתיות לעשר שנים בארה"ב ובגרמניה, 2001 - 2021



המקור: נתונים - בלומברג, עיבוד בנק ישראל.

מדדי המניות בעולם עלו, בסיכום שנתי, בשיעורים דו-ספרתיים, וכך גם מרבית מדדי המניות שבהם מושקעות היתרות (איור 7 – התשואות השונות מוצגות במונחי המטבע המקומי של כל מדינה). זאת, למרות העלייה בתשואות האג"ח הממשלתיות, על רקע השיפור המשמעותי ברווחיות של החברות בהשוואה לשנת 2020 ובשל העדר חלופות השקעה, שכן התשואות הריאליות נותרו נמוכות. התנודתיות (סטיית התקן) של המניות ירדה וחזרה לרמות התנודתיות טרם פרוץ משבר הקורונה (איור 8).

איור 7
תשואות ההחזקה¹ וסטיית התקן של מדדי² הנכסים העיקריים
בתיק היתרות, 2021

		התשואה במונחי מטבע מקומי	סטיית התקן במונחים שנתיים
מניות	ארה"ב	26.1%	13.8%
	שווייץ	23.9%	8.5%
	צרפת	29.1%	12.7%
	גרמניה	14.1%	12.0%
	אוסטרליה	17.5%	9.3%
	קנדה	25.4%	11.1%
	יפן	13.0%	14.9%
	בריטניה	18.7%	10.7%
	הונג-קונג	-2.8%	14.3%
אג"ח אירופיות	ממשלתיות אירופיות 1-0 שנים	-0.6%	0.1%
	ממשלתיות הולנד 5-1 שנים	-1.2%	0.7%
	ממשלתיות צרפת 5-1 שנים	-1.0%	0.8%
	ממשלתיות גרמניה 5-1 שנים	-1.0%	0.7%
	תאגידיות אירופה 5-1 שנים	-0.1%	0.9%
אג"ח ארה"ב	ממשלתיות בריטניה 5-1	-1.9%	1.5%
	ממשלתיות 1-0 שנים	0.1%	0.0%
	ממשלתיות 10-1 שנים	-1.7%	1.6%
	ממשלתיות צמודות למדד 10-1 שנים	5.7%	3.1%
	תאגידיות 0-5 שנים	-0.3%	1.0%

¹ כולל תשלומי ריבית, דיווידנד ורווחי/הפסדי הון.

² מדדי המניות הם מדדי MSCI.

המקור: נתונים - בלומברג, עיבוד בנק ישראל.

איור 8
סטיות התקן¹ של מדד ה-S&P 500 ושל האג"ח של ארה"ב ל-10 שנים,
2021 - 2001



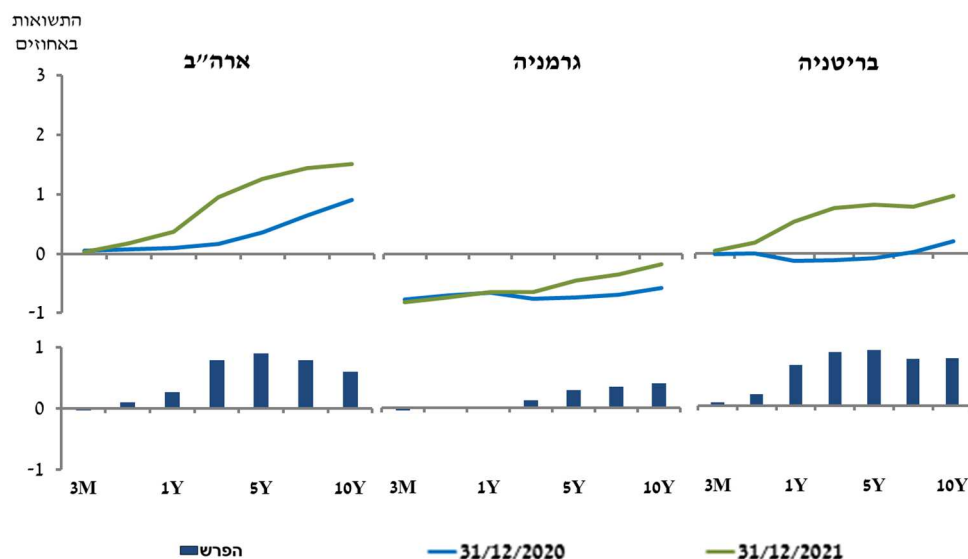
¹ סטיות התקן השבועיות של תשואת ה-S&P 500 ושל התשואה-לפדיון על האג"ח האמריקאיות ל-10 שנים, במונחים שנתיים, ממוצע נע לשנה.

המקור: נתונים - בלומברג, עיבוד בנק ישראל.

העלייה באינפלציה ובציפיות האינפלציה, לצד תחילת צעדי הידוק של המדיניות המוניטרית, כאמור, הובילו לעלייה בתשואות האג"ח הממשלתיות בעולם. התשואה לפדיון עלתה באופן משמעותי, בעיקר בטווחים הארוכים לפדיון והביאה להיתללות של עקומי התשואות. עליית התשואות גרמה להפסדי הון והקטינה את התשואה על תיק היתרות (איור 9).

איור 9

עקומי התשואות לפדיון של אג"ח ממשלתיות בארה"ב, גרמניה ובריטניה והשינוי בהם, 2021



המקור: נתונים - בלומברג, עיבוד בנק ישראל.

2. תשואת תיק היתרות במונחי הסמן המטבעי

תשואת ההחזקה של תיק היתרות בשנת 2021 הייתה בשיעור של 2.9% במונחי הסמן המטבעי, בעוד תשואת הסמן הבסיסי הייתה שלילית, בשונה מן העבר, ועמדה על שיעור של -0.3% (ראו לוח 4). התשואה הושגה בעיקר בשל העלייה במחירי המניות וקוזה בחלקה בשל העלייה בתשואות לפדיון של האג"ח הממשלתיות, שבהן מושקע חלק הארי של היתרות (איור 7). התנודתיות של התיק, שנמדדת כסטיית התקן השבועית, ירדה השנה מהשיא אליו הגיעה בשנה שעברה, לשיעור של 1.8%. שיעור זה קרוב לרמות התנודתיות שקדמו לפרוץ משבר הקורונה, זאת על אף הגדלת שיעור נכסי הסיכון בתיק השנה. תשואת הניהול הפעיל הסתכמה השנה בתשואה עודפת, מעל הסמן הבסיסי, בשיעור של 3.2% (על תרומת הניהול הפעיל ראו בהרחבה בפרק ד).

לוח 4

ביצועי תיק היתרות לעומת הסמן הבסיסי¹⁰, 2012 - 2021
(אחוזים, מונחי סמן מטבעי שנתיים, בסוגריים סטיות התקן השבועיות במונחים שנתיים)

התשואה		התשואה העודפת	
(1)	(2)	(1)-(2)	תרומת הניהול הפעיל
תיק היתרות	הסמן הבסיסי		
2012	1.59	0.42	1.17
(0.57)	(0.17)	(0.52)	
2013	0.87	0.07	0.80
(0.80)	(0.16)	(0.74)	
2014	1.28	0.22	1.06
(0.85)	(0.09)	(0.88)	
2015	0.64	0.10	0.54
(1.29)	(0.12)	(1.29)	
2016	1.56	0.21	1.35
(1.33)	(0.13)	(1.33)	
2017	3.03	0.30	2.73
(0.80)	(0.10)	(0.77)	
2018	0.18	1.06	-0.87
(1.67)	(0.16)	(1.69)	
2019	6.12	1.54	4.59
(1.42)	(0.19)	(1.45)	
2020	4.01	0.61	3.40
(3.35)	(0.25)	(3.44)	
2021	2.95	-0.26	3.21
(1.76)	(0.08)	(1.75)	

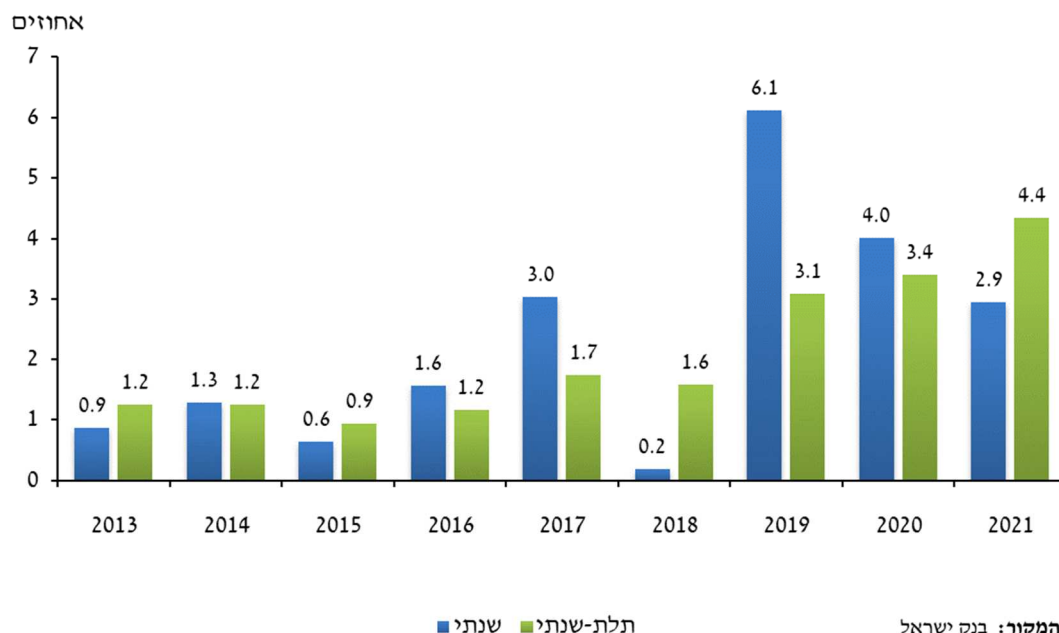
המקור: בנק ישראל

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

ככל שרמת היתרות גבוהה יותר, קטן החלק היחסי של היתרות שזמינותו המיידית נדרשת לשימוש בשעת חרום, ולכן ניתן - ואף ראוי - להשקיע חלק מהיתרות לאופק השקעה ארוך יותר, כלומר, להגדיל את ההשקעה בנכסי סיכון. התשואה על נכסי סיכון, שמשקלם בתיק היתרות עלה בשנים האחרונות, צפויה להיות חיובית בממוצע רב-שנתי. עם זאת, נכסים אלה הם תנודתיים מטבעם, ובשנים מסוימות, בייחוד בעת משבר, יש לצפות להפסדים. **במדידה תלת-שנתית, ניתן להבחין בבירור, שתשואת תיק היתרות היא חיובית לאורך השנים ותנודתית פחות בהשוואה למדידה השנתית (איור 10).**

תשואת ההחזקה התלת-שנתית הממוצעת של תיק היתרות גדלה השנה ועמדה על שיעור של 4.4% במונחי הסמן המטבעי (איור 10).

איור 10
תשואת תיק היתרות, שנתית ותלת שנתית, 2013 - 2021
(מונחי סמן מטבעי שנתיים)



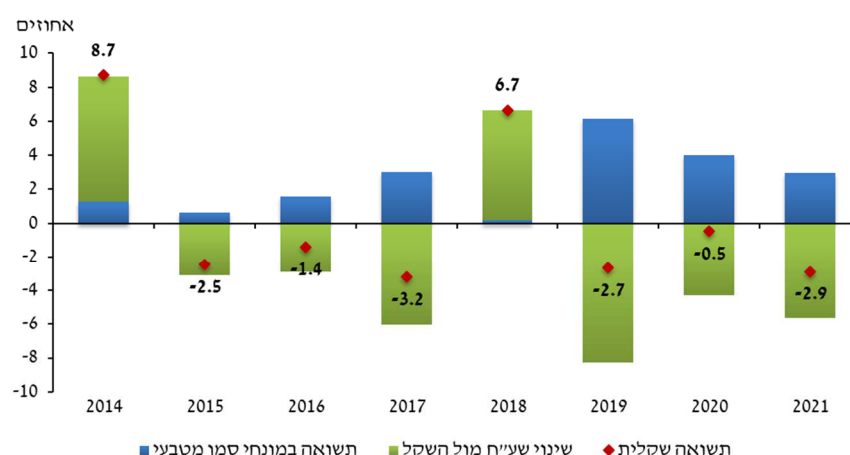
3. התשואה השקלית של תיק היתרות

התשואה השקלית של היתרות היא התשואה במונחי הסמן המטבעי, בתוספת הרווח או ההפסד מהחשיפה המטבעית מול השקל. בעקבות הנוסח החדש של הקווים המנחים בו נקבע יעד להשגת תשואה שקלית, אשר בטווח הארוך, תכסה לפחות את עלות המימון¹¹ של החזקת היתרות, התשואה על החזקה של תיק היתרות מדווחת גם במונחי שקל.

בשנת 2021 הייתה התשואה השקלית של תיק היתרות שלילית, בשיעור של -2.9% (איור 11). זאת בשל ההפסד מהחשיפה המטבעית מול השקל בשיעור של 5.7%.

איור 11

התשואה השקלית, תשואת תיק היתרות במונחי סמן מטבעי ושינוי שע"ח של הסמן המטבעי מול השקל, 2014 - 2021

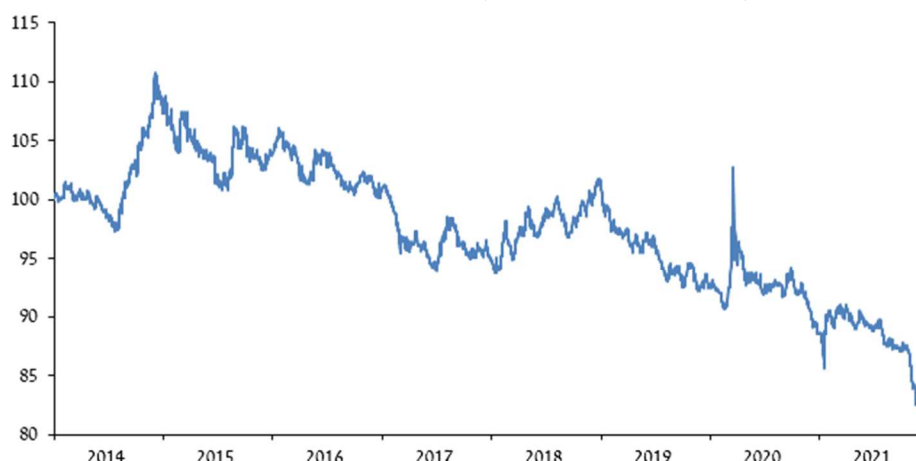


המקור: בנק ישראל

ככלל, בשל מגמת הייסוף בשקל מול המטבעות שנכללים בהרכב הסמן המטבעי (איור 12), ברוב השנים מאז 2014 התשואה השקלית הייתה נמוכה משמעותית מהתשואה במונחי הסמן המטבעי, ואף שלילית.

איור 12

שינוי הסמן המטבעי אל מול השקל, 2014 - 2021 (100=1.1.2014)

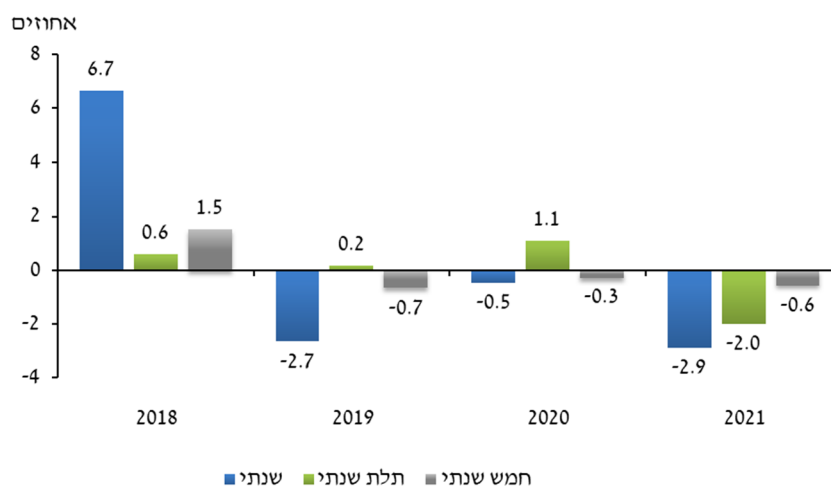


המקור: בנק ישראל

¹¹ עלות המימון של החזקת היתרות היא הפער בין עלות גיוס ההון בשקלים הנדרש להחזקת היתרות לבין התשואה של יתרות המט"ח במונחי הסמן המטבעי, בתוספת הרווח או ההפסד מהחשיפה המטבעית מול השקל (עלות הספיגה).

בהסתכלות ארוכת טווח, התשואה השקלית החמש-שנתית הממוצעת של תיק היתרות עמדה על שיעור של 0.6%, והתשואה השקלית התלת-שנתית עמדה על שיעור של 2%- . **גם במדידת התשואה השקלית ניתן להבחין בבירור, שככל שטווח המדידה ארוך יותר, כך תשואת תיק היתרות גבוהה יותר (או נמוכה פחות) ותנודתיות פחות בהשוואה למדידה השנתית (איור 13).**

איור 13
התשואה השקלית - שנתית, תלת שנתית וחמש שנתית, 2018 - 2021
(מונחים שנתיים)



המקור: בנק ישראל

ד. תרומת הניהול הפעיל - התשואה העודפת מול הסמן הבסיסי

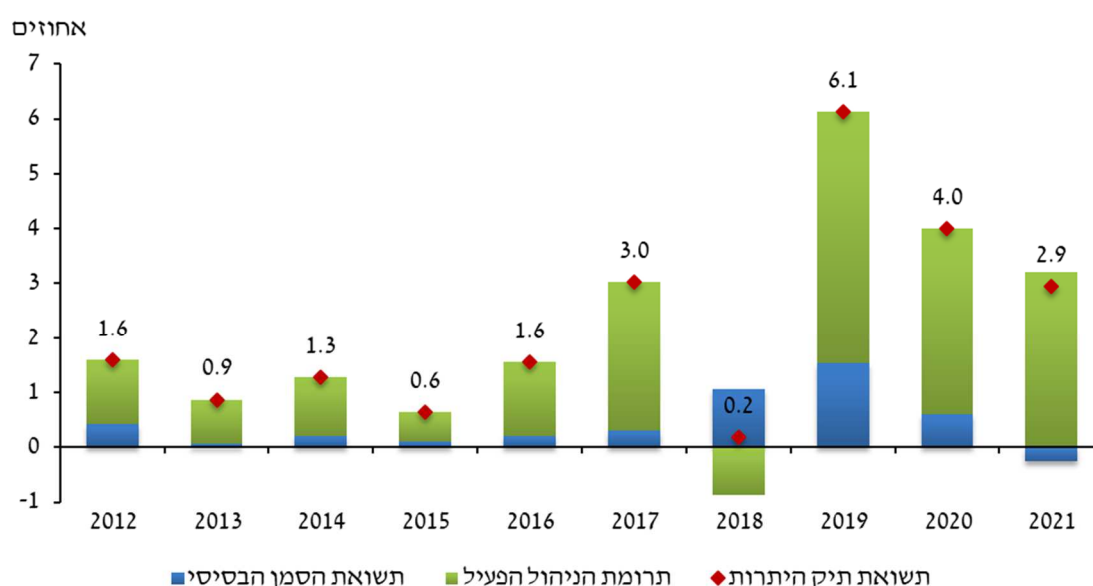
תרומת הניהול הפעיל היא בעיקר תרומתן של ההחלטות להשקיע במדינות נוספות ובנכסים שלא כלולים בסמן הבסיסי, השקעה במשקל שונה או השקעה באריכות ובפיזור שונים מהסמן הבסיסי. את הניהול הפעיל ניתן לסווג לרכיבי הסיכון הבאים – אריכות; מניות; נכסי מרווח; אג"ח תאגידיות; וכן חשיפות מטבעיות ואחרות.

לתרומת הניהול הפעיל, התשואה העודפת מול הסמן הבסיסי, יש מאז שנת 2012 את ההשפעה הרבה ביותר על התשואה בתיק היתרות, בעוד תשואת הסמן הבסיסי נמוכה יחסית. ההגדלה של רכיבי הסיכון בתיק מגדילה את תוחלת התשואה בטווח הארוך הודות ל**פרמיית הסיכון** (התשואה העודפת של נכס סיכון מעל לריבית חסרת סיכון). עם זאת, התנודתיות צפויה אף היא לעלות בשל התנודתיות הגבוהה יותר של נכסי הסיכון. העלייה בתנודתיות מקווצת במידה מסוימת בשל פיזור התיק בין סוגי נכסים שונים.

הניהול הפעיל תרם השנה שיעור של 3.2% לתשואה בתיק היתרות במונחי הסמן המטבעי (איור 14). ההשקעה של היתרות בנכסי סיכון החלה בשנת 2012 עם התחלת ההשקעה במניות, והמשיכה בסוף שנת 2014 עם התחלת ההשקעה באג"ח תאגידיות. לאורך השנים האחרונות בוצעה הגדלה הדרגתית של נכסי הסיכון בתיק. עם עדכון הקווים המנחים שאפשר הגדלה נוספת של נכסי הסיכון, משקלם בתיק היתרות השנה עלה ועמד על שיעור של 25% מתיק היתרות (איור 4). התשואה בשנים האחרונות משקפת בצורה בולטת את ההשפעה של הגדלת ההשקעה בנכסי סיכון בתיק היתרות – הגדלת תוחלת התשואה בטווח הבינוני, במחיר הגדלת התנודתיות בטווח הקצר.

איור 14

תשואת תיק היתרות, תשואת הסמן הבסיסי ותרומת הניהול הפעיל, 2012 - 2021
(במונחי הסמן המטבעי)



המקור: בנק ישראל.

לוח 5
תרומת הניהול הפעיל לפי רכיביו, 2019 עד 2021
(נקודות בסיס, במונחי סמן מטבעי, שנתי)

2021	2020	2019	
357	181	340	המניות
-57	152	92	האריכות והפיזור
10	-11	-1	החשיפות המטבעיות והנכסיות
6	14	17	האג"ח התאגידיות
5	4	11	נכסי המרווח
321	340	459	סה"כ

המקור: בנק ישראל

המניות היו הרכיב שבלט בתרומתו לתשואה, בדומה לשנים קודמות, ותרומתן הסתכמה ב-357 נ"ב. מנגד, תרומת האריכות בלטה בתרומתה השלילית ועמדה על -57 נ"ב, וזאת בעקבות עליית התשואות בסיכומה של השנה (לוח 5).

1. מניות (357 נ"ב)

ההשקעה של היתרות במניות החלה בשנת 2012 והיא עוקבת אחר מדדי מניות מקומיים בשוקי ההשקעה, כשפיזור ההשקעה מתבצע לפי מדד מניות רחב של משקים מפותחים, שמבוסס על מדד MSCI Developed.

תרומת ההשקעה במניות עמדה השנה על כ-357 נ"ב, והיא המשמעותית מבין שאר רכיבי הסיכון (לוח 5). ההשקעה במניות הגיעה לשיאה בשנת 2021, עם הגדלת הקצאת ההשקעה במניות לשיעור של 18% מסמן הוועדה. הדבר התאפשר הודות לשינוי בקווים המנחים של שיעור ההשקעה המירבי במניות לגובה של 27%. התרומה החיובית נרשמה לאחר ששוקי המניות שבהם מושקעות היתרות, פרט להונג-קונג, עלו בסיכום שנתי בשיעור דו ספרתי (לוח 6). במהלך השנה נרשמה תנודתיות נמוכה מזו שהייתה בשנה שעברה, בדומה לתנודתיות של המניות בטווח הארוך (איור 8).

התרומה החיובית הגדולה ביותר נרשמה בארצות הברית. התרומה היא תוצאה של שיעור ההשקעה בשוק מסוים ושל השינוי במדד המניות בשוק זה. חלק הארי מהשקעת המניות מושקע נכון לסוף 2021 במניות בארצות הברית בשיעור של כ-12.5% מסך היתרות, שעם העלייה במדד בשיעור של כ-26%, תרמו כ-252 נ"ב (לוח 6). תרומת ההשקעות ברוב המדינות האחרות הייתה חיובית וניכרת ביחס לשיעורן הנמוך יחסית בתיק. שוק המניות בהונג קונג הוא היחיד שבו היתרות מושקעות ואשר סיים את השנה בירידה של כ-3%, בעיקר בשל חשיפה גבוהה של המדד לשוק הסיני, שחוזה השנה עלייה משמעותית בסיכון עקב הידוק רגולטורי במגוון סקטורים לצד חששות למשבר נדל"ן.

לוח 6

שיעורי ההחזקה מסך היתרות במניות לפי מדינות ותרומתן לתיק היתרות בשנת 2021

שיעור ההחזקה (%)	שיעור שינוי המדד ב-2021 (%)	תרומת ההשקעה במניות (נ"ב)	סוף	
			2020	2021
ארצות הברית	8.9	12.5	26.1	252
יפן	1.3	1.3	13.0	13
צרפת	1.4	1.1	29.1	33
גרמניה	1.5	0.9	14.1	20
בריטניה	0.5	0.8	18.7	11
קנדה	0.4	0.6	25.4	12
שווייץ	0.4	0.5	23.9	10
אוסטרליה	0.3	0.4	17.5	7
הונג קונג	0.2	0.3	-2.8	-1
סה"כ	15.0	18.3	24.4	357

המקור: בנק ישראל

2. אריכות ופיזור (57 - נ"ב)

האריכות (המח"מ) של תיק השקעות באג"ח היא מדד מקובל למדידת סיכון הריבית שאליו חשוף התיק. תרומת האריכות והפיזור מיוחסת להחלטה להשקיע את היתרות באריכות שונה מזו של אריכות הסמן הבסיסי ולהחלטה לפזר את הנכסים באופן שונה על פני העקום בהשוואה לסמן הבסיסי. אריכות גבוהה יותר בתיק מאפשרת לרוב ליהנות מהכנסה שוטפת מריבית גבוהה יותר משל הסמן ומקנה רווחי הון במצב של ירידה בתשואות, אך מובילה להפסדי הון במצב של עלייה בתשואות ומעלה את התנודתיות של התיק. הוועדה המוניתרית החליטה בתחילת השנה להותיר את אריכות התיק ברמה דומה לזו של השנה הקודמת, קרי, 24.6 חודשים.

השנה, בשל עליית התשואות, תרומת האריכות והפיזור הייתה שלילית ועמדה על 57- נ"ב. זאת אחרי תקופה ארוכה של ירידת תשואות, שהביאה לתרומה חיובית של האריכות. אריכות תיק היתרות עמדה השנה בממוצע על כ-22.6 חודשים, לעומת אריכות הסמן הבסיסי שעמדה על 6 חודשים. כאמור, במקרה של עליית תשואות, כפי שקרה השנה, נגרמים הפסדי הון. רוב ההפסד (47 נ"ב), נבע מעליית התשואות של עקום הדולר, בעיקר בטווחים הארוכים לפדיון.

3. חשיפות מטבעיות (10 נ"ב)

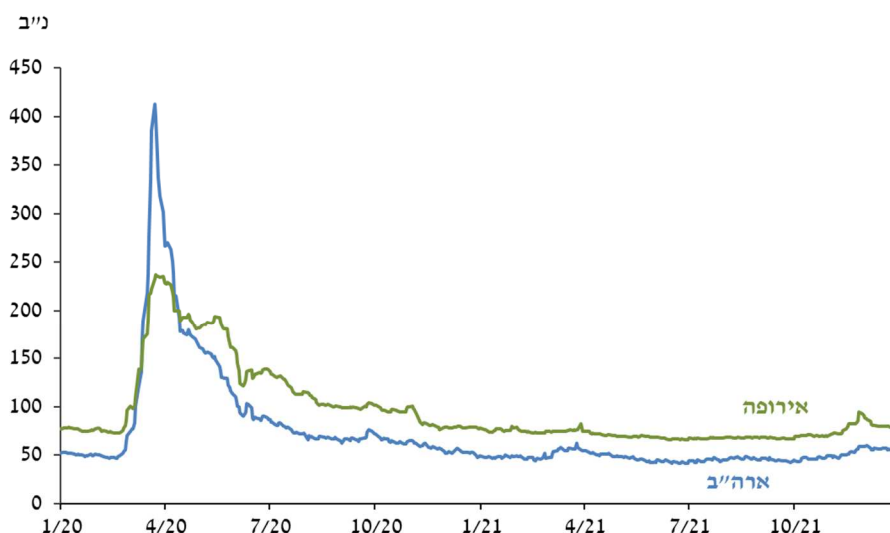
החשיפות המטבעיות תרמו 10 נ"ב. אלה הן חשיפות בעקבות השקעה במטבעות שלא כלולים בהרכב הסמן המטבעי. הוועדה המוניתרית אישרה בתחילת 2020 השקעה בסל של שישה מטבעות (השקעה עם משקולות שווים: בצ'כיה, בנורבגיה, בצ'ילה, בסין, בפולין ובארצות הברית מול האירו), בשיעור של 3% במטרה להתמודד עם הריביות השליליות באירופה. הוועדה החליטה לסגור השקעה זו בתחילת 2021 בשל הירידה בתשואות אגרות החוב במטבעות אלו. חשיפה זו, שהייתה בתחילת השנה, ביחד עם חשיפות מטבעיות נוספות שנפתחו במהלך שנת 2021, במסגרת דרגות החופש של חטיבת השווקים, תרמו תרומה חיובית של כ-10 נ"ב.

4. אג"ח תאגידיות (6 נ"ב)

החשיפה לאג"ח תאגידיות תרמה 6 נ"ב. סיכון המרווח העיקרי בתיק היתרות נובע מההשקעה באג"ח תאגידיות בדירוג השקעה שנסחרות בשוקי ארצות הברית ואירופה. ההשקעה מבוצעת הן בניהול פנימי והן באמצעות מנהלים חיצוניים, מול סמן מוכר עם כיסוי רחב של שוק אג"ח תאגידיות נקובות דולר שנסחרות בארצות הברית ונקובות אירו שנסחרות באירופה. הוועדה המוניתרית הותירה בתחילת 2021 את ההקצאה לאג"ח תאגידיות בשיעור של 6% מהסמן. בפועל, במסגרת דרגות החופש, שיעור ההשקעה הממוצע באג"ח תאגידיות עמד על 6.8% בשנת 2021.

במהלך 2021, מרווח התשואות בין אג"ח תאגידיות לאג"ח ממשלתיות נותר מצומצם יחסית, ברמה ממוצעת של כ-50 נ"ב באג"ח נקובות דולר, ושל כ-70 נ"ב באג"ח נקובות אירו (איור 15). מרווח זה הוא שהביא בעיקר לתרומה החיובית של האג"ח התאגידיות.

איור 15
המרווח בין אג"ח תאגידיות לבין אג"ח ממשלתיות בסמן ארה"ב 0-5 שנים ובסמן אירופה 1-5 שנים, 2020 – 2021



המקור: נתונים - בלומברג, עיבוד בנק ישראל.

5. נכסי מרווח (5 נ"ב)

החשיפה הכוללת לנכסי מרווח תרמה 5 נ"ב. נכסי מרווח הם מכשירי חוב שלא כלולים בסמן הבסיסי¹², כגון מנפיקים רב-לאומיים ומנפיקים מהמגזר הציבורי וכן אג"ח ממשלתיות נקובות במטבע שונה מהמטבע המקומי. לנכסים אלה יש מרווח תשואה מעל לאג"ח ממשלתיות עם תקופה לפירעון דומה. המרווח מבטא בעיקר פרמיית סיכון אשראי מעל לאג"ח ממשלתיות והוא משתנה בהתאם לשינויים ברמת סיכון האשראי של הנכס.

¹² למעט אג"ח תאגידיות שנסקרות בנפרד בסעיף 4 בפרק זה.

ה. הסיכון והתשואה שמותאמת לסיכון

1. התנודתיות של תיק היתרות, הניהול הפעיל ומדד ה- $CVaR_{5\%}$

הסיכון בתיק היתרות עלה בשנים האחרונות בשל הגדלת שיעורם של נכסי הסיכון במסגרת הניהול הפעיל. עם זאת, התנודתיות בשווקים הפיננסיים הייתה השנה נמוכה מהרמות שאליה הגיעה בשנה שעברה בשל משבר הקורונה.

התנודתיות – שנמדדת על ידי סטיית התקן של תשואת התיק על פני טווח של שנה – מושפעת בעיקר מהתנודתיות בשווקים. לעומת זאת, זו הנמדדת על ידי סטיית התקן המחושבת על פני טווח תלת-שנתי, מושפעת יותר ממשקל נכסי הסיכון בתיק (איור 16). כאמור, בשנת 2021 סטיית התקן של תשואת התיק שמודדת את התנודתיות הזו הייתה נמוכה, בהשוואה לשנה שעברה, וזאת בשל הירידה בתנודתיות של הנכסים הפיננסיים, על אף הגדלה של משקל המניות בתיק.

איור 16
סטיות התקן של תיק היתרות¹, 2013 - 2021

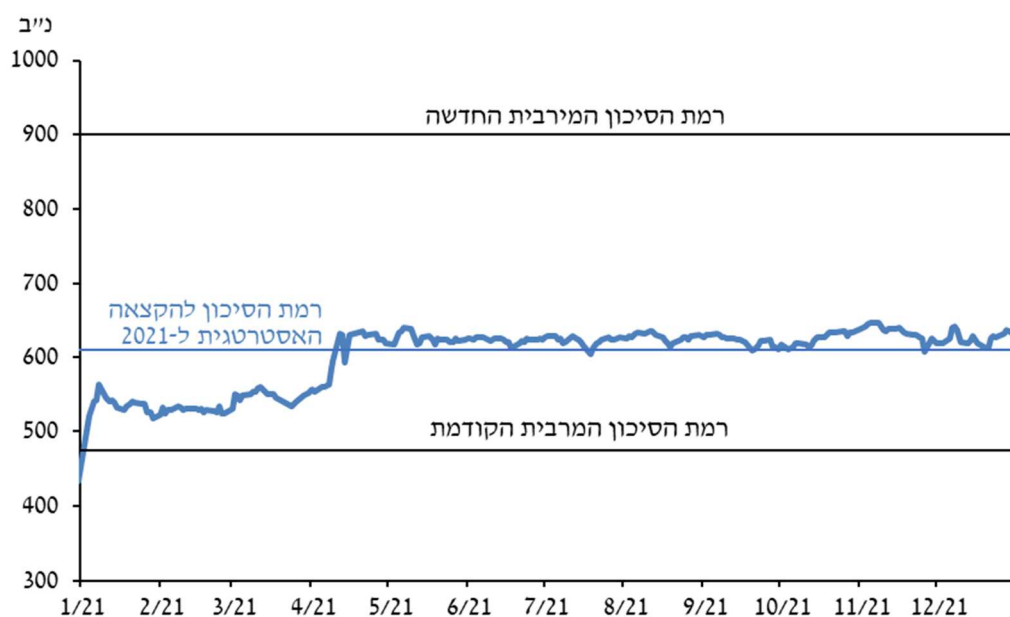


¹ סטיות התקן של התשואות השבועיות במונחים שנתיים.
מקור: בנק ישראל.

הוועדה המוניתרית קובעת רמת סיכון מרבית של היתרות בקווים המנחים במונחי $CVaR_{5\%}$ לאופק של שנה. באפריל 2021 אישרה הוועדה המוניתרית נוסח חדש לקווים המנחים, לפיו רמת הסיכון המרבית $CVaR_{5\%}$ הועלתה מ-475 נ"ב ל-900 נ"ב. כלומר, בהינתן שיעור של 5% של תוצאות ההשקעה הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד באופק של שנה – ה- $CVaR_{5\%}$ – לא יעלה על 900 נ"ב. פרט לקביעת הרמה המרבית, הוועדה המוניתרית קובעת בתחילת כל שנה, על בסיס תחזיתה לתנאי הרקע המקרו-כלכליים והפיננסיים, את רמת הסיכון במונחי $CVaR_{5\%}$, שתשמש לקביעת ההקצאה האסטרטגית לאותה שנה. בתחילת השנה נוצרה חריגה פסיבית מרמת הסיכון המרבית הקודמת, אשר אושרה על ידי הוועדה המוניתרית, לנוכח הכוונה להגדיל את רמת הסיכון המרבית. הוועדה בחרה ברמת סיכון של כ-600 נ"ב עבור ההקצאה לשנת 2021, במסגרת הנוסח החדש של הקווים המנחים. הגדלת רמת הסיכון בתיק היתרות לרמה זו על ידי הגדלת ההשקעה במניות בוצעה

רק לאחר כניסתם לתוקף של הקווים המנחים החדשים. רמת הסיכון בתיק מושפעת הן מהתנודתיות של הנכסים הפיננסים והן משיעור נכסי הסיכון בתיק, ונמצאת במהלך השנה במעקב ובבחינה שוטפת. במהלך שנת 2021 מדד ה-CVaR_{5%} של התיק היה ברמה הקרובה לזו שנקבעה בהקצאה האסטרטגית (איור 17).

איור 17
מדד ה-CVaR_{5%} של תיק היתרות, 2021



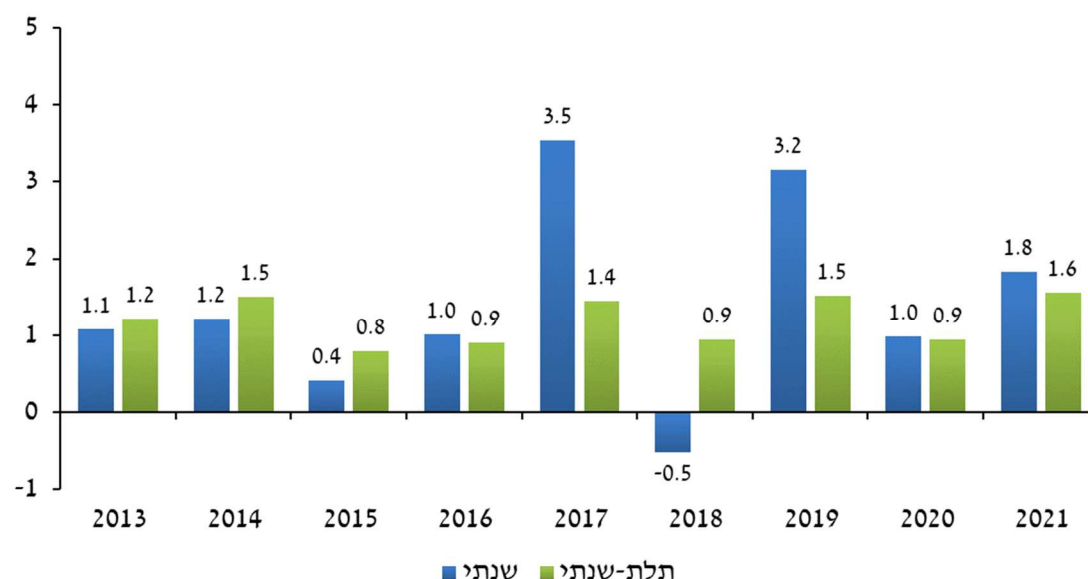
המקור: בנק ישראל, נתונים מ-Aladdin
© כל הזכויות שמורות ל-BlackRock Financial Management, Inc.

2. תרומת הניהול הפעיל שמותאמת לסיכון

מדד יחס המידע (Information Ratio (IR)) מודד את הניהול הפעיל (התשואה העודפת) של מנהל התיק ביחס לסיכון העודף שנטל ומעיד על מידת העקביות של יכולת המנהל להניב תשואה עודפת בתמורה לתוספת סיכון. המדד מחושב כיחס תרומת הניהול הפעיל לסטיית התקן שלה.

התשואה שמותאמת לסיכון, שנמדדת על ידי מדד IR, עלתה השנה בשל הירידה בתנודתיות של הניהול הפעיל, שמקורה בירידה בתנודתיות בשווקים (איור 18). במדידה תלת-שנתית אפשר לראות שהתשואה שמותאמת לסיכון היא תנודתית הרבה פחות.

איור 18
היחס בין תרומת הניהול הפעיל לבין סטיית התקן שלה (יחס המידע)¹³, שנתי ותלת שנתי, 2021 - 2013



המקור: בנק ישראל.

¹³ התשואה שמותאמת לסיכון, שנמדדת על ידי מדד ה-IR, אינה אינפורמטיבית כשערך התשואה הוא שלילי.

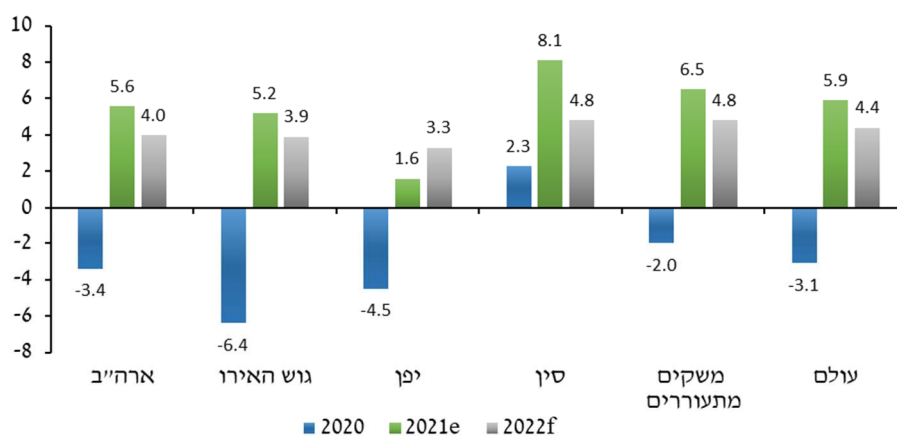
נספחים

נספח 1: הסביבה הכלכלית והפיננסית העולמית

תחילת השנה התאפיינה באופטימיות באשר לפעילות הכלכלית על רקע תחילת מבצע החיסונים העולמי לנגיף הקורונה בדצמבר 2020. למרות זאת, במהלך 2021 המשיכה המגיפה להשפיע על הפעילות הכלכלית הגלובלית, אם כי במידה פחותה מהשפעתה בשנת 2020. במהלך השנה התגלו זנים שונים לנגיף, שהתפשטו במהירות ברחבי העולם והובילו לגלי תחלואה ולהטלת מגבלות במדינות מרכזיות. המשמעותיים מבין הזנים שנתגלו היו זן "הדלתא", שהחל להתפשט בדצמבר 2020, וזן ה"אומיקרון", בעל קצב הדבקה גבוה מה"דלתא", שהתגלה בנובמבר 2021. המגבלות שהוטלו בעקבות גלים אלו היו מתונות מהמגבלות שהוטלו במהלך 2020, וזאת בשל העלייה בשיעור ההתחסנות, שסייעה להפחית את היקף האשפוזים והתמותה, והשיפור ביכולת לקיים פעילות כלכלית לצד הקורונה. בשל כך, הפגיעה בכלכלה העולמית הייתה מצומצמת יותר בשנת 2021.

לפי קרן המטבע הבין-לאומית¹⁴, התוצר העולמי צמח בשנת 2021 בשיעור של 5.9%, לאחר התכווצות של 3.1% ב-2020. הצמיחה החזקה בשנה החולפת הקיפה את כלל המדינות המרכזיות (איור נ-1). על פי נתוני קרן המטבע, בשנה הבאה צפויה הכלכלה הגלובלית לצמוח בשיעור של 4.4%.

איור נ-1
הצמיחה השנתית במדינות/ במושבים מרכזיים

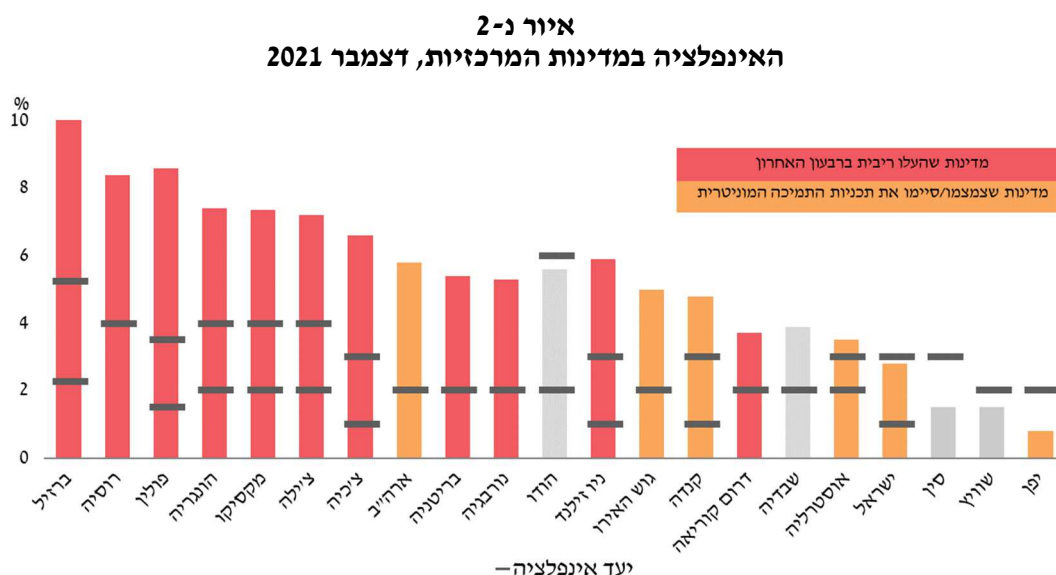


מקור: קרן המטבע. נתוני 2020 בפועל, 2021 אומדן ו-2022 תחזית.

העלייה החדה בביקושים העולמיים למוצרי תעשייה בעקבות משבר הקורונה, לצד מגבלות היצע כתוצאה מהתפרצויות הקורונה, הובילו לקשיים בשרשראות האספקה הגלובליות ולעודפי ביקוש משמעותיים. גורמים אלו, לצד עליה חדשה במחירי האנרגיה, הובילו לעלייה באינפלציה, שחרגה במדינות רבות מיעדי הבנקים המרכזיים. חריגות אלו (איור נ-2), והתמשכות האינפלציה בניגוד להערכות הראשוניות, שצפו כי עליות המחירים לא תימשכנה לאורך זמן, הובילו להידוק המדיניות

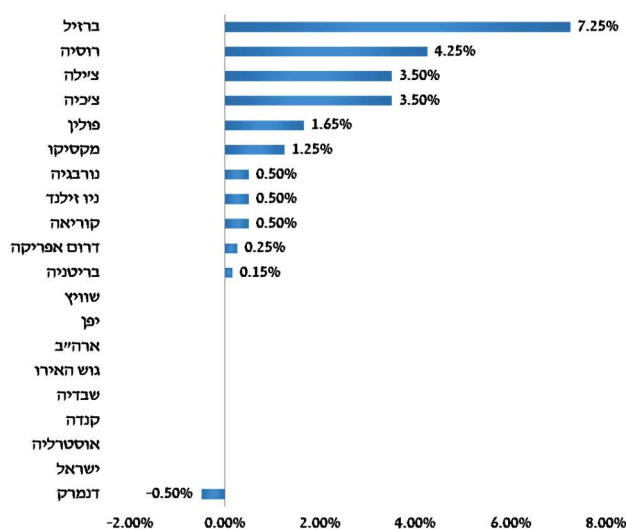
¹⁴ נתוני הצמיחה מבוססים על אומדן קרן המטבע הבין-לאומית ב-"WORLD ECONOMIC OUTLOOK UPDATE", ינואר 2022.

המוניטרית בעולם שבלטה במדינות המתעוררות (איור נ-3). בארצות הברית החל הפדרל ריזרב (FED) בצמצום תוכניות התמיכה המוניטאריות לקראת סוף השנה ואותת על העלאות ריבית וצמצום מאזן בשנה הבאה. בגוש האירו הודיע הבנק המרכזי האירופי (ECB) בדצמבר על סיום תוכנית הסיוע PEPP¹⁵ במרץ 2022.



מקור: נתונים – בלומברג, עיבוד בנק ישראל.

איור נ-3 שינוי בריבית המוניטרית במדינות עיקריות בשנת 2021 (נקודות בסיס)



מקור: נתונים – בלומברג, עיבוד בנק ישראל.

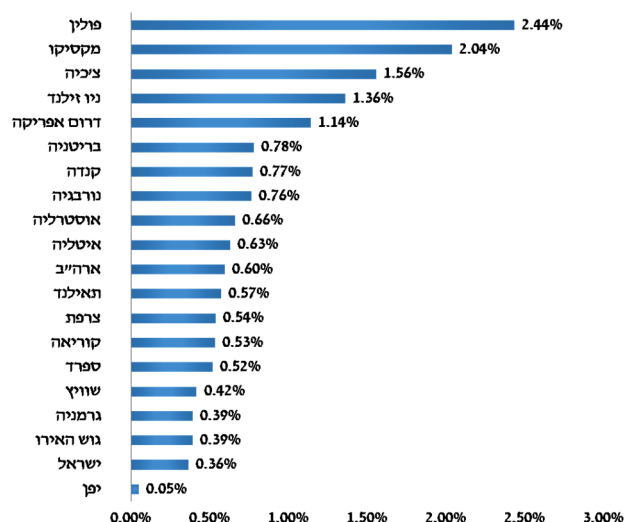
העלייה באינפלציה ובציפיות האינפלציה, לצד הידוק המדיניות המוניטרית, הובילו לעלייה בתשואות האג"ח הממשלתיות בעולם (איור נ-4). למרות העלייה בתשואות הנומינליות, ועל רקע גידול חד ברווחי החברות בשל השיפור בפעילות ובשל תשואות ריאליות נמוכות, מדדי המניות

¹⁵ Pandemic Emergency Purchase Program

בעולם עלו בסיכום שנתי בשיעורים דו - ספרתיים. זאת בעוד מדד המניות הגלובלי (MSCI World) התחזק השנה בשיעור של יותר מ-20% (איור נ-5), לאחר עלייה של 14% בשנת 2020. מרווחי הסיכון באג"ח הקונצרני נותרו מצומצמים ונמצאים ברמות הקרובות לאלו טרום המשבר.

איור נ-4

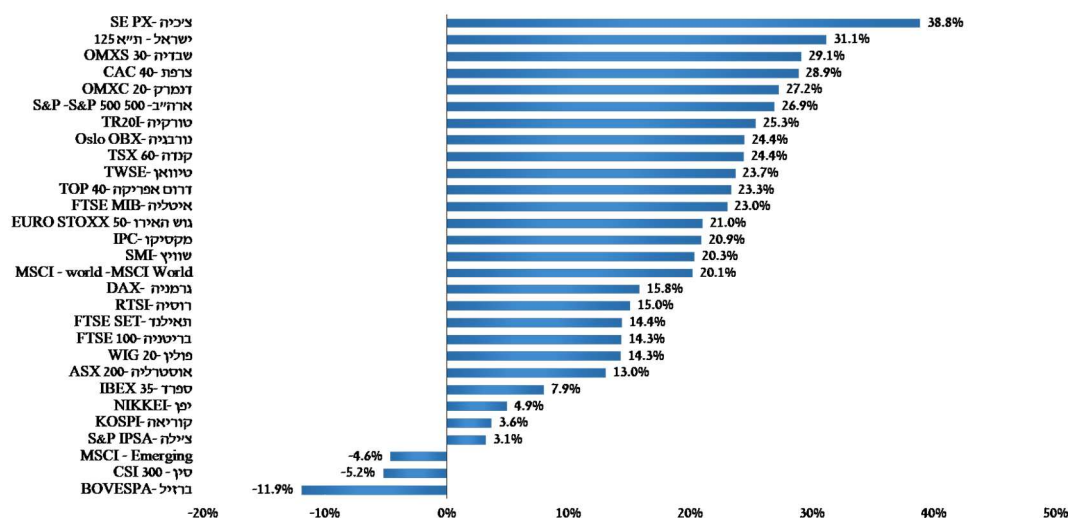
שינוי בתשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים במדינות העיקריות בשנת 2021



מקור: נתונים – בלומברג, עיבוד בנק ישראל.

איור נ-5

ביצועי המניות במדינות המרכזיות במונחי המטבע המקומי - 2021

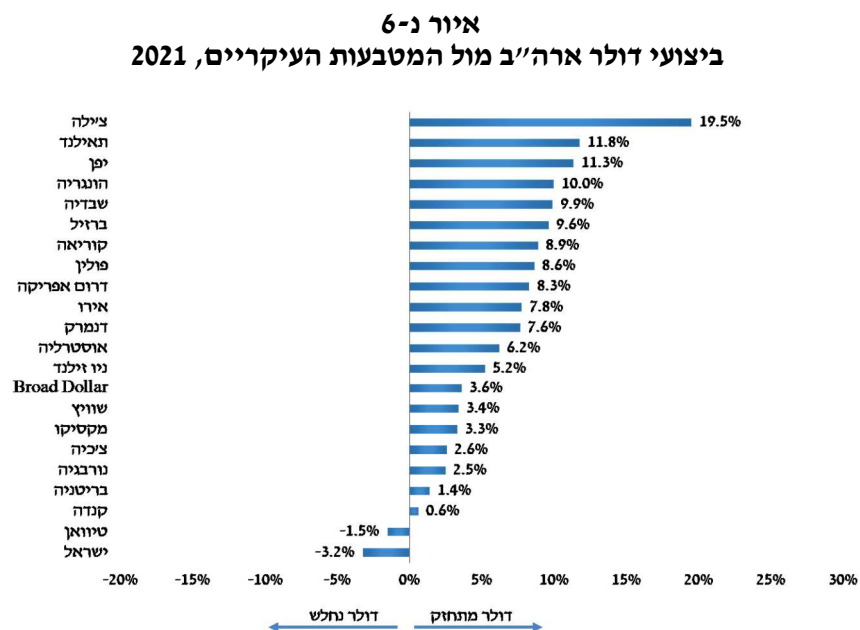


מקור: נתונים – בלומברג, עיבוד בנק ישראל.

בארצות הברית נמשכה ההתאוששות המהירה מהמשבר והתוצר הריאלי עבר כבר ברבעון השני את רמת הפעילות טרום המשבר, ובסוף השנה אף הגיע לרמה הקרובה מאוד לתוואי הצמיחה קודם למשבר. במהלך 2021 הכלכלה צמחה – על פי נתוני קרן המטבע – בשיעור של 5.6%, לאחר צמיחה שלילית של 3.4% במהלך 2020. במהלך השנה החולפת נתמכה הפעילות הכלכלית במדיניות

מוניטרית מרחיבה מאוד של ה-FED והמשך הסיוע הפיסקלי, וזאת לאחר תוכניות הסיוע המשמעותיות במהלך 2020. השיפור בפעילות הכלכלית והעלייה באינפלציה קירבו את ה-FED לעמידה ביעדיו; שיעור האבטלה עמד בסוף השנה על 3.9%, ירידה של 2.8 נקודות אחוז במהלך 2021, וקרוב לרמה טרום המשבר – 3.5%. בדצמבר 2021 עמדה האינפלציה השנתית¹⁶ על 5.8%, מעל יעד ה-FED.

ההתאוששות המהירה של ארצות הברית ביחס לעולם וביצועי היתר של שוק המניות המקומי תמכו בהתחזקות של הדולר (איור נ-6) שעלה במונחי דולר סל ב-3.6% במהלך 2021.



מקור: נתונים – בלומברג, עיבוד בנק ישראל.

בגוש האירו, על פי נתוני קרן המטבע הבין-לאומית, התוצר צמח ב-2021 בשיעור של 5.2%, לאחר התכווצות של 6.4% במהלך 2020, וכך בתחילת 2022 צפוי התוצר לעמוד על רמה הנמוכה ב-1.6% בהשוואה לסוף 2019. הפגיעה במדינות דרום היבשת הייתה חזקה יותר במהלך 2020 מאשר בשאר המדינות בגוש האירו, בין היתר, בשל משקל גבוה יחסית של סקטור השירותים בתוצר. בהתאמה, ההתאוששות השנה הייתה חזקה יותר במדינות אלו. באיטליה ובספרד, לדוגמה, צמחה הכלכלה ב-2021 בשיעור של 6.2%-4.9%, לאחר התכווצות של 8.9%-10.8%, בהתאמה, במהלך 2020. בגרמניה הכלכלה צמחה ב-2021 בשיעור של 2.7%, לאחר התכווצות של 4.6% בשנת 2020. הפעילות במדינה נתמכת בעלייה בביקושים העולמיים למוצרי תעשייה, אך הקשיים בשרשראות הייצור והמחסור בשבבים מכבידים על הפעילות בענף הרכב אשר מהווה ענף יצוא מרכזי של המדינה. האינפלציה השנתית בגוש האירו עלתה בחדות השנה ועמדה – נכון לדצמבר 2021 – על 5%. עיקר התרומה לאינפלציה נבעה מרכיב האנרגיה, שתרם כ-2.5%.

למרות השיפור בפעילות הכלכלית והעלייה באינפלציה, ה-ECB בולט ביוניות יחסית לבנקים מרכזיים אחרים.

¹⁶ במונחי Personal Consumption Expenditures (PCE)

בסין נמשכה ההתאוששות הכלכלית, כאשר ב-2021 הכלכלה צמחה בקצב גבוה של 8.1%, לאחר שהייתה מבין המדינות הבודדות עם צמיחה חיובית במהלך 2020 (2.3%). עם זאת, במהלך השנה נרשמה התמתנות בקצב ההתרחבות בפעילות על רקע מחסור במוצרי אנרגיה, בין היתר, בעקבות השבתה יזומה של מכרות פחם, במטרה לעמוד ביעדי פליטת מזהמים, האטה בפעילות בשוק הנדל"ן על רקע קשיים של מספר חברות נדל"ן גדולות וירידה בקצב הגידול בצריכה הפרטית. בתגובה להאטה הוריד הבנק המרכזי את יחס הרזרבה ואת ריבית ה-LPR (Loan Prime Rate) לשנה, וכן פעל לפחת את היואן על ידי העלאת יחס רזרבת המט"ח. במקביל פעל הבנק לריסון הסיכונים בשוק הנדל"ן, בין היתר על ידי השארת ריבית ה-LPR לחמש שנים ללא שינוי, לצד תמיכה ברכישת פרויקטי נדל"ן של חברות בקשיים על ידי חברות חזקות יותר. הממשל פעל במהלך השנה להקשחת הרגולציה על מספר סקטורים, ביניהם סקטור הטכנולוגיה והחינוך הפרטי. הדבר תרם לביצועי חסר של שוק המניות המקומי במהלך השנה (איור נ-5 לעיל).

נספח 2 : הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע חוץ¹⁷

בתוקף מה- 7 באפריל 2021

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, שנובעים מהמטרות של החזקת היתרות

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

- (א) השגת תשואה שקלית, אשר בטווח הארוך, תכסה לפחות את עלות המימון של החזקת היתרות¹⁸;
- (ב) השגת תשואת החזקה בטווח הבינוני, במונחי הסמן המטבעי (3. להלן) ובמסגרת פרופיל הסיכון (4. להלן), בכפוף להשגת יעד (ג) להלן;
- (ג) ניהול היתרות ברמה גבוהה של נזילות. חלק גדול מהיתרות יושקע בנכסים הניתנים למימוש מהיר בהתראה קצרה בלי לפגוע בערכן. רמת הנזילות תוקטן ככול שהיחס שבין רמת היתרות בפועל לבין רמתן הרצויה גבוה יותר (5. להלן).

2. חלוקת העבודה בין הוועדה המוניתרית לבין חטיבת השווקים

בבואה ליישם את סעיף 40 (ב) לחוק, תבחין הוועדה בין קביעת הקווים המנחים והמעקב התקופתי, לבין קביעת הנחיות מפורטות לצורך ניהולו השוטף של התיק. הוועדה המוניתרית, בהתייעצות עם שר האוצר כקבוע בחוק, תתווה את הקווים המנחים תעדכנם במידת הצורך ותעקוב אחר יישום של מדיניות ההשקעה על ידי החטיבה. חטיבת השווקים תיישם את מדיניות ההשקעה, במסגרת דרגות החופש שיקבעו על ידי הוועדה המוניתרית מעת לעת ותדווח לוועדה המוניתרית, בתדירות רבעונית, על היישום של המדיניות: התפתחויות בשווקים הבין-לאומיים והשלכותיהן על ניהול היתרות; החלטות ההשקעה של החטיבה; ביצועי התיק; וכן על הסיכונים הפיננסיים והאחרים שהתיק חשוף להם. חטיבת השווקים תייעץ לוועדה המוניתרית במילוי תפקידיה באמצעות ניירות עמדה והצעות לדיון בוועדה. הוועדה המוניתרית תאשר ותעדכן במידת הצורך את חלוקת הסמכויות בנושא מדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ.

¹⁷ מאפייני תיק היתרות בפועל מדווחים לציבור בסקירה שנתית שמתפרסמת באתר בנק ישראל.

¹⁸ עלות המימון של החזקת היתרות הינה הפער בין עלות גיוס ההון בשקלים הנדרש להחזקת היתרות לבין התשואה של יתרות המט"ח במונחי הסמן המטבעי, בתוספת הרווח או ההפסד מהחשיפה המטבעית מול השקל.

3. מדידה של תשואת ההחזקה של יתרות מטבע חוץ, הסמן המטבעי והעקרונות לקביעתו

תשואת ההחזקה של היתרות תימדד ותדווח בדיווחי הוועדה המוניתרית במונחי הסמן המטבעי ובמונחי שקל.

הסמן המטבעי הינו סל מטבעות שישמש, בנוסף לשקל, למדידת תשואות יתרות מטבע החוץ. מאחר שתשואת ההחזקה של תיק היתרות תמדד גם במונחי הסמן המטבעי, הרכבו יוגדר כהרכב המטבעי נטול-הסיכון עבור מנהלי תיק היתרות.

הסמן המטבעי יקבע על ידי הוועדה על פי העקרונות הבאים:

(א) פיזור- הפיזור המטבעי של הסמן המטבעי תורם להפחתת סיכון שער החליפין מול השקל במאזן של הבנק ומעודד פיזור השקעתי;

(ב) יציבות- עקרון היציבות חשוב הן להקצאה הנכסית והן להקצאה המטבעית. בהינתן כי היתרות מוחזקות לטווח ארוך, שינויים תכופים או חדים במשקולות המטבעות בסמן המטבעי, שיובילו גם לשינויים במשקולות הנכסים באותן מטבעות, עלולים להביא בטווח הארוך להפסד. לכן, רצוי לשמור על היציבות של הרכב הסמן המטבעי ולהימנע משינויים תכופים או חדים בו;

(ג) הסמן המטבעי יכול רק מטבעות זרבה- בשל חשיבותם של יעדי הנזילות והתשואה הנאותה, הסמן המטבעי יורכב ממטבעות המוכרים בעולם כמטבעות זרבה;

(ד) המטבעות שיכללו בסמן המטבעי שייקבע, יהיו של מדינות שבהן קיימים שווקים של נכסים מגוונים, בעלי נזילות גבוהה;

(ה) על מנת להשיג תשואה שתכסה בטווח הארוך את עלות מימון החזקת היתרות, בבחירת הרכב הסמן המטבעי, הוועדה תתחשב בתנודתיות התשואה של היתרות במונחי שקל בטווח הארוך.

הרכב הסמן המטבעי יבחן על ידי הוועדה המוניתרית על בסיס המלצת חטיבת השווקים, בהתאם לשינויים בשווקים הגלובליים, בתום כל שנה או אם יחולו שינויים מהותיים בנסיבות כאמור.

4. פרופיל הסיכון

פרופיל הסיכון יקבע את רמת הסיכון המרבית שהוועדה המוניתרית מוכנה לקבל כדי להשיג את היעדים שלשם מוחזקות היתרות. בקביעת פרופיל הסיכון יעשה שימוש בניתוח תסריטים ובמגוון של כלים אנליטיים למדידת סיכון כגון VaR, CVaR ואחרים.

פרופיל הסיכון ייקבע כך שבהינתן שיעור של 5% של התוצאות הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד לא יעלה על 900 נ"ב באופן של שנה במונחי הסמן המטבעי (3. לעיל). רמת סיכון זו נקבעה במטרה להגביל את הסיכון בטווח הקצר ולהגדיל את הסיכוי לעמידה ביעד כיסוי עלות מימון היתרות בטווח הארוך.

רמת הסיכון תקבע לפחות פעם בשנה ע"י הוועדה המוניתרית בהתאם לתנאי הרקע.

5. הכללים לניהול הסיכונים הפיננסיים של היתרות

הכללים לניהול הסיכונים הפיננסיים שאליהם חשופות היתרות וההקצאה הנכסית שלהן, שתקבע במונחי הסמן המטבעי, ייקבעו בהתאם ליעדי מדיניות ההשקעה של היתרות (סעיף 1 לעיל) ובכפוף לרמת הסיכון שקבעה הוועדה המוניתרית (סעיף 4). ההקצאה הנכסית של יתרות מטבע החוץ במונחי הסמן המטבעי תאושר לפחות פעם בשנה ע"י הוועדה המוניתרית.

(א) סוגי הנכסים שמאושרים לשימוש בניהול היתרות הם:

1. איגרות חוב (כולל איגרות חוב בריבית קבועה, בריבית משתנה ואיגרות חוב צמודות למדד);
2. איגרות חוב שמגובות במשכנתאות או מגובות נכסים (MBS ו-ABS), שיעור של לכל היותר 6% מסך היתרות;
3. תעודות פיקדון סחירות של בנקים – CD: Certificate of Deposit;
4. פיקדונות לזמן קצוב – Deposit;
5. ניירות ערך מסחריים, CP: Commercial Paper, שהונפקו על ידי ממשלות או בערבות מלאה וישירה של ממשלות, או על ידי PSE (Public Sector Entity) או על ידי מוסדות בינלאומיים;
6. מניות, שיעור של לכל היותר 27% מסך היתרות;
7. נגזרים שנכס הבסיס שלהם מותר להשקעה. מובהר כי ההגבלות בקווים המנחים לגבי כל נכס מותר להשקעה חלות גם על השקעה בנגזרים על אותו נכס כאמור בסעיף זה.
8. מזומן.

(ב) ניהול לעומת סמן:

ניהול רכיבי הסיכון הפיננסי של היתרות יעוגן בניהולן לעומת מערכת סמנים (benchmarks). הכללים לניהול הסיכונים הפיננסיים של היתרות יגזרו את ההרכב המטבעי של הסמנים, את מאפייני סיכון המחיר שלהם (כגון האריכות) בכל מטבע ואת סוגי הנכסים שכלולים בו. ביצועי הניהול של מנהליות התיקים ימדדו מול סמנים אלה.

(ג) הסיכון המטבעי:

החשיפה המטבעית של היתרות תיקבע לפי:

1. הרכב הסמן המטבעי (3. לעיל);
2. חשיפות מטבעיות אסטרטגיות ביחס להרכב הסמן המטבעי: היקפן מוגבל לשיעור של 10% מסך היתרות. הרכב החשיפות והיקפן ייקבעו על ידי הוועדה המוניתרית;
3. חשיפות מטבעיות לטווח הקצר והבינוני ביחס להרכב הסמן המטבעי: היקפן מוגבל לשיעור של 2% מסך היתרות. הרכב החשיפות והיקפן ייקבעו ע"י חטיבת השווקים.

(ד) סיכון השוק:

על מנת להגביל את סיכון השוק שאליו חשופות יתרות מטבע החוץ קבעה הוועדה המוניתרית:

1. את פרופיל הסיכון של יתרות מטבע חוץ בהתאם לסעיף 4.

2. סך ההשקעה הכוללת במניות (סעיף 5.א.6) ובאגרות חוב בהנפקת תאגידים (סעיף 5.ה.4) לא תעלה על שיעור של 35% מסך היתרות.
3. שיעור של לפחות 45% מסך היתרות יושקע במזומן, באגרות חוב ממשלתיות ובפיקדונות בבנקים מרכזיים.

(ה) סיכון האשראי :

כדי להגביל את סיכון האשראי שכרוך בניהול השוטף של תיק היתרות קבעה הוועדה המוניתרית את הכללים הבאים :

1. השקעה במטבעות או הנקובה במטבעות של מדינות¹⁹ מותרת במדינות שקבוצת דירוג האשראי²⁰ שלהן היא לפחות בדירוג BBB. ההשקעה במטבעות או הנקובה במטבעות של מדינות שקבוצת הדירוג שלהן היא BBB מוגבלת לשיעור של 1% מסך היתרות ומחייבת אישור פרטני של הוועדה המוניתרית ;
2. השקעה באג"ח ו-CP בהנפקת ממשלות, או בערבות מלאה וישירה של ממשלות, מותרת אם קבוצת דירוג האשראי שלהן היא בדירוג BBB לכל הפחות. בקבוצת הדירוג BBB ההשקעה בנכסים אלו מוגבלת לשיעור של 1% מסך היתרות ומחייבת אישור פרטני של הוועדה המוניתרית.
3. ההשקעה באגרות חוב וב-CPs בהנפקת PSE, מוגבלת לשיעור של 15% מסך היתרות וזאת רק באג"ח או CPs שקבוצת דירוג האשראי שלהן היא A לכל הפחות ;
4. ההשקעה באגרות חוב בהנפקת תאגידים מוגבלת לשיעור של 15% מסך היתרות. השקעה באגרות חוב בהנפקת תאגידים שדירוג האשראי שלהן מתחת ל-BBB- מותרת עד לשיעור של 5% מסך היתרות ;
5. ההשקעה באגרות חוב וב-CPs בהנפקת מוסדות כספיים בין-לאומיים ובפקדונות בהם מוגבלת לשיעור של 15% מסך היתרות ;
6. סך החשיפה של היתרות למערכת הבנקאית ולברוקרים לא תעלה על שיעור של 10% מסך היתרות ;
7. פעילות מותרת עם בנקים וברוקרים שקבוצת דירוג האשראי שלהם היא BBB לכל הפחות. פעילות עם בנקים וברוקרים שקבוצת דירוג האשראי שלהם היא BBB, מוגבלת לפעילות מסוג DVP (Delivery Versus Payment) בלבד²¹.
8. אם לבנק או ברוקר אין דירוג אשראי, תותר פעילות עסקית מסוג DVP עמו רק עם קבלת מכתב ערבות ישירה ומלאה של חברת האם שלו ואשר קבוצת דירוג האשראי שלה היא BBB לכל הפחות.

¹⁹ מדינה – במסמך זה, מדינת חוץ.

²⁰ דירוג אשראי - דירוג אשראי של לפחות אחת מחברות הדירוג הבינלאומיות IBCA International Rating Agency , Moody's Investor Services , Standard & Poors Corporation או של חברה מדרגת אחרת או על פי דירוג פנימי של בנק ישראל – בהתאם לאישור של הוועדה המוניתרית.

²¹ פעילות מסוג DVP הינה פעילות בה העברת התשלום והנכס מצד לצד מתבצעת בו זמנית .

(ו) סיכון הנזילות:

כדי לאפשר מענה מיידי לבעיות הפיננסיות שמתעוררות בעת חירום יש להשקיע חלק הולם מהיתרות בנכסים שניתנים למימוש בסכומים גדולים, בהתראה קצרה ומבלי לפגוע בערך המימוש שלהם.

1. הנכסים שבהם מושקעות היתרות מסווגים לשלוש רמות נזילות: א. נכסים עם נזילות גבוהה שניתן לממשם בתוך חודש מבלי לפגוע בערכם; ב. נכסים שניתן לממשם בתוך שלושה חודשים מבלי לפגוע בערכם; וכן ג. נכסים בעלי נזילות נמוכה שניתן לממשם בתקופה שעולה על שלושה חודשים מבלי לפגוע בערכם;
2. הוועדה המוניתרית תקבע רמת השקעה מזערית בנכסים עם נזילות גבוהה ורמת השקעה מרבית בנכסים עם נזילות נמוכה. סיווג הנכסים לרמות הנזילות השונות יכול להשתנות בעקבות שינויים בתנאי השוק.

(ז) ניהול פעיל וכללי ציות:

תיק היתרות ינוהל באופן פעיל לפי מדיניות ההשקעה ובמסגרת דרגות חופש מוגבלות ומוגדרות היטב שייקבעו על ידי הוועדה המוניתרית.

6. הסיכונים הלא-פיננסיים שכרוכים בניהול היתרות

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

7. מדידת התשואות והדיווח עליהן

היתרות ינוהלו בשקיפות. חטיבת השווקים תדווח באופן תקופתי לוועדה המוניתרית (2. לעיל) על היקף היתרות ועל השינוי בהן, על הרכב הסמן המטבעי, על השינוי בחשיפות המטבעיות, על ההתפלגות הנכסית, על אריכות התיקים, על החשיפה למדינות, על סיכונים האשראי, על סיכונים הנזילות, ועל התשואה על התיק ועל מרכיביו השונים במונחי הסמן המטבעי ובמונחי שקל. הדיווח ילווה בניתוח של השינויים השוטפים של השווקים הפיננסיים ושל השלכותיהם על ניהול היתרות.

8. טיפול בחריגות פסיביות

כללי המימוש בעת חריגה פסיבית מהקווים המנחים ייקבעו על ידי הוועדה המוניתרית.

נספח 3 : מילון מונחים

ערך	פירוש
1 אריכות Duration	רגישות בין שינוי קטן בערך של מכשיר חוב, כאחוז מערכו הקודם, לבין שינוי בתשואה-לפדיון (בסימן ההפוך) של המכשיר. האריכות נמדדת ביחידות זמן. מונח נרדף: מח"מ (משך חיים ממוצע).
2 אריכות של תיק Portfolio Duration	האריכות הממוצעת של תיק מכשירי חוב (שהאריכות של כל נכס בתוכו משוקללת לפי משקלו בתיק), היא המדד המקובל לאמידה של סיכון הריבית של התיק.
3 דירוג אשראי Credit Rating	הדירוג משקף את הערכת סוכנות הדירוג ליכולת ולנכונות של המנפיק (תאגיד או ממשלה) לעמוד בתשלומי התחייבויותיו במלואם ובזמן. הדירוג משקף את ההסתברות היחסית של המנפיק להגיע לכשל פירעון ביחס למנפיקים מדורגים אחרים. סוכנויות הדירוג הבין-לאומיות המובילות הן: Fitch, Standard & Poors Corporation, Moody's Investor Services.
4 דירוג אשראי השקעתי Investment Grade Rating	דירוג אשראי בטווח שבין AAA ל- BBB (ב-Fitch וב- Standard&Poors) או בין Aaa ל-Baa3 (Moody's). מוכר באנגלית כ- Investment Grade (IG).
5 דירוג אשראי מתחת לדירוג השקעתי High Yield	דירוג אשראי שמתחת לדירוג BBB- או Baa3. מוכר באנגלית כ- High Yield (HY).
6 הוועדה המוניתרית	הוועדה המוניתרית הוקמה בהתאם ל"חוק בנק ישראל, התש"ע-2010". בוועדה שישה חברים – שלושה מבנק ישראל ושלושה נציגי ציבור, כשנגיד הבנק משמש יו"ר הוועדה. הוועדה המוניתרית קובעת את המדיניות להשגת מטרות הבנק, ובכלל זה את המדיניות המוניתרית ומחליטה על הפעולות שעל הבנק לנקוט כדי להשיגן.
7 הסמן הבסיסי (סמן בהרכב הסמן המטבעי)	הוועדה מופקדת, בהתייעצות עם שר האוצר, על התוויית הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של היתרות ועל המעקב אחר היישום של מדיניות זו. הוועדה גם מאשרת ומעדכנת את חלוקת הסמכויות בנושא מדיניות ההשקעה של היתרות בינה לבין חטיבת השווקים.
8 הקווים המנחים	מייצג הרכב נכסי, בר-השקעה וברמת סיכון נמוכה שעומד ביעד של ניהול היתרות ברמה גבוהה של נזילות. ההרכב המטבעי שלו זהה להרכב הסמן המטבעי, והוא מכיל אג"ח ממשלתיות קצרות של מטבעות הסמן המטבעי.
9 יחס מידע Information Ratio	הקווים המנחים כוללים את פירוט הנכסים, את פרופיל הסיכון ואת המגבלות הכמותיות והאיכותיות על סוגי הנכסים שמותרים להשקעה. יש להדגיש שהמגבלות על סוגי הנכסים השונים אינם בבחינת המלצה לשיעור ההשקעה בפועל בסוגי נכסים אלה.
10 יתרות מטבע חוץ Foreign Currency Reserves	מודד את תרומת הניהול הפעיל של מנהל תיק ביחס לסיכון העודף שנטל ומעיד על מידת העקביות של יכולת המנהל להניב תשואה עודפת בתמורה לתוספת סיכון. הוא מחושב כיחס תרומת הניהול הפעיל לסטיית התקן שלה.
11 מדד CVaRp (Conditional Value at Risk)	נכסים פיננסיים שמונפקים על ידי גורמים זרים, שנקובים במטבע חוץ (לרבות זהב), נמצאים בשליטתו הבלעדית של הבנק המרכזי וזמינים לו לצורך ביצוע תפקידיו על פי החוק ללא דיחוי.
12 מרווח תשואה Yield Spread	משמש לכימות רמת הסיכון במונחי תוחלת ההפסד על תיק ההשקעה, בהינתן טווח זמן מסוים והסתברות מסוימת (p). הוועדה המוניתרית קבעה רמת סיכון מרבית של היתרות בקווים המנחים, כך שבהינתן שיעור של 5% של תוצאות ההשקעה הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד באופק של שנה – ה-CVaR5% – לא יעלה על 900 נ"ב.
13 הסמן המטבעי	ההפרש בין התשואות לפדיון על שני מכשירי חוב.
	סל מטבעות שמשמש למדידה של תשואות יתרות מטבע החוץ (ראו פרק ב'-3 לעיל).

ערך	פירוש
14	ניהול פעיל סגנון ניהול השקעה שבו מנהל התיק מנסה באמצעות החלטות קנייה ומכירה של ניירות ערך או אסטרטגיות השקעה שונות להשיג תשואה גבוהה מזו של סמן או מדד שוק. המונח מתאר בסקירה זו החלטות להשקיע בנכסים ובמדינות שאינם כלולים בסמן הבסיסי.
15	נכס מרווח Spread Asset נכס שנושא תשואה-לפדיון גבוהה יותר מזו של אג"ח ממשלתית עם תקופה לפירעון דומה, עקב הבדלים בחשיפה לסיכון אשראי, נזילות, גורמים תפעוליים וכד'. מרווח התשואה של נכס נודע כהפרש בין התשואה-לפדיון שלו לבין זו של אג"ח ממשלתית דומה. נכסי מרווח כוללים גם אג"ח ממשלתיות נקובות במטבע שונה מהמטבע המקומי של המדינה המנפיקה.
16	נכסי סיכון נכסים שמאופיינים בסיכון גבוה מזה שיש באג"ח ממשלתיות. הכוונה בסקירה זו למניות ולאג"ח תאגידיות.
17	נקודת בסיס (נ"ב) Basis Point שיעור של 0.01 אחוז; חלק אחד מתוך עשרת אלפים או מאית האחוז.
18	סטיית תקן Standard Deviation מדד סטטיסטי למידת הפיזור של התפלגות סביב התוחלת שלה, המשמש לעיתים קרובות קנה מידה להיקף החשיפה לאי-ודאות. ע"ע תנודתיות.
19	סיכון אשראי Credit Risk החשיפה לאפשרות של הפסד בשל מחדל בתשלום חובות במועד – של מנפיק, של מוסד פיננסי או של מדינה או הפסד כתוצאה משינויים בהערכת גורמים בשוק את ההסתברות של אירוע כזה.
20	סיכון מחיר Market Risk החשיפה לאפשרות של הפסד בשל שינויים בשערי הנכסים, ידוע גם כ"סיכון שוק". סיכון המחיר של אג"ח, משלב את סיכון הריבית ואת סיכון האשראי, אם קיים.
21	סיכון מטבעי Currency Risk החשיפה לאפשרות של הפסד כתוצאה משינויים בשערי החליפין.
22	סיכון נזילות Liquidity Risk החשיפה לאפשרות של הפסד בשל מימוש כפוי של נכסים בתוך זמן קצר ובנפח גדול יותר ממה שהשוק מסוגל לקלוט, ללא השפעה שלילית על מחיר השוק ו/או על המרווח קנייה/מכירה.
23	סיכון ריבית Interest-rate Risk החשיפה לאפשרות של הפסדי הון בשל עליית התשואות-לפדיון.
24	סמן Benchmark Portfolio תיק רעיוני, בר-השקעה, שבנוי על פי כללים מוסכמים מראש ומשמש קנה מידה להערכת ביצועיו של מנהל התיק השקעות ועוגן לניהול הסיכונים של התיק.
25	עקום תשואות Yield Curve עקום שמתאר את היחס בין התשואה לפדיון לבין הזמן לפירעון שנותר עבור אגרות חוב עם מאפיינים משותפים (כגון אג"ח של ממשלת מדינה מסוימת במטבע מקומי).
26	פרמיית הסיכון תשואת ההחזקה העודפת של נכס סיכון, מעל לריבית חסרת סיכון.
27	שיערוך השינוי ביתרות במונחי דולר שמיוחס לרווחים שמומשו מהכנסה מריבית ומרווחי הון, וכן לשינוי השווי מהפרשי מחירי נכסים ומהפרשי שערים של המטבעות שבהם מושקעות היתרות מול הדולר.
28	תיק חסר סיכון Risk-free Portfolio תיק שבו לא נשקפים למשקיע לא הפסדים ולא רווחים.
29	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').
30	תרומת הניהול הפעיל (תשואה עודפת) ההפרש בין תשואת תיק היתרות לבין תשואת הסמן הבסיסי, שמודד את ההחלטות להשקיע במדינות ובנכסים נוספים, שלא כלולים בסמן הבסיסי. מכונה גם "תשואה עודפת".
31	תשואה-לפדיון Yield to Maturity תשואת ההחזקה, במונחים שנתיים, שהייתה מתקבלת מהחזקה של מכשיר חוב עד למועד פירעונו הסופי, אילו היה אפשר להשקיע את כל תזרים המזומנים שלו באותו שיעור תשואה עד תאריך הפירעון הסופי. מונח נרדף: "תשואה פנימית".