

חטיבת השווקים
בנק ישראל



השקעת יתרות מטבע־החוץ דין וחשבון לשנת 2025

מרץ 2026

תוכן העניינים

מבוא – תנאי הרקע הכלכליים והפיננסיים.....	5
א. רמתן של יתרות המט"ח.....	6
ב. מסגרת הניהול של יתרות המט"ח.....	8
תיבה 1: השינויים העיקריים בקווים המנחים לניהול השקעות מטבע החוץ.....	9
ג. הרכב היתרות ותהליך ההקצאה האסטרטגית.....	11
ד. התשואה בגין החזקתן של יתרות המט"ח.....	13
1. התשואה בגין החזקתן של יתרות המט"ח במונחי הסמן המטבעי.....	13
2. הסיכון.....	16
נספח 1: הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע-חוץ.....	19
נספח 2: הקווים המנחים החדשים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע-חוץ.....	24
נספח 3 : מילון מונחים.....	26



במהלך שנת 2025 נמשכה המגמה החיובית במרבית שווקי המניות והאג"ח, וזאת על רקע המשך הצמיחה העולמית והתפתחויות חיוביות בתחום ה-AI. בארה"ב רמת האינפלציה נותרה גבוהה, והקשתה על ה-Fed להפחית את הריבית במידה משמעותית. באירופה הביאו סיכונים פיסקליים וגיאופוליטיים לעליית התשואות על החוב הממשלתי.

תנאי הרקע
הכלכליים
הפיננסיים

בשנת 2025 גדלו יתרות המט"ח בכ-14.9 מיליארדי דולרים, לסך של 229.5 מיליארדים. גידול זה נבע מרווחים מהחזקת מניות ואג"ח, מתקבולי ריבית ומהפרשי שערי חליפין עקב היחלשות הדולר מול מטבעות הסמן. רווחים אלו קוזזו על ידי משיכות הממשלה מחשבון המט"ח שלה, המנוהל בבנק ישראל.

רמת יתרות
המט"ח ומקורות
השינוי בהן

הרכב הנכסים של יתרות המט"ח בסוף שנת 2025 היה: 65% אג"ח ממשלתיות ואחרות¹, 25% מניות ו-10% אג"ח תאגידיות.

הרכב הנכסים של
יתרות המט"ח

תשואת ההחזקה של יתרות המט"ח במונחי הסמן המטבעי² הסתכמה בשנת 2025 ב-7.9%.

התשואה של
יתרות המט"ח
במונחי הסמן
המטבעי

לוח 1א תשואת החזקתן של יתרות המט"ח במבט שנתי ובממוצע רב-שנתי במונחי הסמן המטבעי; אחוזים, במונחים שנתיים

שנה	שלוש שנים	חמש שנים	
2021	2.9%	4.4%	3.2%
2022	-5.7%	0.3%	1.4%
2023	8.2%	1.6%	3.0%
2024	6.7%	2.9%	3.1%
2025	7.9%	7.6%	3.9%

¹ כולל פיקדונות וחשבונות עו"ש בבנקים מרכזיים, שרמת הסיכון הגלומה בהם שקולה לסיכון המדינה הגלום באג"ח ממשלתיות; השקעה במכשירי חוב של מנפיקים רב-לאומיים ושל מנפיקים סמי-ממשלתיים או בערבות ממשלתית (Supra Sovereign Agencies) וכן באג"ח ממשלתיות הנקובות במטבע שאינו המטבע המקומי של המדינה המנפיקה.

² מידע על הסמן המטבעי מובא להלן בפרק ב'.

רמת-הסיכון של יתרות המט"ח

התנודתיות של היתרות התמתנה מעט, בהשפעת ירידה בתנודתיות של שוקי המניות והאג"ח – אולם בשל גידול משקל המניות בתיק במהלך השנה סיכון הזנב להפסד (CVaR5%³) גדל.

התשואה השקלית של יתרות המט"ח

תשואת ההחזקה של יתרות המט"ח במונחים שקליים הסתכמה בשנת 2025 בשיעור של -2.5% משום שהשקל התחזק מול הסמן המטבעי ב-9.6%. אולם בטווחים של שלוש וחמש שנים נרשמה תשואה חיובית במונחים שקליים. בהתאם לאחד מיעדי מדיניות ההשקעה של יתרות המט"ח על התשואה השקלית לכסות את העלות השקלית של החזקת היתרות בטווח הארוך⁴.

לוח 21
תשואת החזקתן של יתרות המט"ח במבט שנתי ובממוצע רב-שנתי
במונחי שקל; אחוזים, במונחים שנתיים

התשואה			השינוי השנתי בשער החליפין הסמן המטבעי/השקל*	
חמש שנים	שלוש שנים	שנה		
-0.6%	-2.0%	-2.9%	-5.7%	2021
0.7%	0.0%	3.4%	9.7%	2022
1.8%	4.1%	12.4%	3.8%	2023
3.3%	6.8%	4.8%	-1.8%	2024
2.9%	4.7%	-2.5%	-9.6%	2025

*סימן שלילי לשינוי בשער החליפין משמעו ייסוף של השקל.

שינויי בקווים המנחים

בסוף שנת 2025 נכנסו לתוקפם שינויים בקווים המנחים, שגיבשה הוועדה המוניתרית בהתייעצות עם שר האוצר. מטרת השינויים היא הידוק מגבלות הביטחון והנזילות לצד הרחבה מתונה של תקציב הסיכון במונחי CVaR5% והרחבת דרגות החופש להשקעה בנכסי סיכון.

³ הגדרה של מדד-הסיכון נכללת במילון המונחים - נספח 3.
⁴ עלות החזקת היתרות בטווח עומדת על 3.1% בממוצע בשלוש שנים האחרונות ועל 2% בממוצע בחמש השנים האחרונות. עלות זו נמוכה מהתשואה השקלית בשלוש וחמש השנים האחרונות המוצגת בלוח 1 ב'. לפי הקווים המנחים החדשים (תיבה 1) היעד המשני של מדיניות ההשקעה הוא השגת תשואה שקלית שתצמצם את העלות של החזקת היתרות בטווח הארוך.

מבוא – תנאי הרקע הכלכליים והפיננסיים

הפעילות הכלכלית והפיננסית הגלובלית בשנת 2025 הושפעה ממספר התפתחויות מרכזיות, שפעלו בכיוונים מנוגדים: מחד גיסא, עלייה של הסיכון הגיאופוליטי בעולם, מדיניות הממשל בארה"ב בנושא הסחר העולמי ומעמדם של המוסדות הפיננסיים הובילו להתגברות אי-הוודאות הכלכלית והפיננסית; מאידך, נרשמה התרחבות בתחום ה-AI מבחינת היכולות, השימושים וההשקעות של החברות. **בסיכום השנה קצב הצמיחה הגלובלית היה דומה לממוצע ארוך הטווח.** התנודתיות בשווקים הפיננסיים הייתה גבוהה בעיקר במחצית הראשונה של השנה, ובהמשך היא התמתנה, לאחר ריכוך הטון במדיניות הסחר וחתימה על הסכמי סחר חדשים.

הפעילות הכלכלית בארה"ב התמתנה ביחס לשנים הקודמות, על רקע הריבית הגבוהה, מלחמת הסחר ומדיניות הגירה שגרמה להמשך ההתקררות של שוק העבודה. היקפי השקעות עצומים במגזר ה-AI ואפקט העושר כתוצאה מעליות מדדי המניות מיתנו את ההשלכות השליליות של התפתחויות אלה. בגוש האירו נרשם שיפור בפעילות הכלכלית, בין היתר הודות להקלה מוניטרית, לתוכנית פסקלית מקיפה ולגידול היצוא עקב הקדמת רכישות טרם העלאת המכסים.

סביבת האינפלציה והמדיניות המוניטרית התאפיינו השנה בהבדלים בין הגושים המרכזיים. באירופה הצמיחה הנמוכה, גידול דמוגרפי אפסי וירידה של מחירי האנרגיה הובילו להתכנסות האינפלציה ליעד. התכנסות זו אפשרה ל-ECB להוריד את הריבית עד לרמה של 2%. בארה"ב האינפלציה ירדה, אולם קצב ההתכנסות ליעד ה-Fed היה מתון, והרמה נותרה מעליו, בין היתר על רקע השלכות מלחמת הסחר על אינפלציית הליבה ודביקות מחירי השירותים. לפיכך הותיר ה-Fed את הריבית ללא שינוי במהלך מרבית השנה. ביפן נמשך תהליך העלאות הריבית.

בשוק המט"ח העולמי נרשמה היחלשות ניכרת של הדולר, על רקע מדיניות הממשל בארה"ב ביחס לסחר העולמי והגירעון הפיסקלי הגבוה.

מרבית מדדי המניות המובילים בעולם רשמו בשנת 2025 תשואות חיוביות דו-ספרתיות, לאחר תנודתיות חדה בשליש הראשון של השנה על רקע מלחמת הסחר. העליות נבעו משיפור בסנטימנט המשקיעים, מאיתנות החברות בארה"ב ומהמשך הדומיננטיות של ענקיות הטכנולוגיה, בהובלת מהפכת ה-AI. הביצועים החיוביים הקיפו את מרבית השווקים המפותחים.

תשואות האג"ח הממשלתיות התאפיינו בהיתללות של עקומי התשואה, על רקע ירידה בתשואות של האג"ח קצרות הטווח. התשואות לטווחים הארוכים ירדו בארה"ב, בעוד שבאירופה הן עלו, בשל סיכונים פיסקליים, סיכונים גיאופוליטיים ועלייה צפויה של הוצאות הביטחון. מגמות אלו שיקפו התגברות של אי-הוודאות הכלכלית והפיסקלית בטווח הארוך.

המסחר בשוק האג"ח התאגידיות אופיין במגמה חיובית. המרווחים הקונצרניים בארה"ב נותרו דומים לאלו של תחילת השנה, ובאירופה הם אף הצטמצמו. החוסן הפיננסי של החברות נותר גבוה, ושיעורי פשיטות הרגל נותרו נמוכים. הביקושים לאג"ח נותרו חזקים, גם על רקע גל הנפקות לקראת סוף השנה, בעיקר מצד חברות טכנולוגיה למימון השקעות בתחום ה-AI.

איור 1

התשואה של מדדי שוק עיקריים לשנת 2025 במונחי מטבע מקומי



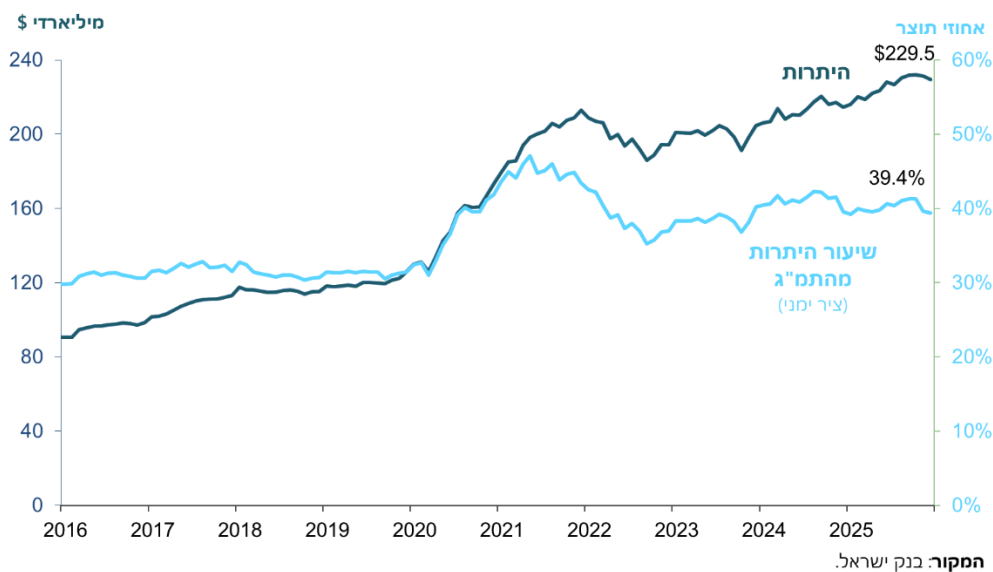
המקור: נתוני בלומברג, עיבודי בנק ישראל.

א. רמתן של יתרות המט"ח

יתרות המט"ח של בנק ישראל גדלו, בסיכום שנתי, בכ-14.9 מיליארדי דולרים - מ-214.6 מיליארדים בסוף שנת 2024 ל-229.5 מיליארדים בסוף שנת 2025⁵ (איור 2). מקובל למדוד את היתרות ביחס למצרפים כלכליים שונים, ובעיקר ביחס לתוצר. רמת היתרות ביחס לתמ"ג נותרה יציבה בשיעור של 39.4%⁶, לעומת 39.6% בסוף שנת 2024. יחס היתרות לתוצר של ישראל נותר גבוה בהשוואה לחציון של מדינות אחרות (איור 3).

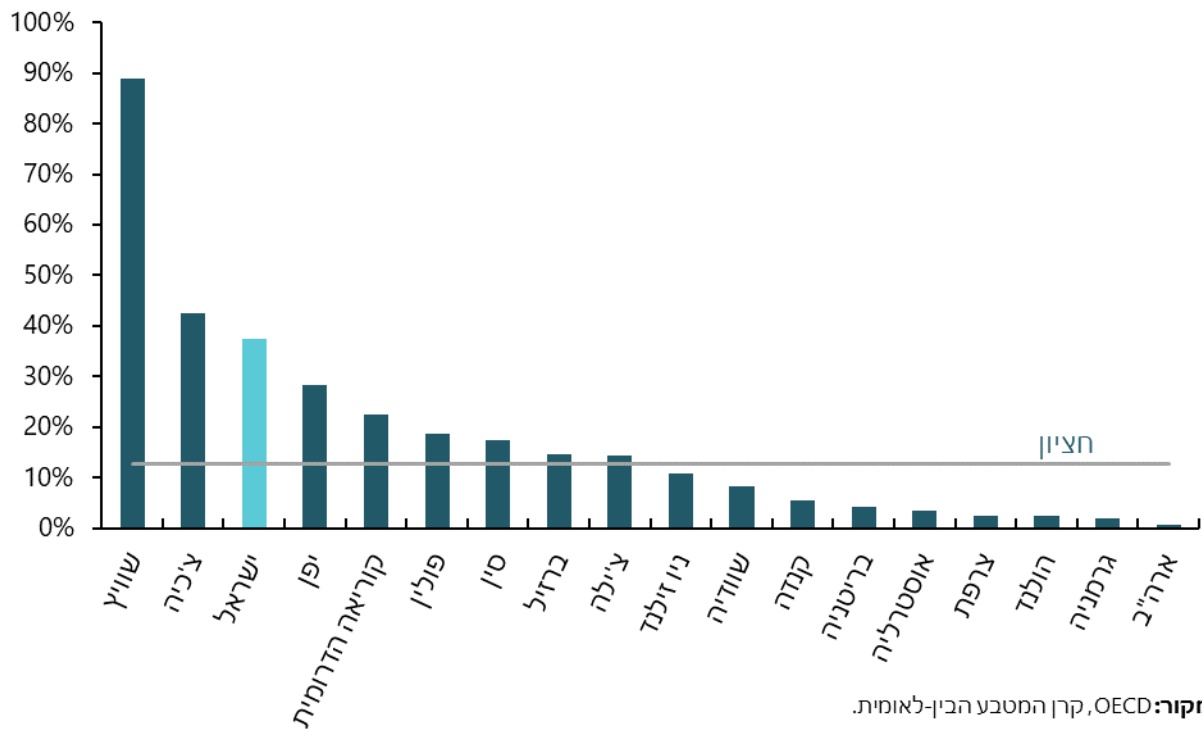
איור 2

יתרות המט"ח של ישראל ושיעורן מהתמ"ג, 2016-2025 (יתרות לסוף החודש)



⁵ רמת היתרות לאורך כל הסקירה כוללת את ההקצאות של זכויות משיכה באמצעות קרן המטבע הבין-לאומית למדינות החברות בקרן (Allocation SDRs) ואת ה-Reserve Tranche בקרן. בסוף שנת 2025 הגיעה רמתן ל-4.6 מיליארדי דולרים. עוד בעניין זה ראו: בנק ישראל – דין וחשבון כספי לשנת 2025.
⁶ הנתון מחושב על בסיס נתוני התוצר לשנת 2025, שעודכנו מאז מועד פרסום הדוח לשנת 2024.

איור 3
היחס בין היתרות לבין התוצר, ישראל לעומת מדינות אחרות⁷



לוח 2
רכיבי השינויים ביתרות בשנת 2025
(מיליוני דולרים)

שערור	24,172
רכישות / מכירות ⁹	-273
המגזר הפרטי ¹⁰	-3
הממשלה	-8,958
סה"כ שינוי	14,938

המקור: בנק ישראל.

גידול היתרות בכ-14.9 מיליארד דולר (לוח 2) נבע בעיקר משערור⁸ בכ-24.1 מיליארדי דולרים, בפירוט הבא:

1. כ-17 מיליארדי דולרים נבעו מרווחים ממניות, מרווחי הון באג"ח ומהכנסות ריבית.
 2. כ-7 מיליארדי דולרים נבעו מרווחים של הפרשי שער עקב התחזקות מטבעות הסמן מול הדולר.
- גידול היתרות בגין השערור קוזז בכ-9 מיליארדי דולרים כתוצאה ממשיכות הממשלה.

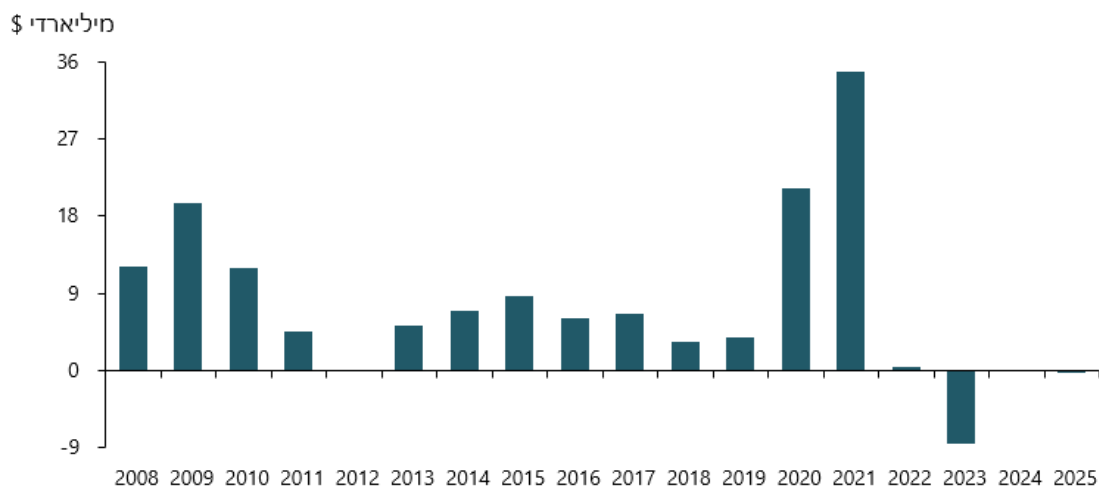
⁷ נתוני היתרות והתוצר לשנת 2025 נכונים ל-31 בדצמבר 2025.

⁸ השערור הוא השינוי ביתרות במונחי דולר, אשר מיוחס לרווחים שמומשו מהכנסה מריבית ומרווחי הון וכן לשינוי השווי כתוצאה מהפרשי נכסים ומהפרשי שער בין המטבעות שבהם מושקעות היתרות לבין הדולר.

⁹ במסגרת התוכנית למכירת מט"ח, שהוכרזה בתחילת מלחמת "חרבות ברזל", מכר בנק ישראל במהלך שנת 2025 מט"ח בהיקף מצומצם של 273 מיליוני דולרים כדי להבטיח את הפעילות הסדירה של שוק המט"ח במהלך מבצע "עם כלביא" (איור 4).

¹⁰ המגזר הפרטי – הפיקדונות והמשיכות של הבנקים מחשבונותיהם במט"ח בבנק ישראל.

איור 4
מכירות ורכישות מט"ח באמצעות בנק ישראל, 2008–2025



המקור: בנק ישראל.

ב. המסגרת של ניהול יתרות המט"ח

לפי **חוק בנק ישראל התש"ע-2010** הבנק מופקד על החזקת יתרות המט"ח של המדינה ועל ניהולן. יתרות המט"ח שמחזיקות מדינות נועדו לשמש מלאי בהיקף שיספיק למשק בעת משבר או בשעת חירום (למשל במקרה של מלחמה או אסון טבע). בעתות כאלה ייתכן שיתרות המט"ח ייוותרו המקור העיקרי של המדינה למימון במט"ח. הוועדה המוניתרית, שבראשה עומד הנגיד, ובה חברים גם נציגי ציבור, מתווה, בהתייעצות עם שר האוצר, את **הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות המט"ח** (נספח 1), ומופקדת גם על המעקב אחר יישומה של מדיניות זו. ניהול היתרות על ידי בנק ישראל מושתת על שימוש בסמן כנקודת ייחוס למדידת ביצועי החלטות ההשקעה של מנהלי היתרות ושל הסיכונים שניטלו.

בסוף שנת 2025 נכנסו לתוקפם שינויים בקווים המנחים, שגיבשה הוועדה המוניתרית בהתייעצות עם שר האוצר, כנדרש בחוק. תיבה 1 מרחיבה על השינויים שהתקבלו, הרקע לשינוי ומטרותיו.¹¹

¹¹ יתר ההתייחסויות לקווים המנחים בהמשך סקירה זו הן לקווים המנחים שהיו בתוקף עד 23 בדצמבר 2025.

תיבה 1: השינויים העיקריים בקווים המנחים לניהול השקעות מטבע החוץ

חוק בנק ישראל קובע שהוועדה המוניתרית, בהתייעצות עם שר האוצר, תתווה את הקווים המנחים למדיניות ההשקעות של יתרות המט"ח (40 (ב)). הקווים המנחים לניהול השקעות מט"ח שונו מספר פעמים מאז נחקק החוק; השינוי האחרון המתואר כאן נכנס לתוקפו בסוף 2025. הנוסח המעודכן כולל מספר שינויים מהותיים ביחס לנוסח הקודם.

רקע

השינויים הקודמים בנוסח הקווים המנחים הרחיבו את פרופיל הסיכון של תיק היתרות במטרה להביא למקסימום את תשואת ההחזקה בטווח הארוך בלי לפגוע ביעד החזקתן. הקווים המנחים החדשים נוסחו על רקע ניסיון השקעתי מצטבר בבנק ישראל והגידול הנמשך של יתרות המט"ח. מאז 2021, מועד העדכון האחרון, גדלו יתרות המט"ח בכ-30%, לרמה של כ-225 מיליארדי דולרים. התשואה הגבוהה יחסית של היתרות בשנים האחרונות הביאה לגידול נמשך בהן, ורמתן כיום גבוהה משמעותית מזו המוערכת כרמה הראויה – 130 עד 170 מיליארדי דולרים. כמו כן, מאז העדכון האחרון נצבר ניסיון נוסף בניהול היתרות, כולל בנכסים ושווקים חדשים, ולראשונה מומשו יתרות בשעת חרום. להלן השינויים העיקריים:

יעדים – היעדים של ניהול היתרות עודכנו וחודדו, באופן העולה בקנה אחד עם סדר העדיפות הקלאסי של ניהול יתרות: 1. בטיחות; 2. נזילות; 3. תשואה. הקווים המנחים המעודכנים כוללים היררכיה בין יעד הבטיחות, שהוא היעד החשוב ביותר, לבין השגת תשואה – יעד משני הכפוף להשגת היעד הראשון – וכן הובא בחשבון האופק המתאים לכל יעד.

הרחבה מתונה של תקציב הסיכון הכולל – הנוסח החדש מאפשר הרחבה מתונה של פרופיל הסיכון. מגבלת סיכון השוק הכולל של תיק היתרות, שנאמדת על פי 5% הגרועים ביותר של תוחלת ההפסד הצפוי בהתאם להתפלגות הנכסים בתיק, הועלתה ל-10% באופן של שנה, וזאת לעומת מגבלת סיכון של 9% בעבר.

שינוי המגבלה הכוללת להשקעה במניות ואג"ח HY – שיעור ההשקעה המקסימלי הועלה מ-27% ל-35%. יחד עם זאת, שיעור ההקצאה הכולל במניות ואג"ח מסוג HY מוגבל גם הוא ל-35%, וההשקעה המרבית באג"ח HY נשארה כפי שהייתה – 5 אחוזים.

הפרדת המגבלה לאג"ח חברות בדירוג אשראי גבוה – הנוסח החדש מבטא שינוי תפיסה מסוים לגבי אג"ח מסוג Investment Grade. הניסיון המצטבר הרב בניהול נכסים אלו, גם במצבי משבר וירידות בשווקים הגלובליים, מלמד, כי סיכון האשראי שלהם זעיר וסיכון השוק (תנודתיות המחיר) נמוך מאוד. לפיכך הוחלט לא לכלול נכסים אלו במגבלת ה-35% על סכום ההשקעה במניות ואג"ח מסוג HY, ושיעור ההשקעה בהם הוגבל בנפרד ל-15%.

הידוק מגבלות הבטיחות והנזילות – מגבלת ההשקעה המינימלית באג"ח ממשלתיות ובפיקדונות בבנקים מרכזיים היא 45% מתיק היתרות, כמו בנוסח הקודם של הקווים המנחים. אולם הפעם הוגבלו האג"ח והבנקים המרכזיים שההשקעה בהם (בשיעור האמור) מותרת להשקעה לאג"ח ובנקים מרכזיים של מדינות הסמן המטבעי בלבד ולפיקדונות לטווח קצר בלבד.

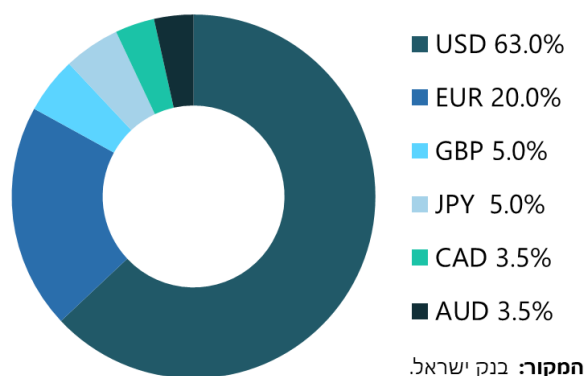
עיגון של עקרונות השקעה כלליים – הנוסח החדש כולל מחויבות לעקרון הפיזור בהשקעת היתרות ועיגון של עקרון היציבות ועקרון הדומיננטיות האסטרטגית של שיקולים לטווח ארוך בהחלטות ההשקעה. הנוסח החדש כולל גם התייחסות לרמה הרצויה, ובכך הוא משקף את הקשר בין גובה היתרות לפרופיל התשואה-סיכון.

הנוסח החדש המלא של הקווים המנחים, המופיע כנספח 2 בדוח זה, אושר בסוף שנת 2025, והיווה את התשתית להקצאה האסטרטגית של יתרות המט"ח בשנת 2026.

סמן (Benchmark) הוא תיק רעיוני, בר השקעה, שמורכב מנכסים שונים 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 במטבעות הסמן המטבעי באריכות (מח"מ) של שישה חודשים.

הסמן המטבעי הוא סל מטבעות, המשמש, לצד השקל, למדידת התשואות של יתרות המט"ח. מאחר שתשואת ההחזקה של היתרות נמדדת גם במונחי הסמן המטבעי, הרכבו נחשב מבחינת מנהלי היתרות להרכב מטבעי חסר סיכון. את הרכב הסמן המטבעי קובעת הוועדה המוניתרית על-פי עקרונות המפורטים בקווים המנחים (נספח 1). ההרכב המטבעי נבחן לפחות אחת לשנה, ומעודכן בעת הצורך באישורה של הוועדה המוניתרית (איור 5).

איור 5
התפלגות מטבעות הסמן המטבעי
בתחילת שנת 2025



ג. הרכב היתרות ותהליך ההקצאה האסטרטגית

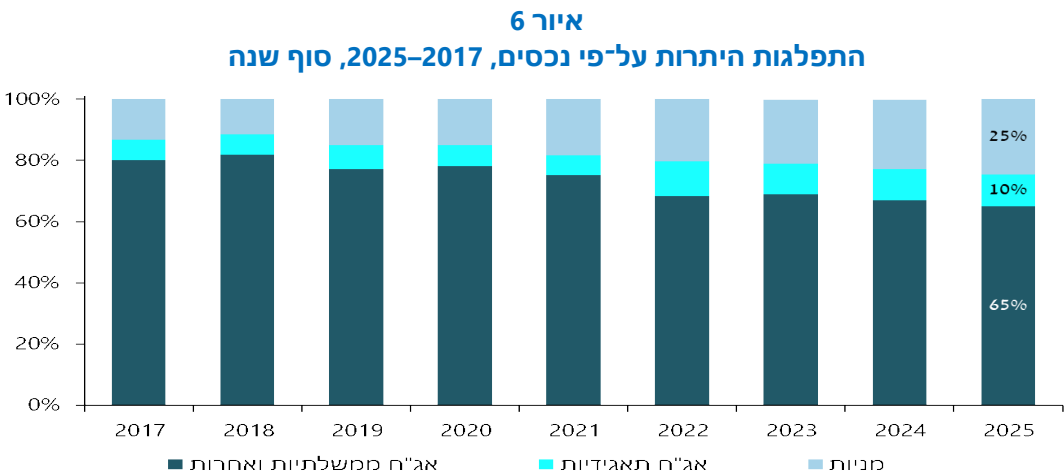
בתהליך השנתי של ההקצאה האסטרטגית של היתרות נקבע הרכב היתרות לשנה הקרובה. להקצאה שנבחרת יש, במסגרת רמת-הסיכון הרצויה ובמגבלות הקווים המנחים, תוחלת תשואה צפויה. ההקצאה האסטרטגית, על-פי תחזיות להתפתחויות המקרו-כלכליות והמגמות בשווקים הפיננסיים הגלובליים, קובעת את המאפיינים המרכזיים של היתרות בהינתן הסמן המטבעי, ובכללם את ההרכב הנכסי ואת אריכות (מח"מ) המטרה לגבי כל מטבע. במסגרת ההקצאה האסטרטגית, החליטה הוועדה המוניתרית בתחילת שנת 2025 להשאיר את ההקצאה האסטרטגית ללא שינוי (לוח 3). חטיבת השווקים מנהלת את היתרות ביחס להקצאה האסטרטגית ובהתאם לדרגות חופש שהוועדה נתנה לה. במסגרת זאת הגדילה החטיבה בשנת 2025, בהדרגה, את משקל המניות בתיק לשיעור של 25%.

לוח 3

ההקצאה האסטרטגית לשנת 2024 ולשנת 2025

2025	2024	הרכב ההקצאה הנכסי
67%	67%	אג"ח ממשלתיות
38.5%	38.3%	ארה"ב
14.6%	14.2%	אירופה
13.9%	14.5%	אחרים
9%	9%	אג"ח תאגידיות - IG ¹²
6%	6%	ארה"ב
3%	3%	אירופה
1%	1%	אג"ח תאגידיות - HY ¹³
0.75%	0.75%	ארה"ב
0.25%	0.25%	אירופה
23%	23%	מניות
		האריכות (בשנים)
3.5	3.5	אג"ח ממשלתיות ותאגידיות
4	4	ארה"ב
3	3	אירופה
2.5	2.5	אחרים

המקור: בנק ישראל.



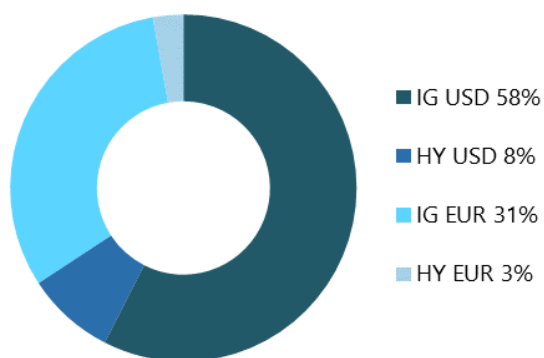
המקור: בנק ישראל.

¹² Investment Grade - IG: אג"ח תאגידיות בדירוג השקעה (דירוג BBB ומעלה).

¹³ High Yield - HY: אג"ח תאגידיות המדורגות מתחת לדירוג השקעה (מתחת לדירוג BBB).

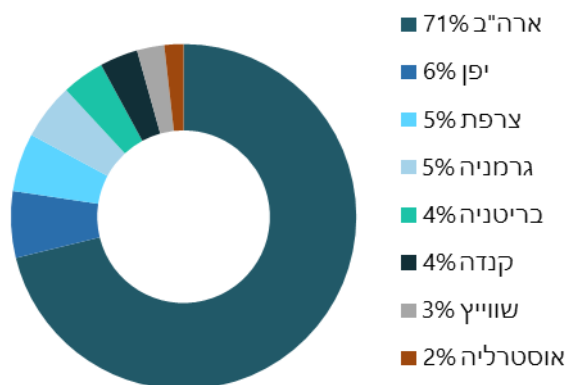
מאפיינים עיקריים של היתרות (איורים 7-10)

איור 8
התפלגות האג"ח התאגידיות (10% מהיתרות)
על פי השווקים
דצמבר 2025



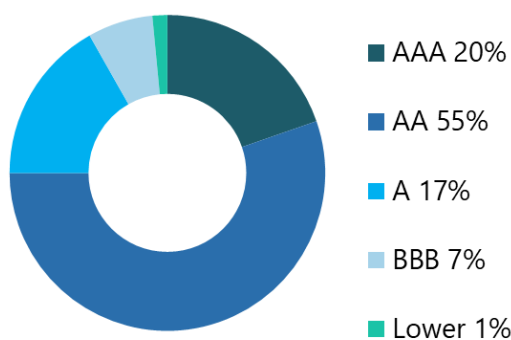
המקור: בנק ישראל.

איור 7
התפלגות המניות (25% מהיתרות)
על פי המדינות
דצמבר 2025



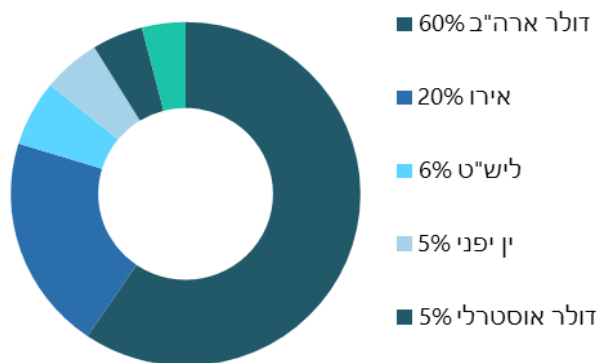
המקור: בנק ישראל.

איור 10
התפלגות היתרות (ללא מניות)
על פי הדירוגים¹⁴
דצמבר 2025



מקור: בנק ישראל, בלומברג, S&P.
© כל הזכויות שמורות ל-S&P

איור 9
התפלגות האג"ח הממשלתיות ואחרות
(65% מהיתרות) על פי המטבעות
דצמבר 2025



המקור: בנק ישראל.

¹⁴ באג"ח התאגידיות הדירוגים הם דירוגי Bloomberg Barclays Index, המבוססים על הדירוג של שלוש חברות הדירוג S&P, Moody's, ו-Fitch. לגבי שאר הנכסים הדירוגים הם דירוגי S&P.

ד. תשואת החזקתן של יתרות המט"ח

1. התשואה בגין החזקתן של יתרות המט"ח במונחי הסמן המטבעי

תשואת ההחזקה היא תוצאת ההחלטות להשקיע בסוגי נכסים הנבדלים ביניהם בסיכון ובתשואה.

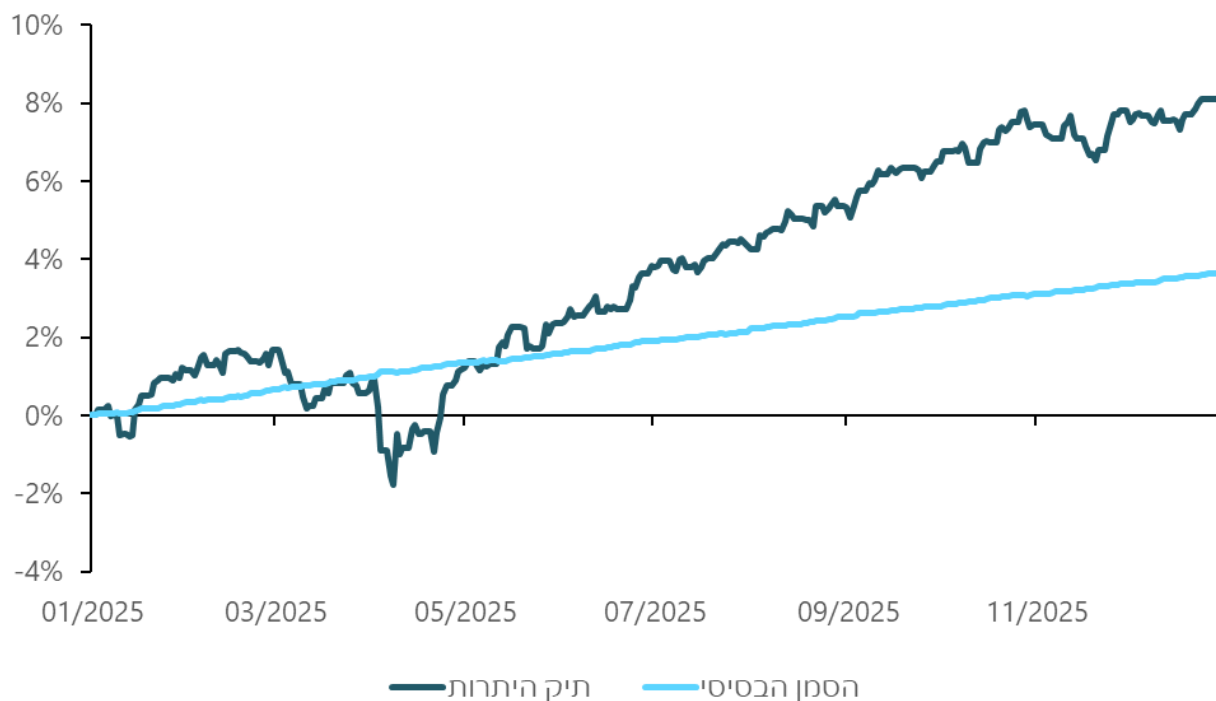
השקעה של יתרות המט"ח בנכסי-סיכון החלה בשנת 2012, עם התחלת ההשקעה במניות, ונמשכה בשנת 2014 עם התחלת ההשקעה באג"ח תאגידיות בדירוג השקעה (Investment Grade). בשנת 2022 נוספה גם השקעה באג"ח תאגידיות שדירוג האשראי שלהן הוא מתחת לדירוג ההשקעה (High Yield).

ההגדלה של נכסי-הסיכון בהרכב היתרות מגדילה את תוחלת התשואה בטווח הארוך, הודות לפרמיית הסיכון (התשואה העודפת של נכסי-סיכון מעל לריבית חסרת-סיכון). עם זאת, התנודתיות צפויה לעלות אף היא, בשל התנודתיות הגבוהה יותר של נכסי-הסיכון. העלייה בתנודתיות מקוזזת במידה מסוימת בזכות פיזור היתרות בין סוגים שונים של נכסים.

תשואת ההחזקה של היתרות במונחי הסמן המטבעי הסתכמה בשנת 2025 בשיעור של 7.9% (לוח א1). תשואה זו היא מבין הגבוהות בקרב בנקים מרכזיים בעולם. תשואת הסמן הבסיסי¹⁵ הסתכמה ב-3.7% (איור 11).

איור 11

התשואה המצטברת של החזקת היתרות והתשואה המצטברת של הסמן הבסיסי בשנת 2025
(במונחי הסמן המטבעי)



המקור: בנק ישראל.

¹⁵ מידע על הסמן המטבעי מובא לעיל בפרק ב'.

בהסתכלות ארוכת טווח התשואות הממוצעות של היתרות לשלוש ולחמש שנים במונחי הסמן המטבעי היו 7.6%-ו-3.9%, בהתאמה.

להלן פירוט תרומתם של הרכיבים העיקריים לתשואת ההחזקה (לוח 4):

לוח 4
תשואת הרכיבים העיקריים ותרומתם לתשואת ההחזקה, 2023 עד 2025
(באחוזים, במונחי הסמן המטבעי, שנתי)

2025		2024		2023		
התרומה	התשואה	התרומה	התשואה	התרומה	התשואה	
4.2%	19.8%	4.4%	20.5%	4.5%	23.2%	מניות
3.0%	4.3%	1.8%	2.5%	3.0%	4.5%	אג"ח ממשלתיות ואחרות
0.7%	6.6%	0.5%	5.6%	0.7%	7.6%	אג"ח תאגידיות
7.9%		6.7%		8.2%		סה"כ

המקור: בנק ישראל.

ההשקעה במניות

ההשקעה של יתרות המט"ח במניות החלה בשנת 2012, והיא עוקבת אחר מדדי מניות מקומיים בשוקי ההשקעה. פיזור ההשקעה הוא לפי מדד מניות רחב של משקים מפותחים, שמבוסס על מדד MSCI Developed. המגמה החיובית בשווקים הביאה, בסיום שנתי, לעליות משמעותיות של מדדי המניות שבהם מושקעות היתרות (איור 12).

תרומת ההשקעה במניות עמדה השנה על כ-424 נ"ב.

איור 12
תשואות ההחזקה¹⁶ של מדדי המניות (MSCI¹⁷) ותרומתן¹⁸ לתשואת היתרות במונחי סמן מטבעי
בשנת 2025
(בסוגריים שיעור ההשקעה מסך היתרות, דצמבר 2025)

התשואה במונחי המטבע המקומי	התשואה במונחי המטבע המקומי לשנת 2025	התרומה לתשואת תיק היתרות בשנת 2025 (נ"ב)	
התשואה במונחי המטבע המקומי 2021-2025			
13.3%	17.3%	299	ארה"ב (17.4%)
16.1%	25.6%	32	יפן (1.5%)
9.6%	21.2%	21	גרמניה (1.3%)
10.1%	14.1%	16	צרפת (1.3%)
16.8%	33.1%	22	קנדה (0.9%)
12.1%	24.6%	19	בריטניה (1.0%)
6.5%	17.6%	11	שווייץ (0.6%)
9.9%	9.9%	4	אוסטרליה (0.4%)

המקור: נתוני בלומברג, עיבודי בנק ישראל.

¹⁶ כולל תשלומי דיווידנד ורווחי הון.

¹⁷ מדד המניות של בנק ישראל מבוסס על שמונה מדדי המניות הגדולים של מדד MSCI למדינות המפותחות ומכסה 93% מהמדד.

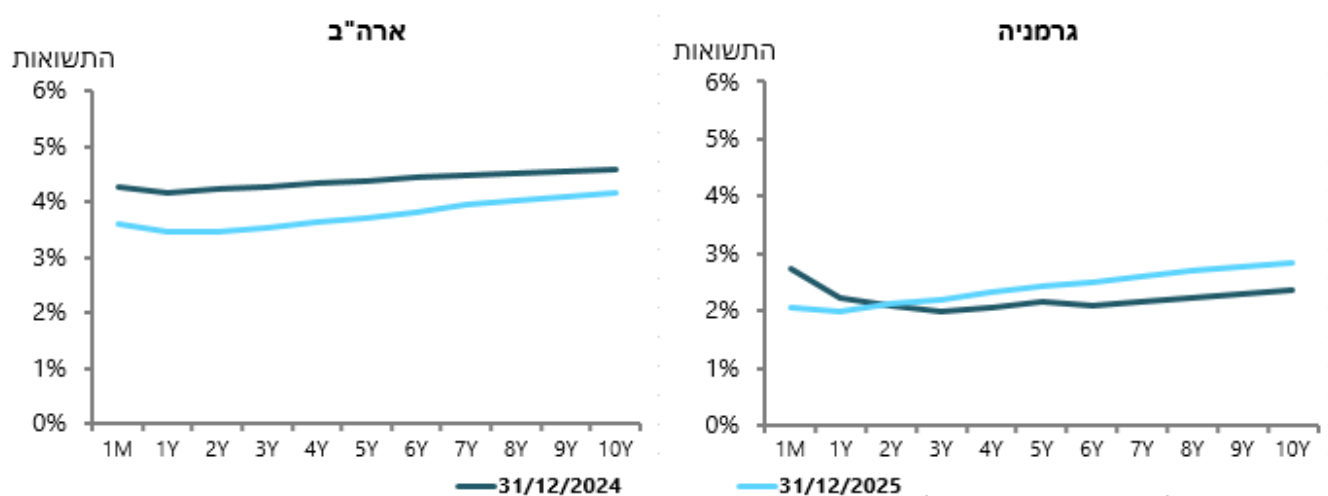
¹⁸ כולל הפרשי שער מול הסמן המטבעי.

ההשקעה באג"ח ממשלתיות ואחרות

תשואות האג"ח הממשלתיות הושפעו השנה מאי-וודאות ביחס למדיניות המכסים, מהמצב הפיסקלי ומתוואי האינפלציה והריביות החזויים. בעקומי התשואות של אג"ח ממשלתיות עיקריות נרשמה היתללות. אולם בעוד שבארה"ב העקום כולו ירד והביא לרווחי הון, באירופה ירד החלק הקצר, והחלק הארוך עלה (איור 13).

איור 13

עקומי התשואות-לפדיון של אג"ח ממשלתיות עיקריות והשינוי בהם, 2025



המקור: נתוני בלומברג ועיבודי בנק ישראל.

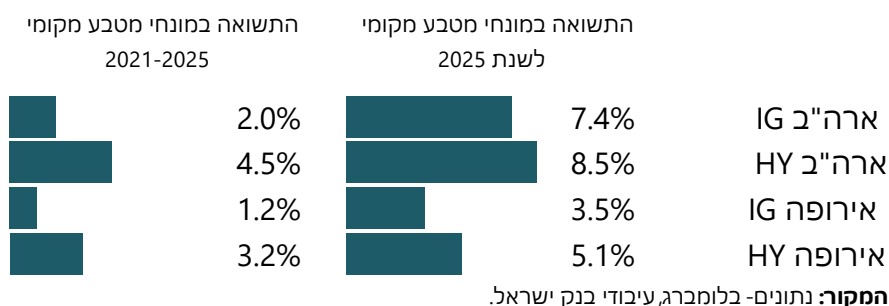
תרומת ההשקעה באג"ח ממשלתיות ואחרות עמדה השנה על 297 נ"ב.

האריכות (המח"מ) של ההשקעות באג"ח היא מדד לרמת סיכון הריבית שאליו חשופות היתרות. ההחלטה על האריכות ועל פיזור הנכסים על-פני העקום מתקבלת בכל שנה במסגרת ההקצאה האסטרטגית. במסגרת ההקצאה האסטרטגית לשנת 2025 החליטה הוועדה המוניתרית על אריכות של 3.5 שנים, וזאת, בין השאר, כדי להגן על תשואת היתרות מירידות חדות בשוקי המניות. החלטת האריכות תרמה לתשואת היתרות בשנת 2025 כ-44 נ"ב מתוך סך תרומת ההשקעה באג"ח ממשלתיות ואחרות.

ההשקעה באג"ח תאגידיות

. באירופה נרשמה ירידה של מרווח התשואה שבין נכסים אלה לבין אג"ח ממשלתיות, ובארה"ב רמת המרווחים נותרה ללא שינוי משמעותי. אלו, יחד עם רווחי ההון מירידת התשואות ורמת הריביות הגבוהה, הביאו לתשואות החזקה גבוהות ביחס לממוצע בחמש השנים הקודמות (איור 14).

איור 14 תשואות ההחזקה¹⁹ של מדדי אג"ח תאגידיות עיקריים ביתרות לשנת 2025 ומוצע חמש שנתי במונחים שנתיים



תרומת ההשקעה באג"ח תאגידיות עמדה על 65 נ"ב.

הוועדה המוניתרית קבעה בתחילת השנה את שיעור ההקצאה לאג"ח תאגידיות בדירוג השקעה (**Investment Grade - IG**) ולאג"ח תאגידיות שמתחת לדירוג השקעה (**High Yield - HY**) בשיעורים של 9% ו-1%, בהתאמה (ללא שינוי ביחס לשנה הקודמת). ההצטמצמות של מרווח האג"ח והכנסות הריבית, שהתקבלו במהלך השנה, תרמו לתשואת היתרות 57 נ"ב כתוצאה מההשקעה באג"ח בדירוג השקעה ו-8 נ"ב מההשקעה באג"ח תאגידיות מתחת לדירוג השקעה.

2. הסיכון

רמת הסיכון של תיק היתרות מושפעת מהרכב הנכסים, ממשקלם ומתנודתיות מחיריהם במהלך השנה.

הוועדה המוניתרית קובעת את רמת-הסיכון המרבית ביתרות המט"ח (פרופיל הסיכון) על-פי הערכתה את רמת-הסיכון שהולמת את מטרות ההחזקה של היתרות. רמת-הסיכון מוגדרת כרמת ההפסד המרבי שהוועדה מוכנה לספוג ביתרות, בלי שהפסד זה יפגע בהשגת היעדים שלשמן הן מוחזקות. מטרת הגדרתה של רמת הסיכון היא להגביל מראש את חשיפתן של יתרות המט"ח לסיכונים הפיננסיים השונים – סיכון המחיר, סיכון האשראי, הסיכון המטבעי וסיכון הנזילות. לצורך קביעת רמת-הסיכון נעזרת הוועדה במגוון כלים למדידת סיכון – ביניהם מדד CVarP (Conditional Value at Risk)²⁰. הוועדה המוניתרית קבעה בקווים המנחים את רמת-הסיכון המרבית של היתרות במונחי CVar5% לאופק של שנה: בהינתן 5% הגרועים ביותר בתוצאות הצפויות של ההשקעות, ממוצע ההפסד באופק של שנה במונחי הסמן המטבעי לא יעלה על 900 נקודות בסיס (נ"ב)²¹.

נוסף על קביעת רמת-הסיכון המרבית קובעת הוועדה המוניתרית בתחילת כל שנה, על בסיס תחזיתה לתנאי הרקע המקרו-כלכליים והפיננסיים, את רמת-הסיכון במונחי CVar5%, שתשמש לקביעת ההקצאה האסטרטגית לאותה שנה. עבור ההקצאה לשנת 2025 בחרה הוועדה ברמת סיכון של כ-547 נ"ב. רמת-הסיכון של היתרות במונחי CVar5% אכן נעה סביב רמה זו, ולא חרגה מרמת הסיכון המרבית שהוגדרה בקווים המנחים (איור 15).

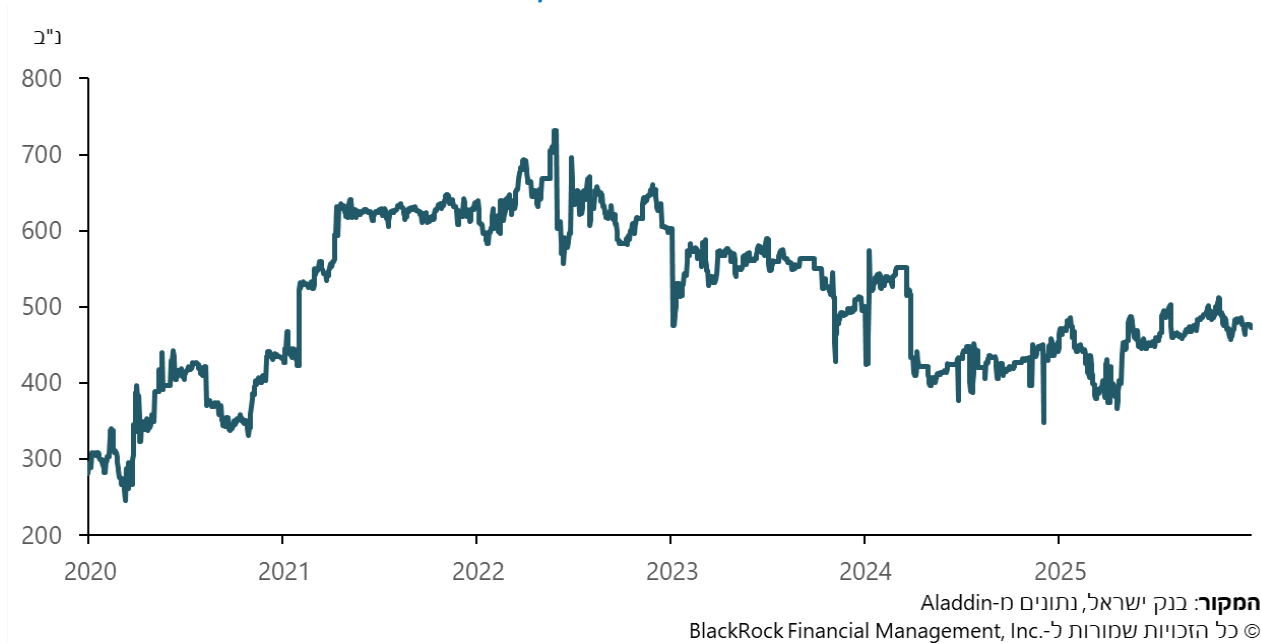
¹⁹ כולל תשלומי ריבית.

²⁰ הגדרה של מדד-הסיכון נכללת במילון המונחים – נספח 3.

²¹ כאמור בתיבה 1, במסגרת השינוי בקווים המנחים תקציב הסיכון הכולל הורחב ל-1000 נ"ב.

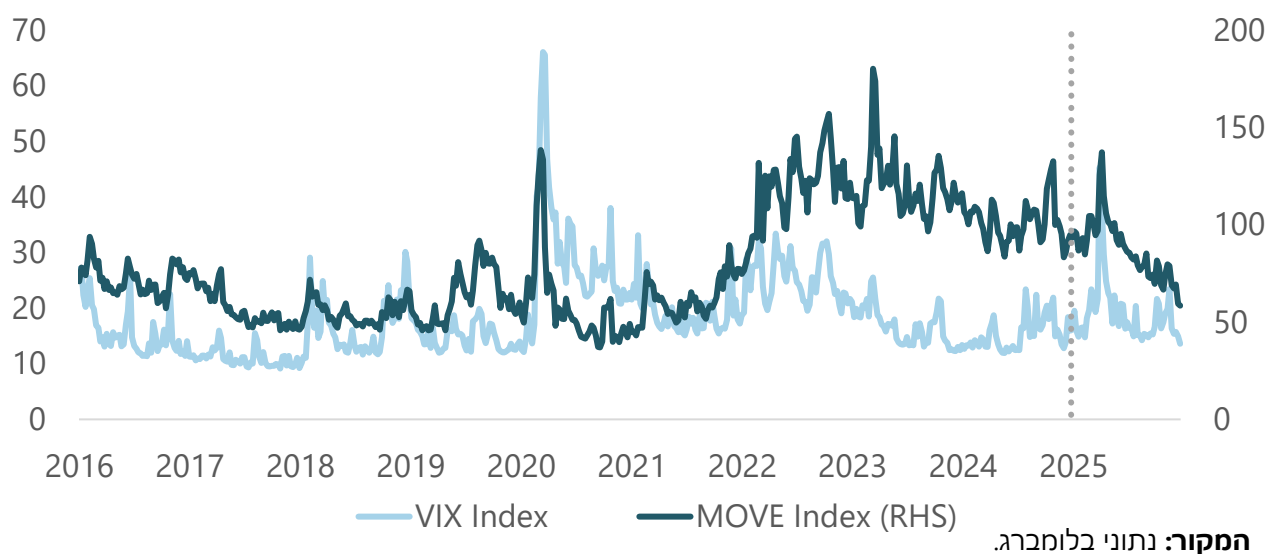
העלייה ההדרגתית של משקל המניות בתיק במהלך השנה לצד ירידת ההכנסות השוטפות מריבית הובילה לעלייה ב-CVaR בשנת 2025.

איור 15
CVaR5% של היתרות, 2020-2025



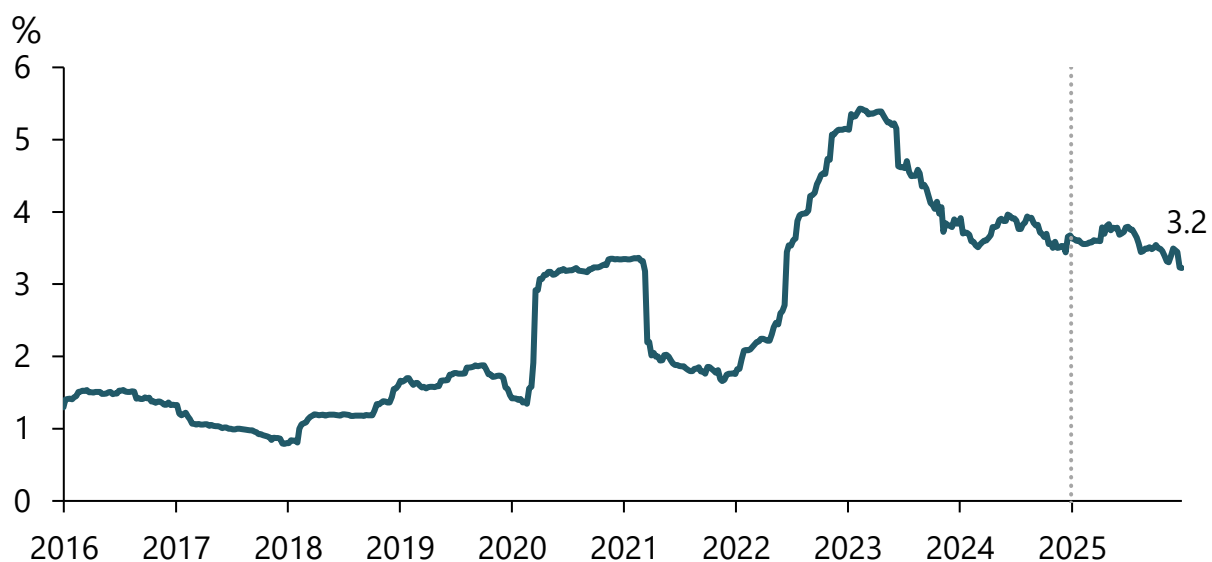
למרות זאת, התנודתיות של היתרות התמתנה מעט, והושפעה מהירידה בתנודתיות שוקי המניות והאג"ח. בתחילת חודש אפריל, כתוצאה מהכרזת תוכנית המכסים של הממשל בארה"ב, עלתה התנודתיות בשוקי המניות והאג"ח, אולם, עד סוף השנה היא ירדה לרמות נמוכות מאלה של תחילת השנה.

איור 16
מדדי תנודתיות – VIX, MOVE 2016-2025



בהתאם לכך, סטיית התקן של תשואת היתרות על טווח של שנה, המודדת את התנודתיות בשווקים הפיננסיים, התמתנה מעט ועמדה על כ-3.2% (איור 17).

איור 17
סטיות התקן²² של תשואת תיק היתרות
2025-2016



המקור: נתוני בנק ישראל ובלומברג, עיבוד בנק ישראל.

²² סטיות התקן השבועיות במונחים שנתיים, ממוצע נע לשנה.

נספחים

נספח 1: הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע-החוץ²³

בתוקף מ-7 באפריל 2021 ועד ל-23 לדצמבר 2025

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 היתרות²⁴;
- (ב) השאת 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. (ו) 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.

²³ מאפייני תיק היתרות בפועל מדווחים לציבור בסקירה שנתית, שמתפרסמת באתר בנק ישראל.

²⁴ עלות המימון של החזקת יתרות המט"ח היא הפער בין עלות גיוס ההון בשקלים הנדרש להחזקת היתרות לבין התשואה של היתרות 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 תימדד 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 רזרבה- בשל חשיבותם של יעדי הנזילות והתשואה הנאותה, הסמן המטבעי יורכב ממטבעות המוכרים בעולם כמטבעות רזרבה;

(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 $CVaR$, Var 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 שמאפשרים 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 מנהל/ות 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 6.א.5) ובאגרות חוב בהנפקת תאגידים (סעיף 4.ה.5) 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 מדינות²⁵ מותרת במדינות שקבוצת דירוג האשראי²⁶ 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 CP-ו 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 ובפיקדונות 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) בלבד.²⁷
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.

(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.

²⁵ מדינה – במסמך זה, מדינת חוץ.

²⁶ דירוג אשראי – דירוג אשראי של לפחות אחת מחברות הדירוג הבינלאומיות IBCA International Rating Agency, Standard & Poors Corporation, Moody's Investor Services או של חברה מדרגת אחרת או על-פי דירוג פנימי של בנק ישראל – בהתאם לאישור של הוועדה המוניתרית.

²⁷ פעילות מסוג DVP היא פעילות שבה העברת התשלום והנכס מצד לצד מבוצעת בו זמנית.

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 סיכוני האשראי, על סיכוני 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 2: הקווים המנחים החדשים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע-חוץ²⁸

בתוקף מה-24 בדצמבר 2025

1. התווית הקווים המנחים ותכולתם

בהתאם לסעיף 40 (ב) לחוק בנק ישראל, התש"ע – 2010 (להלן – "החוק"), על הוועדה המוניתרית, בהתייעצות עם האוצר, להתוות את הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ (להלן – "היתרות"). הקווים המנחים מגדירים מסגרת לניהול היתרות ומאפשרים שקיפות בדיווח לציבור על ניהולן. הקווים המנחים מפרטים את היעדים, עקרונות מדיניות ההשקעה, חלוקת הסמכויות בין מוסדות ניהול היתרות בבנק ישראל, סוגי הנכסים המותרים להשקעה, מדידת תשואות ההחזקה של היתרות וניהול הסיכונים.

2. היעדים של ניהול היתרות

מדיניות ההשקעה בתיק היתרות מכוונת להשגה של שני יעדים:

- א. **היעד הראשי:** ניהול יתרות ברמת סיכון ונזילות שיאפשרו לבנק ישראל שימוש ביתרות בכל עת לצורך השגת יעדיו על פי חוק.
- ב. **היעד המשני:** השאת תשואת החזקה בטווח הבינוני במונחי הסמן המטבעי והשגת תשואה שקלית בטווח הארוך שתצמצם את עלות אחזקת היתרות, וזאת בכפוף להשגת היעד הראשי.

בקביעת החשיבות היחסית בין היעדים, הוועדה המוניתרית תביא בחשבון את גובה היתרות ביחס לרמה הרצויה.

3. העקרונות המנחים למדיניות ההשקעה

מדיניות השקעה של היתרות תתבסס בעיקר על שיקולים **אסטרטגיים**. מדיניות ההשקעה תיתן משקל גבוה **לפיזור** השקעתי ו**יציבות** של הרכב התיק אשר השינויים בו יבוצעו בהדרגה. זאת על מנת להגביר את יעילות ההשקעה ולצמצם את הסיכונים בתיק. הקצאת הנכסים האסטרטגית תאושר על ידי הוועדה לפחות אחת לשנה. תהליך ההקצאה יתבצע על ידי חטיבת השווקים, שתביא בפני הוועדה ניתוח של תמונת המצב בכלכלה העולמית, זיהוי של הגורמים המרכזיים שצפויים להניע את השווקים הפיננסיים, תחזיות לטווח הקצר ולטווח הבינוני, והמלצות על הקצאות אפשריות. ההשקעה בפועל תתבצע על ידי חטיבת השווקים בהתאם לפרופיל הסיכון **והסמן האסטרטגי**, שיכלול את התפלגות סוגי הנכסים העיקריים בתיק היתרות ואת הסמנים לנכסים אלו, ואשר יקבע על ידי הוועדה המוניתרית. החלטות טקטיות של חטיבת השווקים תתקבלנה בהתאם לתנאי השוק ובמסגרת דרגות חופש שתיקבע הוועדה.

4. ממשל תאגידי וחלוקת הסמכויות

הוועדה המוניתרית תקבע את מדיניות ההשקעה וניהול הסיכונים שהיתרות חשופות להם, לרבות, אסטרטגיית ההשקעה, הקצאת הנכסים, רמת הסיכון, הנכסים המותרים להשקעה, מטבעות ההשקעה, ומדינות ההשקעה. הוועדה תקבע את העקרונות לבחירת המנפיקים והצדדים הנגדיים עמם מותר לקשור עסקות. הוועדה תקבע את כללי ההשקעה ודרגות החופש של חטיבת השווקים לניהול היתרות בפועל ביחס להקצאה האסטרטגית ותפקח על הסיכונים שהיתרות חשופות להם ועל העמידה בכללים שקבעה.

²⁸ מאפייני תיק היתרות בפועל מדווחים לציבור בסקירה שנתית שמתפרסמת באתר בנק ישראל.

חטיבת השווקים תדווח לפחות אחת לרביע לוועדה המוניתרית, על היישום של המדיניות, לרבות התפתחויות בשווקים הבין-לאומיים והשלכותיהן על ניהול היתרות, החלטות ההשקעה של החטיבה, ביצועי תיק היתרות וכן על הסיכונים הפיננסיים והאחרים שהיתרות חשופות להם.

5. הסמן המטבעי ומדידה של תשואת ההחזקה של היתרות

הסמן המטבעי הינו סל מטבעות שיהווה עוגן להרכב המטבעי של היתרות וישמש למדידה ולדיווח תשואת היתרות. הסמן המטבעי ייקבע על ידי הוועדה המוניתרית ויסתמך על מטבעות רזרבה בטוחים של מדינות המקיימות שווקים מגוונים ונזילים. הסמן המטבעי יבטא פיזור מטבעי, שיעודד גם פיזור השקעתי, ויקטין את התנודתיות של היתרות. הרכב הסמן המטבעי יוגדר כהרכב נטול-סיכון מטבעי במדידת תשואת היתרות, ויבחן תקופתית על ידי הוועדה המוניתרית. בנוסף, תשואת היתרות תימדד ותדווח גם בשקלים.

6. ניהול סיכונים

הכללים לניהול הסיכונים הפיננסיים שאליהם חשופות היתרות וההקצאה הנכסית שלהן ייקבעו בהתאם ליעדי מדיניות ההשקעה של היתרות. ניהול הסיכונים יושג על מספר נדבכים: בקרה על עמידה בכללי ההשקעה שקבעה הוועדה המוניתרית; ניטור, הערכה וזיהוי שיטתי של הסיכונים הפיננסיים והלא-פיננסיים בניהול בתיק היתרות, לרבות סיכוני השוק, סיכוני האשראי, סיכון הנזילות, סיכונים תפעוליים וסיכון המוניטין. פרופיל הסיכון ייקבע כך שממוצע ההפסד הצפוי של 5% מהתוצאות הגרועות ביותר לא יעלה על 10% באופק של שנה במונחי הסמן המטבעי. רמת סיכון זו נקבעה במטרה להגביל את הסיכון בטווח הקצר.

7. הנכסים המותרים להשקעה והמגבלות עליהם

1. מזומן, פיקדונות, תעודות פיקדון של בנקים.
2. ניירות ערך סחירים וזאת תחת ההגבלות הבאות:
 - א. שיעור של לפחות 45% מהיתרות יושקע במזומן, באגרות חוב ממשלתיות של מדינות הסמן המטבעי ובפיקדונות לתקופה של עד שבוע בבנקים מרכזיים במדינות הסמן המטבעי.
 - ב. אגרות חוב בהנפקת תאגידים בדירוג Investment Grade בשיעור של עד 15% מהיתרות.
 - ג. אגרות חוב בהנפקת תאגידים בדרוג High Yield בשיעור של עד 5% מהיתרות.
 3. מניות סחירות בשיעור של 35% לכל היותר מסך היתרות.
 4. סכום ההשקעה במניות ואג"ח תאגידי בדרוג High Yield לא יעלה על 35%.
 5. זהב.
 6. קרנות השקעה, תעודות סל ונגזרים שנכס הבסיס שלהם מותר להשקעה, בהתאם למגבלות הכמותיות לעיל ובאישור הוועדה המוניתרית.
 7. נכסים שאינם ברשימה לעיל בשיעור של עד 1% מסך היתרות, באישור פרטני של הוועדה המוניתרית.

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 בשפה האנגלית כ- Investment Grade (IG).
5 דירוג אשראי מתחת לדירוג השקעתי High Yield	דירוג אשראי שמתחת לדירוג (BBB-) או Baa3. מוכר בשפה האנגלית 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. הוועדה מופקדת, בהתייעצות עם שר האוצר, על התוויית הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של היתרות ועל המעקב אחר יישומה של מדיניות זו. הוועדה גם מאשרת ומעדכנת את חלוקת הסמכויות בנושא מדיניות ההשקעה של היתרות בינה לבין חטיבת השווקים.
7 הסמן הבסיסי (סמן בהרכב הסמן המטבעי)	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.
8 הקווים המנחים	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.
9 יתרות מטבע-חוץ Foreign Currency Reserves	נכסים פיננסיים שמונפקים על ידי גורמים זרים, שנקובים במטבע-חוץ (לרבות זהב), שנמצאים בשליטתו הבלעדית של הבנק המרכזי ושזמינים לו לצורך ביצוע תפקידיו על-פי החוק ללא דיחוי.
10 מדד CVaRp (Conditional Value at Risk)	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.
11 מרווח תשואה Yield Spread	ההפרש בין התשואות לפדיון על שני מכשירי חוב.
12 הסמן המטבעי	סל מטבעות שמשמש למדידה של התשואות בגין יתרות המט"ח (ראו פרק ב' לעיל).

13	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 בגין 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.
14	נכסי סיכון	נכסים שמאופיינים בסיכון גבוה מזה שיש באג"ח ממשלתיות. הכוונה בסקירה זו למניות ולאג"ח תאגידיות.
15	נקודת בסיס (נ"ב) Basis Point	שיעור של 0.01 אחוז; חלק אחד מתוך עשרת אלפים או מאית האחוז.
16	סטיית תקן Standard Deviation	מדד סטטיסטי למידת הפיזור של התפלגות סביב התוחלת שלה, שמשמש לעיתים קרובות קנה מידה להיקף החשיפה לאי-ודאות. ע"ע תנודתיות.
17	סיכון אשראי Credit Risk	החשיפה לאפשרות של הפסד בשל מחדל בתשלום חובות במועד – של מנפיק, של מוסד פיננסי או של מדינה.
18	סיכון שוק Market Risk	החשיפה לאפשרות של הפסד בשל שינויים במחירי הנכסים.
19	סיכון מטבעי Currency Risk	החשיפה לאפשרות של הפסד כתוצאה משינויים בשערי החליפין.
20	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.
21	סיכון ריבית Interest-rate Risk	החשיפה לאפשרות של הפסדי הון בשל עליית התשואות-לפדיון.
22	סמן Benchmark Portfolio	תיק רעיוני, בר-השקעה, שבנוי על-פי כללים מוסכמים מראש ומשמש קנה מידה להערכת ביצועיו של מנהל/ת תיק השקעות ועוגן לניהול הסיכונים של התיק.
23	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).
24	פרמיית הסיכון	תשואת ההחזקה העודפת של נכס סיכון, מעל לריבית חסרת-סיכון.
25	שערך	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.
26	תיק חסר-סיכון Risk-free Portfolio	תיק שבו לא נשקפים למשקיע לא הפסדים ולא רווחים.
27	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').
28	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".