

חטיבת השווקים בנק ישראל



השקעת יתרות מטבע חוץ דין וחשבון לשנת 2023

מרץ 2024

תוכן עניינים

מבוא - תנאי הרקע הכלכליים והפיננסים.....	5
א. רמתן של יתרות המט"ח.....	7
1. השינויים ביתרות המט"ח.....	7
2. מלחמת "חרבות ברזל".....	9
ב. מסגרת הניהול של יתרות המט"ח.....	9
ג. התשואה בגין החזקתן של יתרות המט"ח.....	12
1. התשואה בגין תיק יתרות המט"ח במונחי הסמן המטבעי.....	12
2. התשואה השקלית בגין תיק יתרות המט"ח.....	14
ד. התשואה העודפת מול הסמן הבסיסי.....	14
1. מניות.....	15
2. אריכות ופיזור.....	16
3. אג"ח תאגידיות.....	16
ה. הסיכון.....	17
נספח 1: הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע חוץ.....	19
נספח 2 : מילון מונחים.....	24



"בשנת 2023 גדלו יתרות המט"ח בכ-10.5 מיליארד דולר לסך של 204.7 מיליארד דולר. הגידול ביתרות המט"ח הושפע בעיקרו משערוך של כ-16.8 מיליארד דולר שכולל, בין היתר, רווחי הון מהחזקת מניות וכן רווחי הון ותקבולי ריבית מהחזקת אג"ח. עם פרוץ המלחמה הפעיל בנק ישראל תכנית למכירות מט"ח שסייעה לייצובו של שוק המט"ח ושל השווקים הפיננסים. הרמה הגבוהה של יתרות המט"ח היא נכס אסטרטגי שמאפשר מרחב פעולה לשמירה על היציבות הפיננסית תוך הפחתת אי-הוודאות."

ד"ר גולן בניטה,

מנהל חטיבת השווקים

בשנת 2023 גדלו יתרות המט"ח בכ-10.5 מיליארד דולר לסך של 204.7 מיליארד דולר, על אף מכירות מט"ח בהיקף של כ-8.5 מיליארד דולר. גידול זה נבע בעיקרו מרווחי הון מהחזקת מניות וכן מרווחי הון ותקבולי ריבית מהחזקת אג"ח.

רמת
יתרות
המט"ח
ומקורות
השינוי בהן

נכון לסוף שנת 2023, עמד הרכב הנכסים של יתרות המט"ח על: 54% בנכסים ממשלתיים, 21% במניות, 15% בנכסי מרווח ו-10% באג"ח תאגידיות.

הרכב
הנכסים
של יתרות
המט"ח

במהלך שנת 2023 נרשמה בשווקים הפיננסים הגלובלים תנודתיות, שהושפעה בעיקר מההערכות ששררו בשווקים לגבי התפתחותה של האינפלציה, של התוואי הצפוי של שיעורי הריבית של הבנקים המרכזיים ושל השפעתו של תוואי זה על הפעילות הכלכלית בעולם. לצד גורמים אלה הושפעו השווקים גם מעלייה ניכרת בסיכון ליציבותו של המגזר הבנקאי על רקע קשיים שהתגלו בכמה בנקים בארה"ב ובאירופה וכן מעלייה בסיכון הגיאופוליטי, על רקע החשש להתפרצותה של מלחמה אזורית במזרח התיכון. לקראת סיומה של השנה, חל שינוי בסנטימנט ובשווקים נרשמה מגמה חיובית, על רקע סימנים להתכנסות האינפלציה ליעדי הבנקים המרכזיים, מה שהגביר את הציפיות לתחילתו של תהליך של הורדה בשיעורי הריבית על ידי הבנקים המרכזיים.

תנאי
הרקע
הכלכליים
והפיננסים

ההתפתחויות בשווקים הפיננסים הגלובלים השתקפו בביצועים של תיק יתרות המט"ח: תשואת ההחזקה של תיק היתרות במונחי הסמן המטבעי¹ הסתכמה בשנת 2023 בשיעור של 8.3%. תשואת הסמן הבסיסי² הייתה באופן יחסי גבוהה בהשוואה לשנים קודמות והסתכמה בשיעור של 4.2%. התשואה העודפת הסתכמה השנה בשיעור של 4.1%, בעיקר בשל ההחזקה במניות.

לוח 1א

התשואה בגין החזקתו של תיק יתרות המט"ח במבט שנתי וממוצע רב-שנתי במונחי הסמן המטבעי;

אחוזים ומונחים שנתיים.

2023	שלוש שנים	חמש שנים	
8.3	1.7	3.0	תשואת התיק בפועל
4.2	1.3	1.2	תשואת הסמן הבסיסי
4.1	0.4	1.8	התשואה העודפת

רמת הסיכון של תיק היתרות התמתנה השנה כתוצאה מהירידה בתנודתיות של שוקי המניות ובהשפעת העלייה בריבית חסרת הסיכון שמשמשת ככרית לספיגת הפסדים.

רמת
הסיכון של
תיק יתרות
המט"ח

בשל היחלשותו של השקל ב-3.8%, הסתכמה תשואת ההחזקה של תיק יתרות המט"ח במונחים שקליים ב-12.4%.

התשואה
השקלית
על תיק
יתרות
המט"ח

לוח 1ב

התשואה בגין החזקתו של תיק יתרות המט"ח במבט שנתי וממוצע רב-שנתי במונחי שקל; אחוזים

ומונחים שנתיים

2023	שלוש שנים	חמש שנים	
12.4	4.1	1.8	תשואת תיק היתרות - מונחים שנתיים
3.8	2.4	-1.2	שינוי שע"ח סמן מטבעי/שקל - מונחים שנתיים

סימן שלילי בשינוי בשע"ח משמעו ייסוף של השקל

עם פרוץ המלחמה בחודש אוקטובר 2023, מכר בנק ישראל לראשונה יתרות מט"ח בהיקף של כ- 8.5 מיליארד דולר. המכירות בוצעו כחלק מתכנית שכוללת מכירות מט"ח של עד 30 מיליארד דולר ואספקת נזילות בסכום של עד 15 מיליארד דולר, על ידי הפעלת מנגנונים של עסקות החלף SWAP³. התכנית הופעלה במטרה למתן את התנודות בשער החליפין של השקל ולספק את הנזילות הנדרשת להמשך הפעילות הסדירה של השווקים (להלן, "תכנית מכירות המט"ח"). להפעלת התכנית, שהתאפשרה לנוכח רמתן הגבוהה של היתרות, הייתה תרומה משמעותית לשמירה על היציבות בשוק המט"ח ובשווקים הפיננסים.

מלחמת
"חרבות
ברזל"

¹ מידע על הסמן המטבעי מופיע להלן בפרק ב'.
² מכיל אג"ח ממשלתיות קצרות במטבעות הסמן המטבעי ובמח"מ של שישה חודשים, מידע נוסף על הסמן הבסיסי מופיע להלן בפרק ב'.
³ הסכם בין שני צדדים להחלפת נכסים פיננסיים בתאריך עתידי קבוע מראש.

מבוא - תנאי הרקע הכלכליים והפיננסים

במהלך שנת 2023 נרשמה בשווקים הפיננסים הגלובלים תנודתיות, שהושפעה בעיקר מההערכות ששררו בשווקים לגבי התפתחותה של האינפלציה ומהצפי לתוואי של שערי הריבית של הבנקים המרכזיים והשפעתו של תוואי זה על הפעילות הכלכלית בעולם. לצד גורמים אלה הושפעו השווקים גם מעלייה ניכרת בסיכון ליציבותו של המגזר הבנקאי על רקע קשיים שהתגלו במספר בנקים בארה"ב ובאירופה וכן מעלייה בסיכון הגיאופוליטי, על רקע החשש להתפרצותה של מלחמה אזורית במזרח התיכון. לקראת סיומה של השנה חל שינוי בסנטימנט ובשווקים נרשמה מגמה חיובית על רקע הצפי לתחילתו של תהליך של הורדה בשיעורי הריבית על ידי הבנקים המרכזיים.

במחצית הראשונה של השנה נרשמה עלייה ניכרת בסיכון ליציבות הפיננסית של המגזר הבנקאי. בארה"ב נסגרו על ידי הרגולטור כמה בנקים אזוריים וזאת, בין היתר, בשל הפסדים משמעותיים שנרשמו בדוחות הכספיים שלהם ושנבעו בעיקר מהעלייה החדה בתשואות האג"ח הממשלתיות ומהתגברות החשש לקשיי נזילות, מה שהיווה זרז להתממשותו של תרחיש של - Run on the Bank. באירופה הוביל הבנק המרכזי של שווייץ מהלך רכישה מהיר של בנק Credit Suisse (להלן - CS) על ידי קבוצת UBS וזאת על רקע כשלים בממשל התאגידי, ביצועים פיננסים חלשים של CS ואובדן האמון מצד המשקיעים. התפתחויות אלה הובילו לתנודתיות רבה בשווקים ולירידות שערים חדות, בעיקר במניות של המגזר הבנקאי ולחשש מפני משבר יציבותי נרחב. אולם צעדי מדיניות מהירים מצד הרשויות בארה"ב ובאירופה שכללו, בין היתר, הפעלת מסגרת ביטוח פיקדונות ללקוחות הבנקים שנסגרו והגברת הנזילות למגזר הבנקאי, הצליחו לבלום את התפתחותו של המשבר והשיבו את האמון לשווקים.

במהלך השנה נרשמה בעולם התמתנות באינפלציה. התמתנות נרשמה גם באינפלציית הליבה שמנכה את ההשפעות שנובעות משינויי המחירים בסעיפי מדד תנודתיים, כגון סעיפי האנרגיה והמזון. עם זאת, רמות האינפלציה בגושים העיקריים גבוהות עדיין מיעדי האינפלציה של הבנקים המרכזיים וזאת בעיקר כתוצאה מהימשכותם של לחצי ביקוש בענפי פעילות מסוימים, שרובם שייכים למגזר השירותים.

הבנקים המרכזיים המשיכו להעלות את הריבית ולנקוט במדיניות מוניטרית מהדקת, שהיוותה גורם מרכזי בהשפעה על ההתפתחויות הכלכליות והפיננסיות בעולם. על אף שנראה היה שמחזור ההעלאות של שיעורי הריבית הגיע במחצית השנייה של השנה לסיומו ושהאינפלציה החלה להתמתן, צפויות רמות הריבית להיוותר גבוהות. כתוצאה מכך שוררת במשקים מפותחים רבים ריבית ריאלית חיובית וזאת לאחר תקופה ממושכת שבה היא שהתה ברמות ריאליות שליליות.

בפעילות הכלכלית בעולם נרשמה צמיחה מתונה. הפעילות הכלכלית בארה"ב הפתיעה לטובה וזאת בתמיכת עודפי חסכון של משקי הבית, שוק עבודה הדוק ועלייה ב"תחושת העושר". בגוש האירו, על רקע חולשה במגזרי הייצור וסחר החוץ, בעיקר בגרמניה, נרשמה האטה בקצב הפעילות הכלכלית. בסין, נרשמה התאוששות ממשבר

הקורונה. עם זאת מוסיפות בעיות מבניות כגון רמות חוב גבוהות, עלייה בחסכון של משקי הבית ומשבר במגזר הנדל"ן, להכביד על הפעילות הכלכלית בכלכלה השנייה בגודלה בעולם.

בשוק המט"ח העולמי נרשמה מגמה מעורבת של הדולר ביחס למטבעות הסמן המטבעי. הדולר נחלש בעיקר מול הליש"ט והאירו, על רקע הצפי להקלה במדיניותו של ה-FED ומנגד נרשמה התחזקות בולטת אל מול הין היפני שמושפע מהמדיניות האולטרה-מרחיבה של הבנק המרכזי במדינה.

הסנטימנט החיובי המשמעותי בשווקים לקראת סיומה של השנה, השפיע לחיוב על הנכסים הפיננסיים והוביל לביצועים חיוביים בתיק היתרות.

מדדי המניות המובילים בעולם רשמו בסיכום שנתי תשואות חיוביות, בהובלת המניות של חברות הטכנולוגיה הגדולות וכך גם רוב מדדי המניות שבהם מושקעות היתרות. במהלך השנה הושפע המסחר מאי-הוודאות בשווקים הפיננסיים, בין היתר בשל המדיניות המוניטרית המהדקת והחשש מהשלכותיה על הפעילות הריאלית והפיננסית. לקראת סיומה של השנה נרשמה בשווקים מגמה חיובית וזאת על רקע הצפי להורדת שיעורי הריבית על ידי הבנקים המרכזיים העיקריים.

תשואות האג"ח הממשלתיות נסחרו בתנודתיות גבוהה. תשואות האג"ח הממשלתיות נסחרו במהלך השנה בתנודתיות גבוהה על רקע אי-הוודאות שנרשמה בשווקים הפיננסיים. תשואות האג"ח, שהגיעו במהלך השנה לרמות גבוהות לעומת השנים האחרונות, רשמו לקראת סיומה של השנה ירידה חדה, בשל הצפי בשווקים הפיננסיים לשינוי במדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים.

שוק האג"ח התאגידי נסחר גם הוא בתנודתיות. המסחר בשוק האג"ח התאגידי התאפיין בתנודתיות, בעיקר במחצית הראשונה של השנה, בשל התפתחות המשבר במגזר הבנקאי. בסיכום שנתי נרשמה ירידה במרווח התשואה שבין נכסים אלה לבין אג"ח ממשלתיות, מה שהוביל לרווחי הון בנכסים מסוג זה.

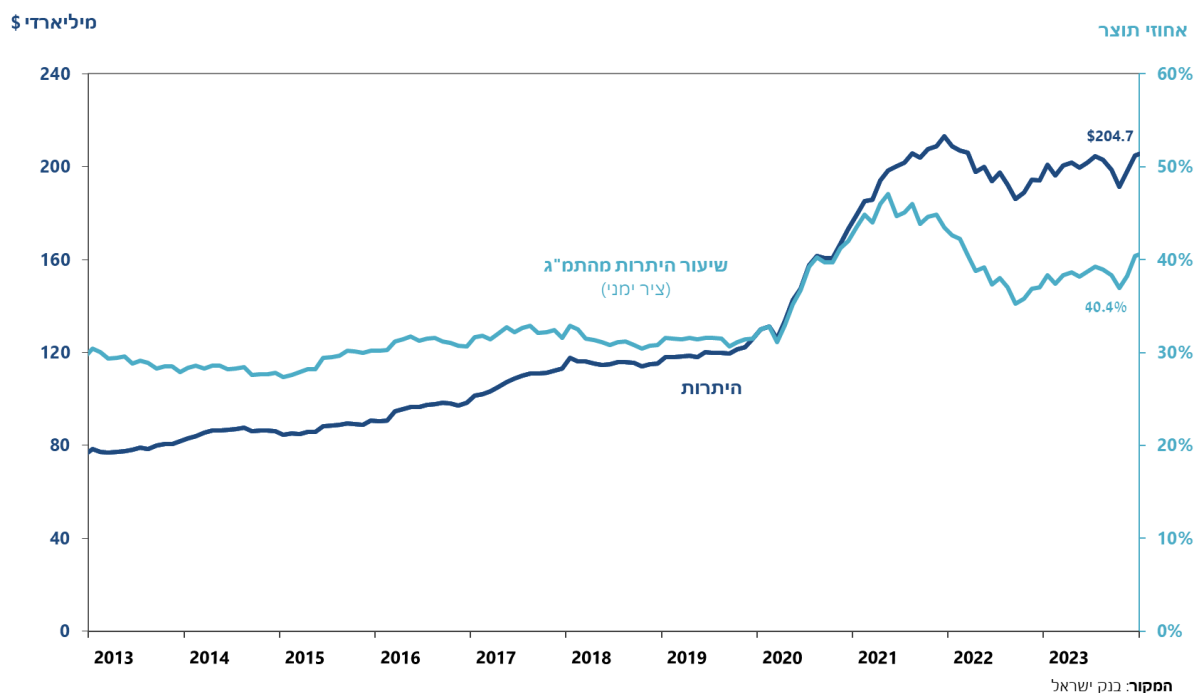
א. רמתן של יתרות המט"ח

1. השינויים ביתרות המט"ח

בסיכום שנתי, נרשם ביתרות המט"ח של ישראל גידול בסך של כ-10.5 מיליארד דולר, מסך של 194.2 מיליארד דולר בסוף שנת 2022, לסך של 204.7 מיליארד דולר בסוף שנת 2023⁴ (איור 1). רמת היתרות ביחס לתמ"ג עלתה משיעור של 37%⁵ לשיעור של 40.4%.

איור 1

יתרות המט"ח של ישראל ושיעורן מהתמ"ג, 2013 – 2023 (יתרה לסוף חודש)



הגידול ביתרות המט"ח בסך של כ-10.5 מיליארד דולר (לוח 2) נרשם בעיקר משיעור⁶ בסך של כ-16.8 מיליארד דולר וממכירות מט"ח בסך של כ-8.5 מיליארד דולר (איור 2), שבוצעו במסגרת תכנית למכירות מט"ח של עד 30 מיליארד דולר, שעליה הודיעה הוועדה המוניתרית עם פרוץ המלחמה (סעיף א 2 להלן).⁷

הרכיבים העיקריים שהשפיעו על השערות:

1. סך של כ-15.5 מיליארד דולר מרווחי הון מהחזקת מניות וכן מרווחי הון ומתקבולי ריבית על החזקת אג"ח.
2. סך של כ-1.4 מיליארד דולר מרווחים בשל הפרשי שער של מטבעות האירו ומטבעות נוספים שבהם מושקע שיעור של כ-40% מתיק היתרות, בשל התחזקות מול הדולר.

⁴ רמת היתרות כוללת לאורך כל הסקירה את ההקצאות של זכויות משיכה על ידי קרן המטבע הבין-לאומית למדינות החברות בקרן (SDRs Allocation) ואת ה-Reserve Tranche בקרן. רמתן הגיעה בסוף שנת 2023 לסך של 4.6 מיליארד דולר. עוד בעניין זה ראו: "בנק ישראל – דין וחשבון כספי לשנת 2023".

⁵ הנתון מחושב על בסיס נתוני התוצר לשנת 2022, שהתעדכנו מאז מועד פרסום הדוח לשנת 2022.

⁶ השערות הוא השינוי ביתרות במונחי דולר שמיוחס לרווחים שמומשו מהכנסה מריבית ומרווחי הון וכן לשינוי השווי מהפרשים במחירי נכסים והפרשי שער של המטבעות שבהם מושקעות היתרות מול הדולר.

⁷ הודעה לעיתונות מיום 9 לאוקטובר 2023.

לוח 2

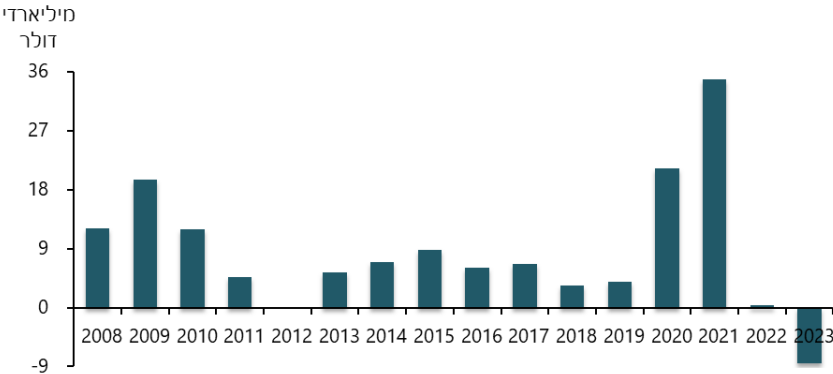
רכיבי השינויים ביתרות 2023⁸
(מיליוני דולרים)

-8,546	מכירות מט"ח
16,761	שיערוך
18	המגזר הפרטי
2,243	הממשלה
10,476	סה"כ שינוי

המקור: בנק ישראל

איור 2

מכירות ורכישות מט"ח על ידי בנק ישראל, 2008 - 2023

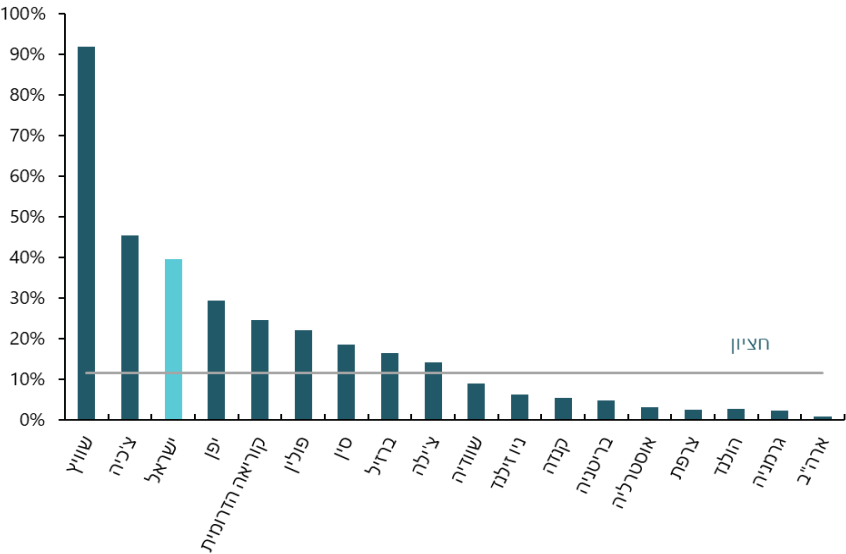


המקור: בנק ישראל.

מקובל למדוד את היתרות ביחס למצרפים כלכליים שונים ובעיקר ביחס לתוצר. יחס 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 לשנת 2023 עדכניים למועד פרסום הדוח במרץ 2024 ונתוני התוצר נכונים ברובם ל- 30.09.2023. המקור: OECD, קרן המטבע הבין-לאומית.

⁸ הממשלה - העברות של הממשלה והמוסדות הלאומיים מחו"ל.

2. מלחמת "חרבות ברזל"

עם פרוץ המלחמה בחודש אוקטובר 2023, מכר בנק ישראל לראשונה יתרות מט"ח בהיקף של כ- 8.5 מיליארד דולר. המכירות בוצעו כחלק מתכנית שעליה הכריז הבנק, שכוללת:

- מכירות מט"ח של עד 30 מיליארד דולר וזאת במטרה למתן את התנודות בשער החליפין של השקל ולספק את הנזילות הנדרשת להמשך הפעילות הסדירה של השווקים.
 - אספקת נזילות לשוק בסכום של עד 15 מיליארד דולר, על ידי הפעלת מנגנונים של עסקות החלף - SWAP.
- להפעלת התכנית, שהתאפשרה לנוכח רמתן הגבוהה של היתרות, הייתה תרומה משמעותית לשמירה על היציבות בשוק המט"ח ובשווקים הפיננסיים.

ב. מסגרת הניהול של יתרות המט"ח

לפי **חוק בנק ישראל התש"ע-2010** מופקד הבנק על ההחזקה של יתרות המט"ח של המדינה ועל ניהולן. יתרות המט"ח שמחזיקות מדינות נועדו לשמש מלאי בהיקף שמספיק למשק בעת משבר או בשעת חרום (למשל, במקרה של מלחמה או של אסון טבע). בעתות כאלה ייתכן שיתרות המט"ח ייוותרו המקור העיקרי של המדינה למימון במטבע חוץ.

הוועדה המוניתרית שבראשה עומד הנגיד ושבה חברים גם נציגי ציבור, מופקדת, בהתייעצות עם שר האוצר, על התוויית **הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע חוץ** (נספח 1) ועל המעקב אחר יישומה של מדיניות זו. הניהול של תיק היתרות על ידי בנק ישראל, מושתת על שימוש בסמן כנקודת ייחוס למדידה של ביצועי החלטות ההשקעה של מנהל/ת התיק ושל הסיכונים שניטלו.

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 של מטבעות הסמן המטבעי במח"מ של שישה חודשים.

הסמן המטבעי הוא סל מטבעות שמשמש, לצד השקל, למדידה של התשואות בגין יתרות המט"ח. מאחר שתשואת ההחזקה של תיק היתרות נמדדת גם במונחי הסמן המטבעי, הרכבו נחשב עבור מנהל/ות תיק היתרות הרכב מטבעי חסר-סיכון. הרכב הסמן המטבעי נקבע על ידי הוועדה המוניתרית על פי עקרונות שמפורטים בקווים המנחים (נספח 1) והוא ייבחן לפחות אחת לשנה ויעודכן בעת הצורך באישורה של הוועדה המוניתרית. הסמן המטבעי כולל שבעה מטבעות רזרבה עיקריים במשקלים הבאים: 61% דולר ארה"ב, 20% אירו, 5% ליש"ט, 5% יפני, 3.5% דולר אוסטרלי, 3.5% דולר קנדי ו-2% יואן סיני.

התהליך השנתי של ההקצאה האסטרטגית בתיק היתרות קובע את הרכבו של התיק לשנה הקרובה. להקצאה שנבחרת יש במסגרת רמת הסיכון הרצויה ובמגבלות הקווים המנחים תוחלת תשואה צפויה. ההקצאה

האסטרטגית, על פי תחזיות להתפתחויות מקרו כלכליות ומגמות בשווקים הפיננסים הגלובליים, קובעת את המאפיינים המרכזיים של תיק היתרות ובכללם את ההרכב המטבעי, את ההרכב הנכסי ואת אריכות (מח"מ) המטרה עבור כל מטבע.

במסגרת ההקצאה האסטרטגית לשנת 2023 החליטה הוועדה להגדיל, בין היתר, את שיעור ההקצאה למניות משיעור של 21% לשיעור של 23% ואת שיעור ההקצאה לאג"ח תאגידיות בדירוג השקעה משיעור של 8% לשיעור של 9%. כמו כן החליטה הוועדה להקטין את שיעור ההקצאה לאג"ח תאגידיות שמדורגות מתחת לדירוג השקעה, משיעור של 2% לשיעור של 1% (לוח 3). החלטות אלה התבססו על ההערכה, כי הפעילות הכלכלית בעולם תהיה מתונה, האינפלציה תתמתן - אך תישאר גבוהה ביחס ליעדי האינפלציה של הבנקים המרכזיים העיקריים וכי המדיניות המוניטרית תמשיך להיות מרסנת. חטיבת השווקים מנהלת את היתרות ביחס להקצאה האסטרטגית ובהתאם לדרגות חופש שניתנו לה על ידי הוועדה.

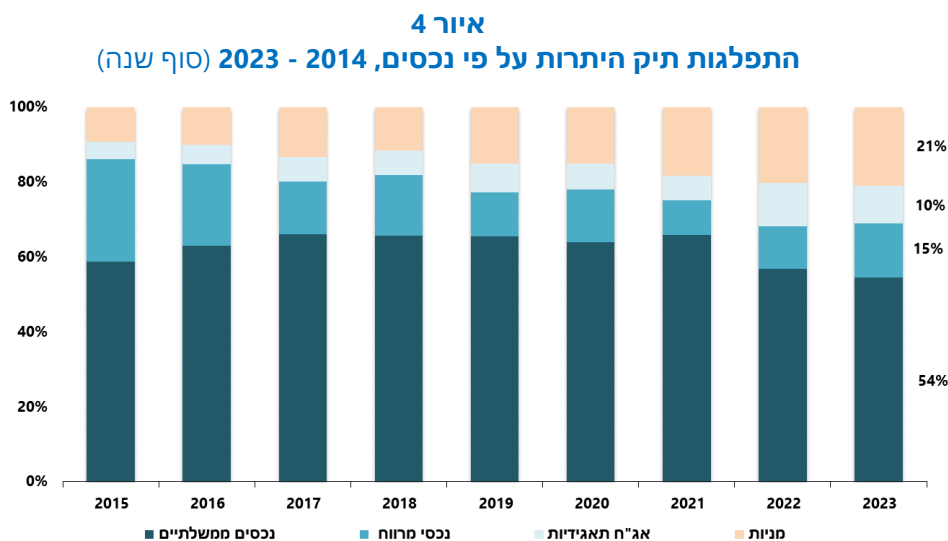
לוח 3

ההקצאה האסטרטגית לשנת 2022 ולשנת 2023

2023	2022	הרכב ההקצאה הנכסי
67%	69%	אג"ח ממשלתיות
36.9%	38.3%	ארה"ב
14.8%	15.1%	אירופה
15.3%	15.6%	אחרים
9%	8%	אג"ח תאגידיות - IG
6.75%	6.00%	ארה"ב
2.25%	2.00%	אירופה
1%	2%	אג"ח תאגידיות - HY
0.75%	1.50%	ארה"ב
0.25%	0.50%	אירופה
23%	21%	מניות
		אריכות (בשנים)
2.0	2.1	אג"ח ממשלתיות ותאגידיות
2.0	2.3	ארה"ב
2.0	1.5	אירופה
2.0	2.3	אחרים

המקור: בנק ישראל

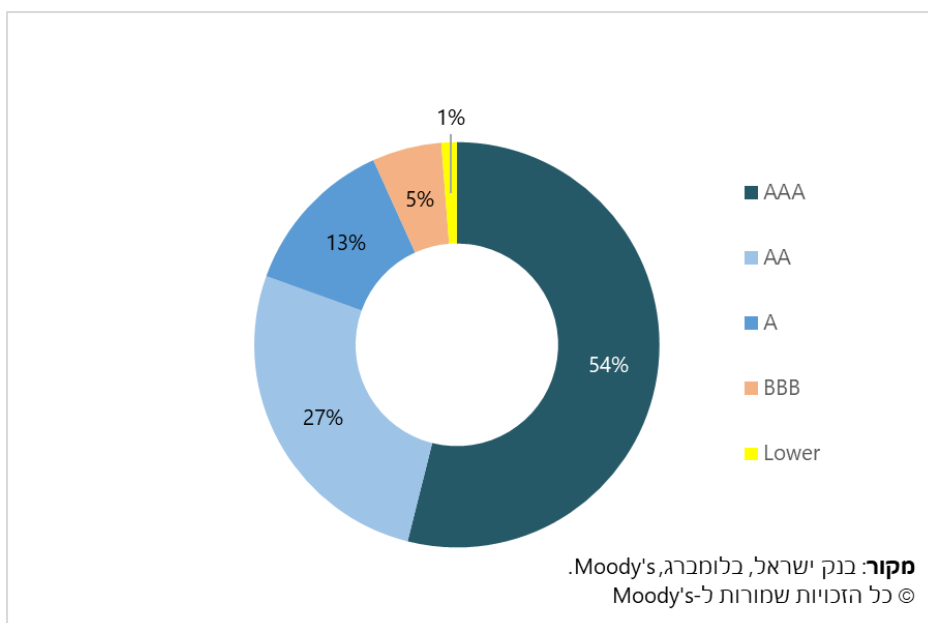
נכון לסוף שנת 2023 הושקעו שיעור של 54% מהיתרות בנכסים ממשלתיים⁹, שיעור של 21% הושקעו במניות, שיעור של 10% הושקעו באג"ח תאגידיות¹⁰ ושיעור של 15% הושקעו בנכסי מרווח¹¹ (איור 4).



המקור: בנק ישראל.

מתוך הנכסים שאינם מניות בתיק היתרות, הושקע נכון לסוף שנת 2023 שיעור של 54% באג"ח בדירוג AAA, שיעור של 27% בקבוצת הדירוג AA, שיעור של 13% בקבוצת הדירוג A, שיעור של 5% בקבוצת הדירוג BBB והיתרה בשיעור של 1% הושקעה בנכסים בדירוג נמוך יותר (איור 5).

איור 5
התפלגות תיק היתרות (ללא מניות) על פי דירוג, 2023 (סוף שנה)



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

¹⁰ אג"ח שמדורגות בדירוג השקעה ומתחת לדירוג השקעה.

¹¹ מכשירי חוב של מנפיקים רב-לאומיים ושל מנפיקים מהמגזר הציבורי וכן אג"ח ממשלתיות שנקובות במטבע שונה מהמטבע המקומי של המדינה המנפיקה.

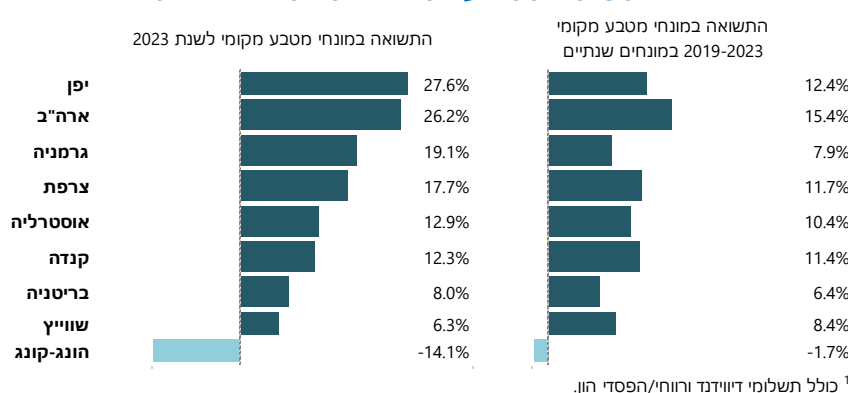
ג. התשואה בגין החזקתן של יתרות המט"ח

1. התשואה בגין תיק יתרות המט"ח במונחי הסמן המטבעי

תשואת ההחזקה של תיק יתרות במונחי הסמן המטבעי לשנת 2023 הסתכמה בשיעור של 8.3%, תשואת הסמן הבסיסי¹² עמדה על שיעור של 4.2% והתשואה העודפת¹³ עמדה על שיעור של 4.1%.

תשואת ההחזקה החיובית נרשמה, בין היתר, בשל תרומת רכיב המניות בתיק היתרות. המגמה החיובית בשווקים הובילה בסיכום שנתי לעלייה ברוב מדדי המניות שבהם מושקעות היתרות (איור 6 – התשואות השונות מוצגות במונחי המטבע המקומי של כל מדינה).

איור 6
תשואות ההחזקה¹ של מדדי מניות (MSCI) עיקריים בתיק היתרות, לשנת 2023 וממוצע חמש-שנתי במונחים שנתיים

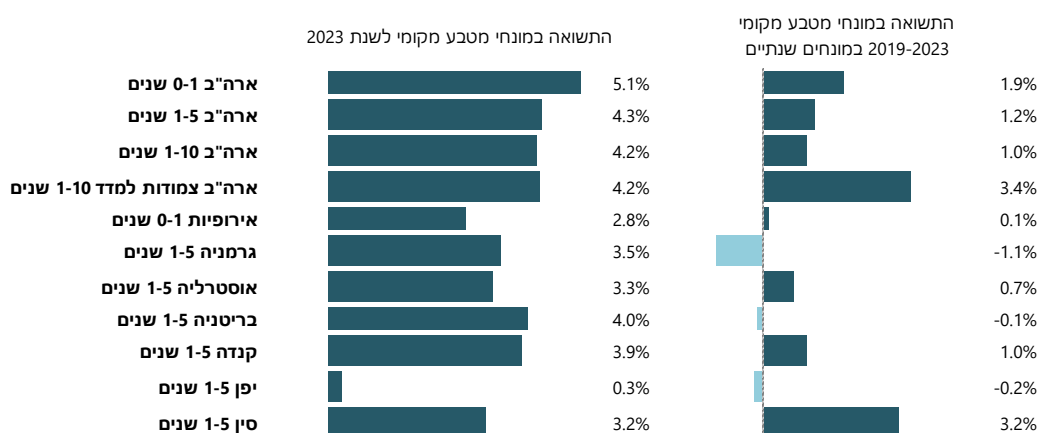


¹ כולל תשלומי דיווידנד ורווחי/הפסדי הון.

המקור: נתונים - בלומברג, עיבודי בנק ישראל.

תשואת החזקה חיובית נרשמה גם בשל ההחזקה באג"ח ממשלתיות. תשואות האג"ח הממשלתיות נסחרו במהלך השנה בתנודתיות גבוהה בשל אי-הוודאות שנרשמה בשווקים הפיננסיים. (איור 7 – התשואות השונות מוצגות במונחי המטבע המקומי של כל מדינה).

איור 7
תשואות ההחזקה¹ של מדדי אג"ח ממשלתיות עיקריים בתיק היתרות, לשנת 2023 וממוצע חמש-שנתי במונחים שנתיים



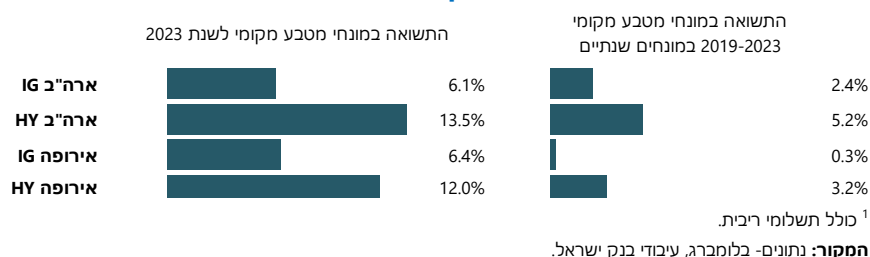
¹ כולל תשלומי ריבית.

המקור: נתונים - בלומברג, עיבודי בנק ישראל.

¹² סמן ברמת סיכון נמוכה שמכיל אג"ח ממשלתיות קצרות. מידע נוסף מופיע לעיל בפרק ב'.
¹³ מידע על התשואה העודפת מופיע להלן בפרק ד'.

תשואת החזקה חיובית נרשמה גם בשל ההחזקה באג"ח תאגידיות. תשואות האג"ח התאגידיות נסחרו בתנודתיות, בעיקר במחצית הראשונה של השנה, בשל התפתחות המשבר במגזר הבנקאי. בסיכום שנתי נרשמה ירידה במרווח התשואה שבין נכסים אלה לבין אג"ח ממשלתיות, שהובילה לרווחי הון בנכסים מסוג זה. (איור 8 - התשואות השונות מוצגות במונחי המטבע המקומי של כל מדינה).

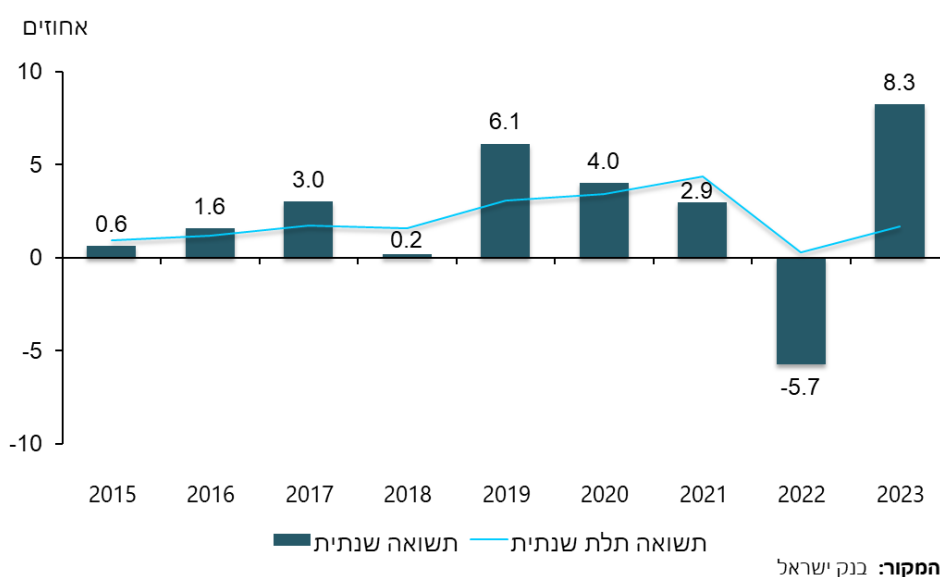
איור 8 תשואות ההחזקה¹ של מדדי אג"ח תאגידיות עיקריים בתיק היתרות, לשנת 2023 וממוצע חמש-שנתי במונחים שנתיים במונחי מטבע מקומי של כל מדינה



התשואה בגין נכסי סיכון, שמשקלם בתיק היתרות עלה בשנים האחרונות, צפויה להיות כפי שניתן לראות בממוצע ארוך טווח שמופיע לעיל באיור 6 חיובית בממוצע רב-שנתי. עם זאת נכסים אלה הם תנודתיים מטבעם ובשנים מסוימות, בייחוד בעת משבר, יש לצפות להפסדים.

לאורך השנים ניתן להבחין שהתשואה בגין השקעת היתרות במדידה תלת-שנתית היא חיובית ותנודתית פחות בהשוואה למדידה השנתית. תשואת ההחזקה התלת-שנתית הממוצעת של תיק היתרות גדלה השנה ועמדה במונחי הסמן המטבעי על שיעור שנתי של 1.7% (איור 9).

איור 9 התשואה בגין תיק היתרות, שנתי ותלת-שנתית, 2015 - 2023 (מונחי סמן מטבעי שנתיים)



2. התשואה השקלית בגין תיק יתרות המט"ח

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

בשל היחלשותו של השקל בשנת 2023, הסתכמה תשואת ההחזקה של תיק יתרות המט"ח במונחים שקליים ב-12.4% וזאת בשל רווח מהפיחות של השקל מול רוב המטבעות של הסמן המטבעי, פיחות שהסתכם בשיעור של 3.8%. בהסתכלות ארוכת טווח, עמדה התשואה השקלית החמש-שנתית הממוצעת של תיק היתרות על שיעור של 1.8% והתשואה השקלית התלת-שנתית הממוצעת עמדה על שיעור של 4.1%. בדומה לתשואה במונחי הסמן המטבעי, גם התשואה השקלית היא תנודתית פחות ככל שטווח המדידה ארוך יותר.

ד. התשואה העודפת מול הסמן הבסיסי

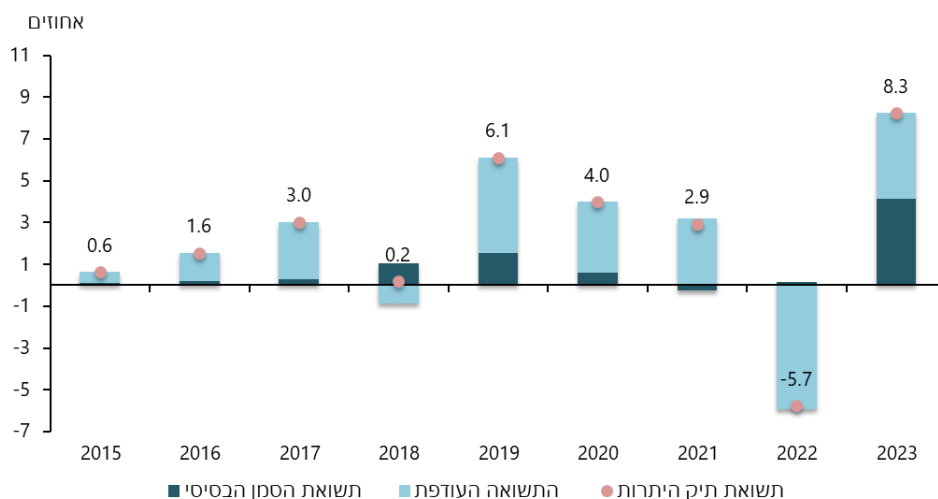
התשואה העודפת היא תוצאת ההחלטות להשקיע במדינות נוספות ובנכסים שלא כלולים בסמן הבסיסי, להשקיע במשקל שונה או להשקיע באריכות ובפיזור שונים מהסמן הבסיסי. ניתן לסווג את התשואה העודפת לרכיבי הסיכון הבאים – אריכות; מניות; אג"ח תאגידיות ונכסי מרווח; וכן חשיפות מטבעיות ואחרות.

לתשואה העודפת מול הסמן הבסיסי (להלן, "התשואה העודפת"), השפעה רבה ביותר על התשואה בגין תיק יתרות המט"ח. ההגדלה של רכיבי הסיכון בתיק מגדילה הודות **לפרמיית הסיכון** (התשואה העודפת של נכס סיכון מעל לריבית חסרת סיכון) את תוחלת התשואה בטווח הארוך. עם זאת צפויה התנודתיות לעלות אף היא בשל התנודתיות הגבוהה יותר של נכסי הסיכון. העלייה בתנודתיות מקווצת במידה מסוימת בשל פיזור התיק בין סוגים שונים של נכסים.

תרומת התשואה העודפת לתשואה במונחי הסמן המטבעי בגין תיק היתרות הסתכמה השנה בשיעור של 4.1%. ההשקעה של יתרות המט"ח בנכסי סיכון החלה בשנת 2012 עם התחלת ההשקעה במניות, המשיכה בסוף שנת 2014 עם התחלת ההשקעה באג"ח תאגידיות בדירוג השקעה (Investment Grade) ובשנת 2022 נוספה גם השקעה באג"ח תאגידיות, שדירוג האשראי שלהן נמצא מתחת לדירוג ההשקעה (High Yield).

איור 10

התשואה בגין תיק היתרות, תשואת הסמן הבסיסי והתשואה העודפת, 2015 - 2023
(במונחי הסמן המטבעי)



המקור: בנק ישראל.

לוח 4

התשואה העודפת לפי רכיביה, 2021 עד 2023
(נקודות בסיס, במונחי סמן מטבעי, שנתי)

2023	2022	2021	
358	-305	357	מניות
26	-286	-57	אריכות ופיזור
0	0	10	חשיפות מטבעיות ונכסיות
26	-7	6	אג"ח תאגידיות
1	6	5	נכסי מרווח
411	-592	321	סה"כ

המקור: בנק ישראל

להלן פירוט תרומתם של הרכיבים העיקריים:

1. מניות

החשיפה למניות הניבה תרומה חיובית של 358 נ"ב.

ההשקעה של יתרות המט"ח במניות החלה בשנת 2012 והיא עוקבת אחר מדדי מניות מקומיים בשוקי ההשקעה, כשפיזור ההשקעה מבוצע לפי מדד מניות רחב של משקים מפותחים, שמבוסס על מדד MSCI Developed. תרומת ההשקעה במניות עמדה השנה על כ-358 נ"ב. התרומה החיובית נרשמה לאחר שרוב שוקי המניות שבהם מושקעות היתרות עלו בסיכום שנתי בשיעור שהגיע אף לעתים לרמה דו-ספרתית.

התרומה החיובית הגדולה ביותר נרשמה בארצות הברית. התרומה היא תוצאה של שיעור ההשקעה בשוק מסוים ושל השינוי במדד המניות בשוק זה. חלק הארי מההשקעה במניות מושקע נכון לסוף 2023 במניות בארצות הברית בשיעור של כ-14.6% מסך היתרות, שעם העלייה במדד בשיעור של כ-26%, תרמו תרומה חיובית של כ-281 נ"ב לתשואה העודפת.

2. אריכות ופיזור

החשיפה לאריכות ולפיזור הניבה תרומה חיובית של 26 נ"ב.

האריכות (המח"מ) של ההשקעות באג"ח היא מדד לרמת סיכון הריבית שאליו חשוף התיק. תרומתם של האריכות ושל הפיזור מיוחסת להחלטה להשקיע את היתרות באריכות שונה מזו של אריכות הסמן הבסיסי¹⁴ ולהחלטה לפזר את הנכסים על פני העקום באופן שונה מזה של הסמן הבסיסי. אריכות גבוהה יותר בתיק מאפשרת לרוב ליהנות מהכנסה שוטפת שנובעת מריבית גבוהה יותר משל הסמן ומקנה רווחי הון במצב של ירידה בתשואות ומנגד, מובילה להפסדי הון במצב של עלייה בתשואות ומעלה גם את רמת התנודתיות של התיק. הוועדה המוניתרית החליטה במהלך השנה להגדיל את האריכות של התיק וזאת בשל ההערכה כי מחזור העלאות הריבית מתקרב לסיומו ותהליך ההתמתנות של האינפלציה צפוי להימשך.

האריכות של תיק היתרות עמדה בסוף השנה על כ-2.4 שנים. התרומה החיובית הושפעה, בין היתר, משינויי האריכות בתיק היתרות שבוצעו כאמור במהלך השנה.

3. אג"ח תאגידיות

החשיפה לאג"ח תאגידיות הניבה תרומה חיובית של 26 נ"ב.

ההשקעה באג"ח תאגידיות **בדירוג השקעה** מבוצעת מול סמן מוכר עם כיסוי רחב של שוק אג"ח תאגידיות נקובות דולר שנסחרות בארצות הברית ואג"ח תאגידיות נקובות אירו שנסחרות באירופה. הוועדה המוניתרית הגדילה בתחילת 2023 את ההקצאה לאג"ח תאגידיות בדירוג השקעה לשיעור של 9% מתיק היתרות. בסיכום שנתי הוביל הצמצום במרווח התשואה לתרומה חיובית של 18 נ"ב.

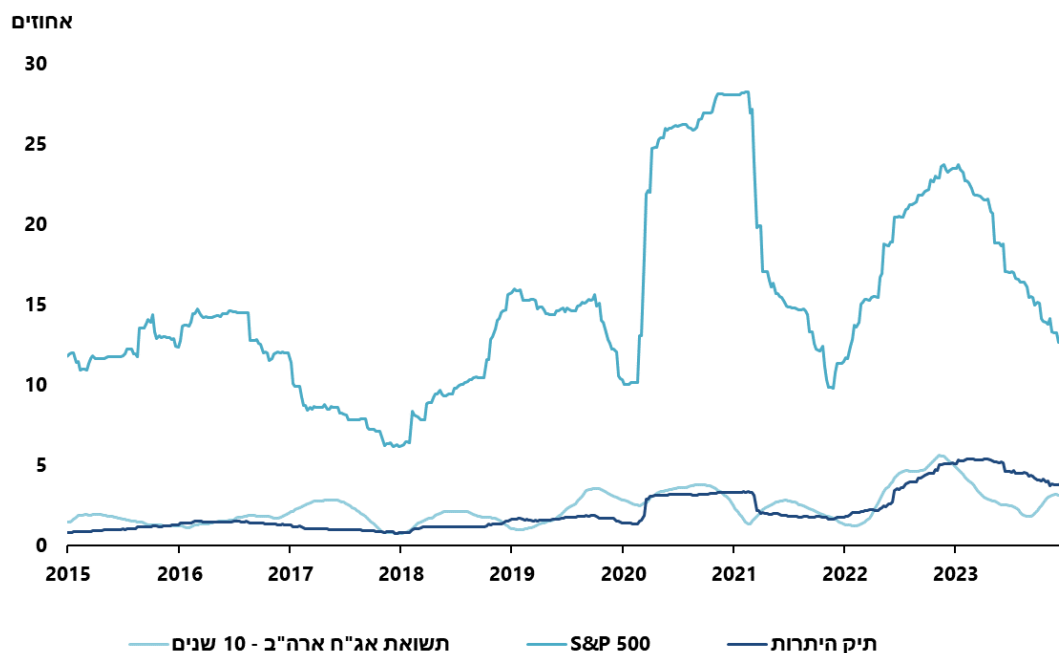
ההשקעה באג"ח תאגידיות **מתחת לדירוג השקעה (High Yield- HY)** מבוצעת מול סמן מוכר עם כיסוי רחב של שוק אג"ח תאגידיות נקובות דולר שנסחרות בארצות הברית ואג"ח תאגידיות נקובות אירו שנסחרות באירופה. הוועדה המוניתרית הקטינה בתחילת שנת 2023 את ההקצאה לאג"ח תאגידיות מתחת לדירוג השקעה לשיעור של 1% מתיק היתרות. בסיכום שנתי הוביל הצמצום במרווח התשואה לתרומה חיובית של 8 נ"ב.

¹⁴ אריכות של 6 חודשים.

ה. הסיכון

רמת הסיכון של תיק היתרות התמתנה השנה כתוצאה מהירידה בתנודתיות של שוקי המניות ובהשפעת העלייה בריבית חסרת הסיכון שמשמשת ככרית לספיגת הפסדים. סטיית התקן של תשואת התיק על פני טווח של שנה, שמודדת את התנודתיות בשווקים הפיננסים, התמתנה מעט השנה ועמדה על כ-3.8% (איור 11).

איור 11
סטיות התקן¹⁵ של תיק היתרות, של מדד ה-S&P 500 ושל תשואת אג"ח של ארה"ב ל-10 שנים
2023 - 2015



המקור: נתונים - בנק ישראל וכלומברג בעיבוד בנק ישראל

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

מדד הסיכון CVaRp (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 CVaRp הוא אומנם מדד צופה פני עתיד (ex-ante), שמושפע משינויים בהחזקות של התיק ומהתנודתיות של הנכסים שמוחזקים בו, אך הוא נסמך על רמת התנודתיות שהייתה בעבר.

¹⁵ סטיות התקן השבועיות במונחים שנתיים, ממוצע נע לשנה.

הוועדה המוניתרית קבעה בקווים המנחים את רמת הסיכון המרבית של היתרות, כך שבהינתן שיעור של 5% של תוצאות ההשקעות הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד באופק של שנה – ה-CVaR5% – לא יעלה על 900 נקודות בסיס (נ"ב).

בנוסף לקביעת רמת הסיכון המרבית, קובעת הוועדה המוניתרית בתחילה של כל שנה על בסיס תחזיתה לתנאי הרקע המקרו-כלכליים והפיננסים את רמת הסיכון במונחי CVaR5%, שתשמש לקביעת ההקצאה האסטרטגית לאותה שנה. הוועדה בחרה ברמת סיכון של כ-530 נ"ב עבור ההקצאה לשנת 2023. רמת הסיכון בתיק במונחי CVaR5% נעה סביב רמה זו ולא חרגה מרמת הסיכון המרבית שהוגדרה בקווים המנחים (900 נ"ב).

נספח 1: הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע חוץ¹⁶

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 היתרות¹⁷;
- (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 בערך. 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 תפקידה באמצעות ניירות עמדה והצעות לדיון בוועדה. הוועדה המוניתרית תאשר ותעדכן במידת הצורך את חלוקת הסמכויות בנושא מדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ.

¹⁶ מאפייני תיק היתרות בפועל מדווחים לציבור בסקירה שנתית שמתפרסמת באתר בנק ישראל.

¹⁷ 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 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 יכלול 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 הגלובלים, 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 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 מנהלי/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 מדינות¹⁸ מותרת במדינות שקבוצת דירוג האשראי¹⁹ 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)²⁰ בלבד.
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.

¹⁸ מדינה – במסמך זה, מדינת חוץ.

¹⁹ דירוג אשראי - דירוג אשראי של לפחות אחת מחברות הדירוג הבינלאומיות IBCA International Rating Agency, Standard & Poors, Moody's Investor Services, Corporation או של חברה מדרגת אחרת או על פי דירוג פנימי של בנק ישראל – בהתאם לאישור של הוועדה המוניתרית.

²⁰ 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.

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 יחס מידע Information Ratio	מוזד את תרומת התשואה העודפת של מנהל/ת התיק ביחס לסיכון העודף שנטל ומעיד על מידת העקביות של יכולת המנהל/ת להניב תשואה עודפת בתמורה לתוספת סיכון. הוא מחושב כיחס תרומת התשואה העודפת לסטיית התקן שלה.
10 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.
11 מדר 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.
12 מרווח תשואה Yield Spread	ההפרש בין התשואות לפדיון על שני מכשירי חוב.

ערך	פירוש
13	הסמן המטבעי סל מטבעות שמשמש למדידה של התשואות בגין יתרות המט"ח (ראו פרק ב' לעיל).
14	ניהול פעיל סגנון ניהול השקעה שבו מנהל/ת התיק מנסה באמצעות החלטות קנייה ומכירה של ניירות ערך או אסטרטגיות השקעה שונות להשיג תשואה גבוהה מזו של סמן או של 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 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.
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, שמשמש 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 במחירי 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/ת תיק 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	שערוך 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 התשואה העודפת (תרומת הניהול הפעיל) ההפרש בין התשואה בגין תיק היתרות לבין תשואת הסמן הבסיסי, שמוזד את ההחלטות להשקיע במדינות ובנכסים נוספים, שלא כלולים בסמן הבסיסי. מכונה גם "תרומת הניהול הפעיל".
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".