



בנק ישראל

השקעת יתרות מטבע חוץ

דין וחשבון לשנת 2022

תוכן עניינים

עיקרי הדברים.....	3
מבוא - תנאי הרקע הכלכליים והפיננסיים.....	5
א. רמתן של יתרות מטבע החוץ.....	9
ב. מסגרת הניהול של יתרות מטבע החוץ.....	12
1. מטרות החזקתן של יתרות המט"ח והקווים המנחים לניהולן.....	12
2. רמת הסיכון בהחזקתן של יתרות מטבע החוץ.....	13
3. הסמן הבסיסי, ההקצאה האסטרטגית והרכבו בפועל.....	14
ג. התשואה בגין החזקתן של יתרות המט"ח.....	17
1. התשואה בגין תיק יתרות המט"ח במונחי הסמן המטבעי.....	17
2. התשואה השקלית בגין תיק יתרות המט"ח.....	20
ד. התשואה העודפת מול הסמן הבסיסי.....	22
1. מניות.....	23
2. אריכות ופיזור.....	24
3. אג"ח תאגידיות.....	26
4. נכסי מרווח.....	26
ה. הסיכון והתשואה שמותאמת לסיכון.....	27
נספחים.....	28
נספח 1 : הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ.....	28
נספח 2 : מילון מונחים.....	33

עיקרי הדברים

הסביבה הפיננסית הייתה יוצאת דופן בשנה הנסקרת. העלייה החדה באינפלציה הובילה את הבנקים המרכזיים לנקוט במדיניות מוניטרית מרסנת ולהעלות את הריבית באגרסיביות לאחר שנים רבות בהן היא שהתה ברמות נמוכות מאוד. העלייה המהירה של ריביות הבנקים המרכזיים מרמות נמוכות, הובילה לירידות חדות במחירי המניות, לתנודתיות גבוהה בשווקים ולעליות חדות בתשואות לפדיון של האג"ח הממשלתיות. כתוצאה מהתפתחויות אלו כל אפיקי ההשקעה במדינות המפותחות, למעט אג"ח ממשלתיות קצרות מאוד של ארה"ב, הניבו תשואות שליליות. תופעה זו היא חריגה מאוד בשווקים הפיננסיים שכן, על פי רוב, קיים מתאם שלילי בין תשואות המניות והאג"ח הממשלתיות, מה שמספק גידור טבעי לתיק ההשקעות. בנוסף לכך, הביאו הקצב המהיר של העלאת הריבית על ידי ה-FED בהשוואה לבנקים המרכזיים המובילים והעלייה בשנאת הסיכון בשווקים הפיננסיים להתחזקותו המשמעותית של הדולר מול רוב המטבעות המרכזיים.	הסביבה הפיננסית																
ההתפתחויות השליליות בשווקים הפיננסיים הגלובליים באו לידי ביטוי בביצועי תיק יתרות המט"ח: תשואת ההחזקה בשנת 2022 של תיק היתרות במונחי הסמן המטבעי הייתה שלילית בשיעור של (-5.7%). בהסתכלות ארוכת טווח, נרשמו בתיק היתרות בשלוש ובחמש השנים האחרונות תשואות חיוביות, בשיעור שנתי של 0.3% ושל 1.4% בהתאמה (לוח 1א).	התשואה על תיק יתרות המט"ח במונחי הסמן המטבעי																
לוח 1א התשואה בגין החזקתו של תיק יתרות המט"ח במבט שנתי וממוצע רב-שנתי במונחי הסמן המטבעי; אחוזים ומונחים שנתיים <table><tr><th>חמש שנים</th><th>שלוש שנים</th><th>2022</th><th></th></tr><tr><td>1.4</td><td>0.3</td><td>-5.7</td><td>תשואת התיק בפועל</td></tr><tr><td>0.6</td><td>0.2</td><td>0.2</td><td>תשואת הסמן הבסיסי</td></tr><tr><td>0.8</td><td>0.1</td><td>-5.9</td><td>התשואה העודפת</td></tr></table>	חמש שנים	שלוש שנים	2022		1.4	0.3	-5.7	תשואת התיק בפועל	0.6	0.2	0.2	תשואת הסמן הבסיסי	0.8	0.1	-5.9	התשואה העודפת	
חמש שנים	שלוש שנים	2022															
1.4	0.3	-5.7	תשואת התיק בפועל														
0.6	0.2	0.2	תשואת הסמן הבסיסי														
0.8	0.1	-5.9	התשואה העודפת														
לנוכח היחלשותו של השקל הייתה תשואת ההחזקה של תיק יתרות המט"ח חיובית במונחים שקליים והסתכמה ב-3.4%.	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 <table><tr><th>חמש שנים</th><th>שלוש שנים</th><th>2022</th><th></th></tr><tr><td>0.7</td><td>0.0</td><td>3.4</td><td>תשואת תיק היתרות</td></tr><tr><td>-0.7</td><td>-0.3</td><td>9.7</td><td>שינוי שע"ח סמן מטבעי/שקל</td></tr></table> סימן שלילי בשינוי בשע"ח משמעו ייסוף של השקל	חמש שנים	שלוש שנים	2022		0.7	0.0	3.4	תשואת תיק היתרות	-0.7	-0.3	9.7	שינוי שע"ח סמן מטבעי/שקל					
חמש שנים	שלוש שנים	2022															
0.7	0.0	3.4	תשואת תיק היתרות														
-0.7	-0.3	9.7	שינוי שע"ח סמן מטבעי/שקל														

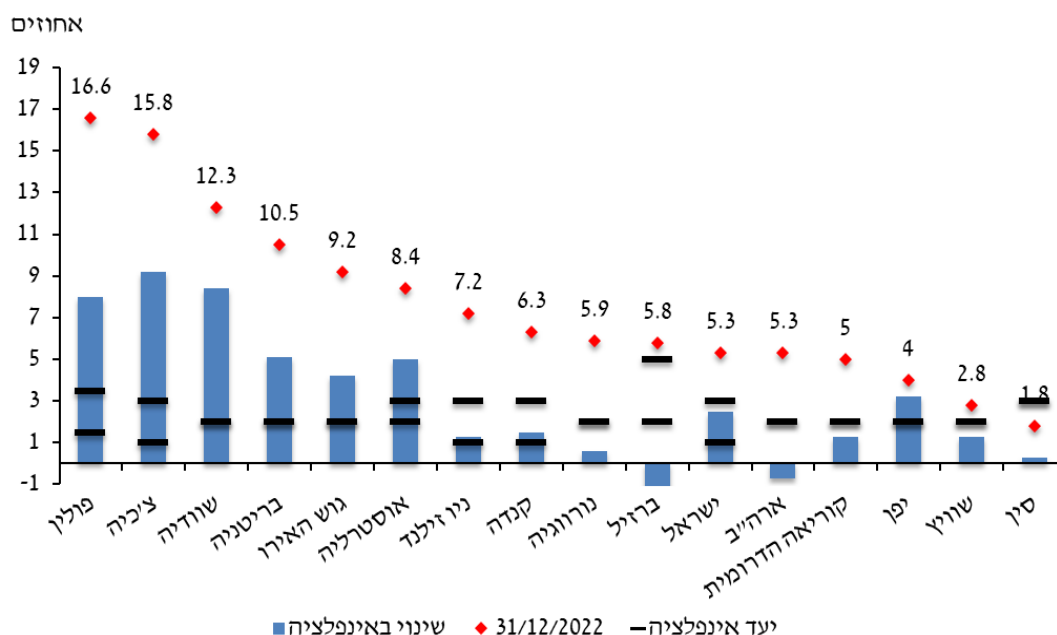
ההפסדים בתיק יתרות המט"ח והתחזקותו של הדולר בעולם הביאו לירידה ברמתן של יתרות המט"ח, שעמדו בסוף 2022 על רמה של 194.2 מיליארד דולר. הירידה ברמת היתרות נבעה בעיקר מהפסדים של 11.8 מיליארד דולר בשל הירידה במחירי המניות והאג"ח ומהפסדי שער של 6.3 מיליארד דולר בשל היחלשות המטבעות שבהם מושקעות יתרות המט"ח מול הדולר. חשוב להדגיש שעל רקע ההתפתחויות השליליות בשווקים הפיננסים העולמיים, ברוב הבנקים המרכזיים נרשמו ירידות ברמת היתרות.	רמת היתרות המט"ח ומקורות השינוי בהן
בתחילת שנת 2022 עודכן הסמן המטבעי, המשמש כמטבע המדידה של תשואת ההחזקה של יתרות מטבע חוץ. עדכון הסמן בוצע במטרה להשיג תשואה שקלית שתכסה את עלות החזקת היתרות בטווח הארוך באמצעות מזעור התנודתיות של תשואת היתרות במונחים שקליים, הנובעת מתנודתיות שערי החליפין של מטבעות ההשקעה מול השקל. זאת על ידי הרחבת הפיזור המטבעי של היתרות בין המטבעות המוכרים כמטבעות רזרבה במדינות בעלות שוקי נכסים מגוונים ונוילים. הסמן המטבעי המעודכן כולל 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.	עדכון של הסמן המטבעי
במסגרת ההקצאה הנכסית לשנת 2022 הוגדל המשקל של נכסי הסיכון בתיק יתרות המט"ח באופן מתון. הגדלת המשקל של נכסי הסיכון היא חלק מתהליך אסטרטגי הדרגתי שמטרתו להגדיל את התשואה של התיק בטווח הבינוני, תוך לקיחה בחשבון שתיתכן בטווח הקצר עלייה בתנודתיות התשואה וייתכנו אף הפסדים. לנוכח הגידול המתון במשקל נכסי הסיכון ולאור העובדה כי התאמת התיק נעשתה במהלך השנה באופן הדרגתי, ההשפעה של המהלך על תשואת תיק היתרות הייתה שולית.	הרכב הנכסים של יתרות המט"ח
תרומת התשואה העודפת, שנמדדת על ידי השוואה בין תשואת התיק לבין תשואת תיק חסר-סיכון (הסמן הבסיסי), הייתה השנה שלילית בשיעור של (-5.9%). תרומה זו מקורה בעיקר מהשקעה במניות, (-3%) ומאריכות תיק האג"ח הממשלתיות, (-2.9%), שעמדה בממוצע על כ-24.7 חודשים, לעומת אריכות הסמן הבסיסי שעמדה על 6 חודשים.	תרומת התשואה העודפת במונחי הסמן המטבעי
רמת הסיכון בתיק היתרות, שמושפעת ממשקל נכסי הסיכון בתיק ומהתנודתיות בשווקים הפיננסים, עלתה השנה, אך היא לא חרגה מרמת הסיכון המרבית שנקבעה במסגרת הקווים המנחים.	רמת הסיכון של תיק יתרות המט"ח

מבוא - תנאי הרקע הכלכליים והפיננסים

התנאים הפיננסים היו מיוחדים בשנה הנסקרת. העלייה החדה באינפלציה הובילה את הבנקים המרכזיים לנקוט במדיניות מוניטרית מרסנת ולהעלות את הריבית באגרסיביות וזאת לאחר שנים רבות שבהן שהתה הריבית ברמות נמוכות מאוד. שינוי זה, הוביל לירידות חדות במחירי נכסי הסיכון, לתנודתיות גבוהה בשווקים ולעלויות משמעותיות בתשואות לפדיון של אג"ח ממשלתיות, שגרמו להפסדי הון למשקיעים בהן. התפתחויות אלה, שלוו בסנטימנט שלילי רחב, השפיעו לרעה על רוב סוגי הנכסים הפיננסים, ביניהם הנכסים שבהם מושקעות יתרות המט"ח והוביל לפגיעה בביצועים של תיק היתרות.

בשנת 2022 נרשמה עלייה חדה באינפלציה, לרמות הגבוהות ביותר בעשורים האחרונים ומעבר ליעדי הבנקים המרכזיים (איור 1). העלייה באינפלציה נבעה בין היתר בשל שיבושים משמעותיים בשרשרות האספקה כתוצאה מהתפרצויות קורונה בעולם ובפרט בסין, שם מדיניות הממשל הנוקשה העיבה על הפעילות הכלכלית. הפלישה של רוסיה לאוקראינה בתחילת השנה הובילה לעלייה חדה במחירי המזון והאנרגיה ובפרט במחירי הנפט והגז הטבעי. התלות הגבוהה של אירופה ביבוא אנרגיה מרוסיה הובילה להחרפה במשבר האנרגיה, עד לכדי פגיעה בפעילות הכלכלית ולחששות מפני קיצוב; בנוסף לוותה היציאה מהקורונה בגידול משמעותי בביקושים, על רקע התמיכה הפיסקלית והמוניטרית המשמעותית בזמן הקורונה. שוקי העבודה המשיכו להיות הדוקים, תוך עלייה משמעותית בשכר ותמכו בסביבת האינפלציה הגבוהה בעולם.

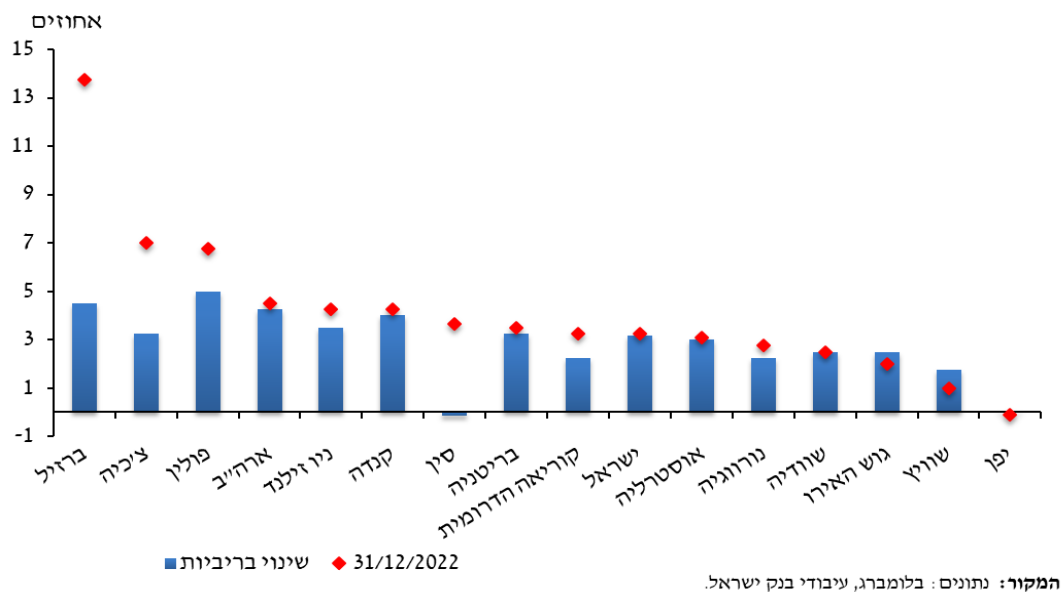
איור 1
האינפלציה במדינות המרכזיות בשנת 2022



המקור: נתונים-בלומברג, עיבודי בנק ישראל.

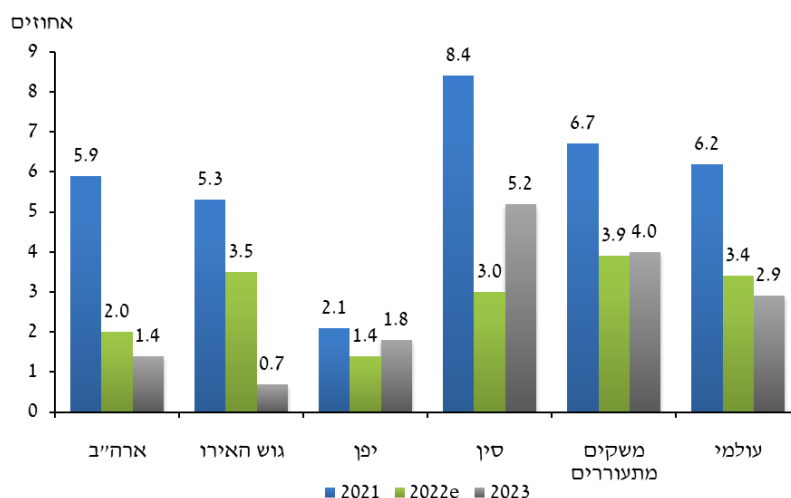
בשל רמת האינפלציה הגבוהה נקטו הבנקים המרכזיים במדינות המפותחות במדיניות מוניטרית מרסנת, שמטרתה להחזיר את האינפלציה ליעדה, גם במחיר של האטה בפעילות הכלכלית. תחילה הופסקו באופן הדרגתי תכניות התמיכה המוניטריות. לאחר מכן העלו הבנקים המרכזיים את הריבית באופן אגרסיבי, תוך המעבר במדינות אירופה מריבית שלילית שנקטה למעלה מעשור לריבית חיובית (איור 2). יתרה מכך, הבנקים המרכזיים המובילים אף החלו לצמצם את המאזן, בין אם באמצעות אי השקעה מחדש של אג"ח שהגיעו לפירעון ובין אם באמצעות מכירת אג"ח.

איור 2
הריבית המוניטרית במדינות המרכזיות בשנת 2022



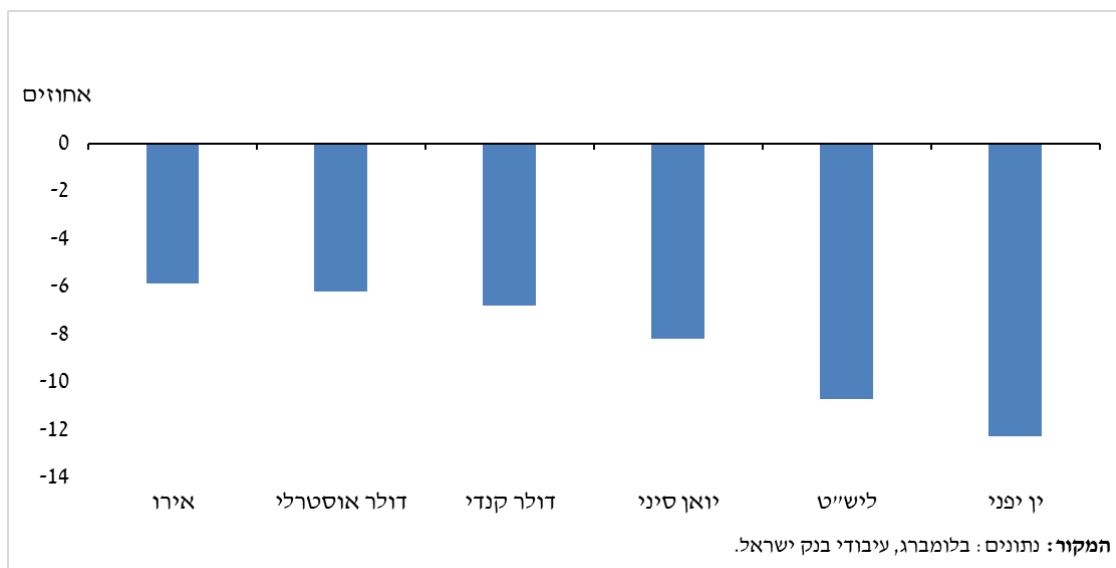
האטה נרשמה בקצב הפעילות הכלכלית בעולם. ההידוק המוניטרי האגרסיבי, התמשכות המלחמה בין רוסיה לאוקראינה ומדיניות הקורונה של הממשל בסין, הובילו להתמתנות בקצב הצמיחה בגושים העיקריים (איור 3).

איור 3
הצמיחה בגושים העיקריים



בשוק המט"ח נרשמה התחזקות של הדולר ביחס למטבעות הסמן המטבעי¹ (איור 4) וזאת בהשפעתו של קצב ההידוק של ה-FED, שנקט כאמור במדיניות מוניטרית מרסנת.

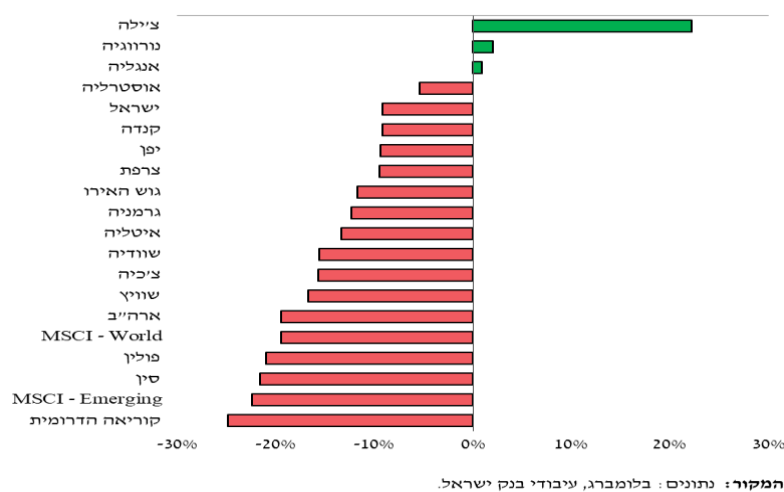
איור 4
שיעור שינוי של הדולר ביחס למטבעות שכלולים בסמן המטבעי בשנת 2022



הסנטימנט השלילי הרחב השפיע לרעה על רוב סוגי הנכסים הפיננסים והוביל לפגיעה בביצועיו של תיק היתרות:

רוב מדדי המניות בעולם ירדו בסיכום שנתי והמסחר התאפיין בתנודתיות חריגה על רקע העלייה ברמת חוסר הוודאות (איור 5).

איור 5
מדדי מניות עיקריים בשנת 2022 (שינוי ב-%)



¹ מידע על הסמן המטבעי מופיע להלן בפרק ב', סעיף 3.

ההידוק האגרסיבי במדיניות המוניטרית שנקט על ידי הבנקים המרכזיים, כאמור לעיל, תורגם לעלייה בריביות הריאליות לתחום החיובי במדינות רבות. **התשואות לפדיון של האג"ח הממשלתיות עלו באופן משמעותי וזאת לאחר שנים רבות שבהן הן נסחרו ברמות נמוכות (איור 6).**

איור 6

תשואות אג"ח ממשלתיות לעשר שנים בארה"ב ובגרמניה, 2001 עד 2022

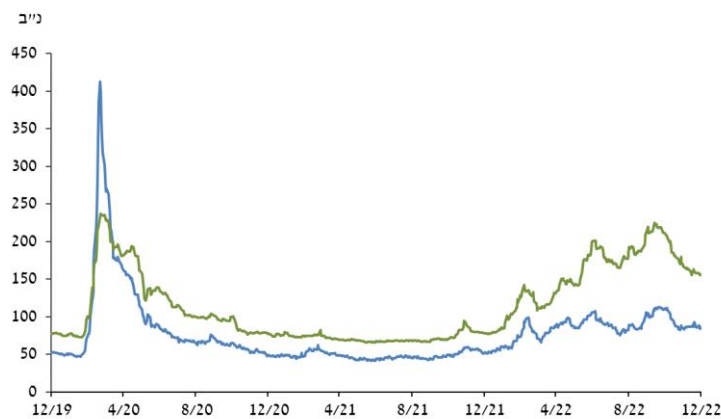


המקור: נתונים: בלומברג, עיבודי בנק ישראל.

בשוק האג"ח התאגידיות נרשם גידול במרווח התשואה שבין נכסים אלה לבין אג"ח ממשלתיות. גידול זה, הוביל להפסדי הון משמעותיים ברוב הנכסים מסוג זה (איור 7).

איור 7

המרווח בין אג"ח תאגידיות בדירוג השקעה לבין אג"ח ממשלתיות, בסמן ארה"ב 0-5 שנים ובסמן אירופה 1-5 שנים, 2020 – 2022

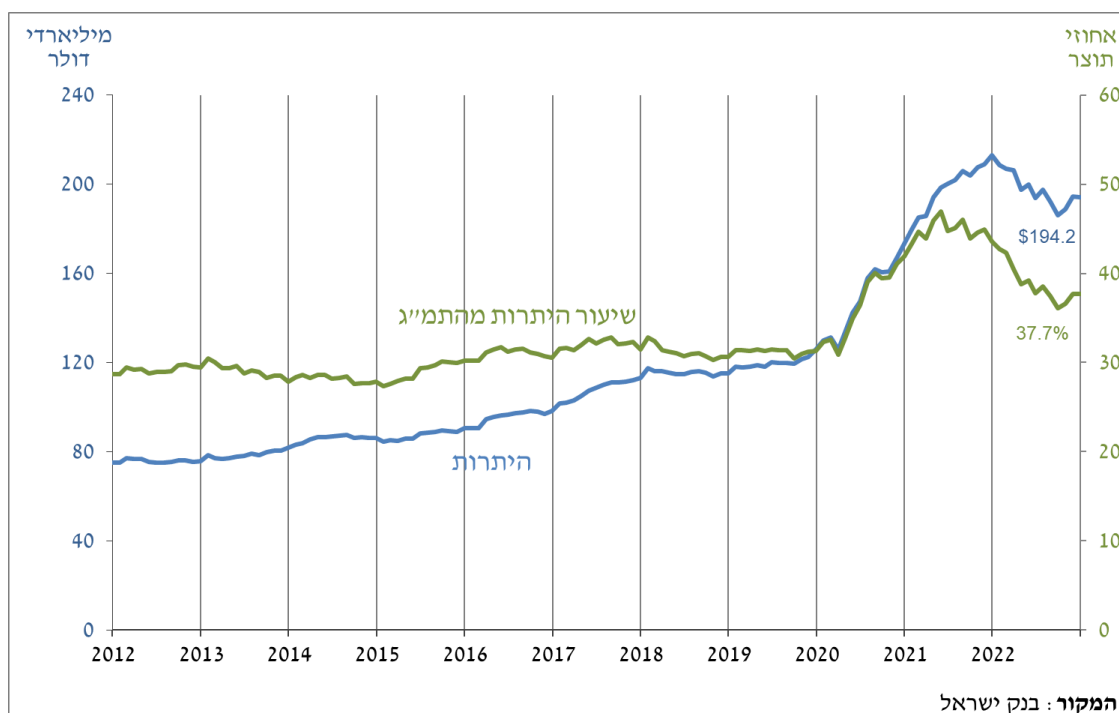


המקור: נתונים: בלומברג, עיבודי בנק ישראל.

א. רמתן של יתרות מטבע החוץ

המגמה השלילית בשווקים הפיננסים הובילה בשנת 2022 לקיטון ב**יתרות מטבע החוץ של ישראל בסך של 18.8 מיליארד דולר**, מסך של 213 מיליארד דולר בסוף שנת 2021, לסך של 194.2 מיליארד דולר בסוף 2022² (איור 8). **רמת היתרות ביחס לתמ"ג ירדה משיעור של 43.6%³ לשיעור של 37.7%.**

איור 8
יתרות המט"ח של ישראל ושיעורן מהתמ"ג, 2012 – 2022
(יתרה לסוף חודש)



הקיטון ביתרות בסך של 18.8 מיליארד דולר (מופיע להלן - לוח 2) הושפע בעיקר משערוך⁴ שלילי בסך של 18.1 מיליארד דולר, על פי הפירוט הבא:****

1. סך של 11.8 מיליארד דולר מהפסדים בשל ירידת שוויין של המניות וכן בשל הפסדי הון באג"ח, שנבעו מעליית התשואות.
2. סך של 6.3 מיליארד דולר מהפסדים בשל הפרשי שער של מטבעות האירו ומטבעות נוספים שבהם מושקע שיעור של כ-40% מהיתרות, בשל היחלשותם מול הדולר.

² רמת היתרות כוללת לאורך כל הסקירה 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 2022 לסך של 4.5 מיליארד דולר. עוד בעניין זה ראו: "בנק ישראל – דין וחשבון כספי לשנת 2022".

³ הנתון מחושב על בסיס נתוני התוצר לשנת 2021, שהתעדכנו מאז מועד פרסום הדוח לשנת 2021.

⁴ השערוך הוא השינוי ב**יתרות במונחי דולר שמיוחס לרווחים שמומשו מהכנסה מריבית ומרווחי הון וכן לשינוי השווי מהפרשי מחירי נכסים והפרשי שערים של המטבעות שבהם מושקעות היתרות מול הדולר.**

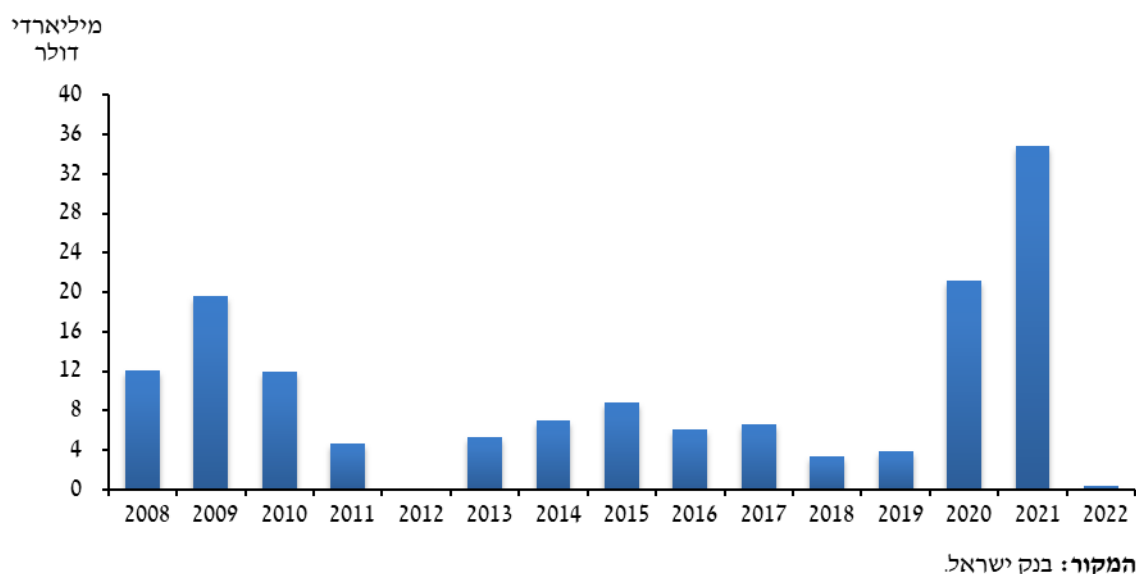
לוח 2
רכיבי השינויים ביתרות 2022
(מיליוני דולרים)

356	רכישות מט"ח
-18,058	שיערוך
-2,233	המגזר הפרטי
1,160	הממשלה
-18,775	סך השינוי

המקור: בנק ישראל

רכישות המט"ח בלטו בהיקפן הנמוך בהשוואה לשנים קודמות (איור 9) וזאת בשל סיום תכנית הרכישות בסך של 30 מיליארד דולר שעליו דיווחה הוועדה המוניתרית במהלך חודש נובמבר 2021⁵. רכישות המט"ח הסתיימו במהלך חודש ינואר 2022.

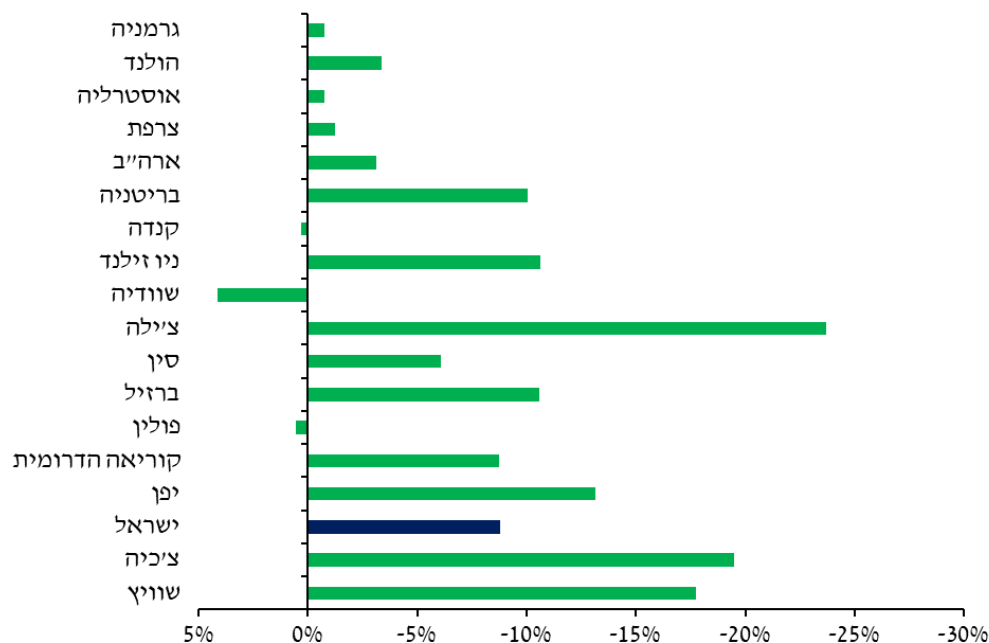
איור 9
רכישות מט"ח על ידי בנק ישראל, 2008 - 2022



מקובל למדוד את היתרות ביחס למצרפים כלכליים שונים, ובעיקר ביחס לתוצר. במהלך שנת 2022 נרשמה מגמת ירידה ביתרות המט"ח במרבית המדינות בעולם ובכללם ישראל (איור 10) וכתוצאה מכך יתרות המט"ח העולמיות ירדו בכטריליון דולר. עם זאת ניתן לראות שיחס היתרות לתוצר של ישראל עדיין גבוה בהשוואה לחציון של מדינות אחרות (איור 11).

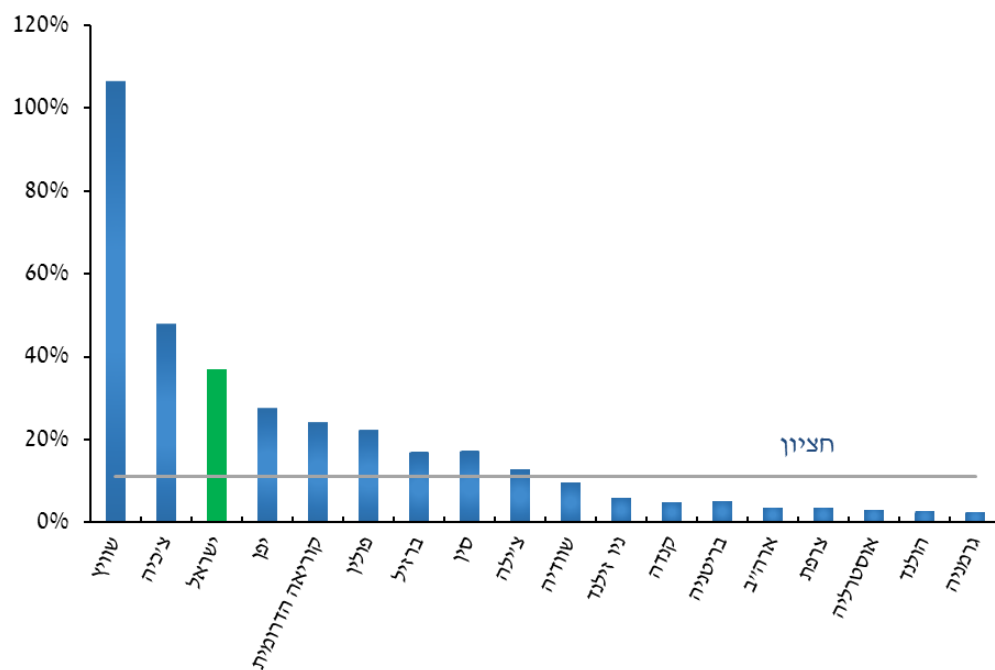
⁵ הודעה לעיתונות מיום 22 לנובמבר 2021.

איור 10 שיעור השינוי ביתרות המט"ח במונחי דולר בשנת 2022 (באחוזים)¹



¹ נתוני יתרות המט"ח לשנת 2022 עדכניים למועד פרסום הדוח בחודש מרץ 2023.
המקור: קרן המטבע הבין-לאומית, עיבודי בנק ישראל.

איור 11 היחס בין היתרות¹ לבין התוצר, ישראל לעומת מדינות אחרות



¹ נתוני היתרות לשנת 2022 עדכניים למועד פרסום הדוח במרץ 2023 ונתוני התוצר נכונים ל- 30.09.2022.
המקור: OECD, קרן המטבע הבין - לאומית.

ב. מסגרת הניהול של יתרות מטבע החוץ

1. מטרות החזקתן של יתרות המט"ח והקווים המנחים לניהולן

לפי **חוק בנק ישראל התש"ע-2010** הבנק מופקד על החזקה 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 של אסון טבע). בעת כזו יישארו יתרות מטבע החוץ המקור העיקרי של המדינה למימון במטבע חוץ.

הוועדה המוניתרית שבראשה עומד הנגיד ושבח חברים גם נציגי ציבור, מופקדת, בהתייעצות עם שר האוצר, על התוויית **הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות המט"ח** (נספח 1) ועל המעקב אחר יישומה 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 ומסטיות מהקצאה זו. ההקצאה האסטרטגית נקבעת בכפיפות לרמת הסיכון שקבעה הוועדה ומבוססת על הערכות לגבי התנאים שצפויים בשווקים הפיננסיים המתאימים. (מידע נוסף לגבי תהליך ההקצאה מפורט להלן בסעיף 3).

מדיניות ההשקעה של יתרות המט"ח מבוססת על היעדים הבאים:

- השגת תשואה שקלית, אשר בטווח הארוך, תכסה לפחות את עלות המימון של החזקת היתרות⁶;
- השאת תשואת החזקה בטווח הבינוני, במונחי הסמן המטבעי ובמסגרת פרופיל הסיכון, בכפוף להשגת יעד הנזילות;
- ניהול היתרות ברמה גבוהה של נזילות.

במהלך שנת 2021, בוצעו שינויים בקווים המנחים למדיניות ההשקעה וזאת כדי להשיג את היעדים שהוזכרו לעיל. השינויים העיקריים היו: מדידה ודיווח התשואה בגין תיק היתרות במונחי סמן מטבעי ובמונחי שקל; הגדרת עקרונות חדשים לקביעת הרכב הסמן המטבעי; הגדלה של רמת הסיכון המרבית מ-475 מ"ב ל-900 מ"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%.

⁶ עלות המימון של החזקת יתרות המט"ח היא הפער בין עלות גיוס ההון בשקלים שנדרש להחזקת היתרות, לבין התשואה בגין יתרות המט"ח במונחי הסמן המטבעי, בתוספת הרווח או ההפסד מהחשיפה המטבעית מול השקל.

2. רמת הסיכון בהחזקתן של יתרות מטבע החוץ

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.

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 של כיסוי עלות המימון של יתרות המט"ח בטווח הארוך. הוועדה המוניתרית בוחנת את התנאים שעל פיהם נקבעה רמת הסיכון באופן שוטף ואם וכאשר יחולו שינויים מהותיים בתנאים אלה, היא עשויה לשנות את רמת הסיכון הזו.

הוועדה המוניתרית קובעת בתחילתה של כל שנה את רמת הסיכון (במונחי CVaR_{5%}), שתשמש על בסיס תנאי הרקע המקרו-כלכליים והפיננסים הצפויים לקביעת ההקצאה האסטרטגית לאותה שנה. הוועדה בחרה לקביעת ההקצאה לשנת 2022 ברמת סיכון של כ-680 נ"ב.

3. הסמן הבסיסי, ההקצאה האסטרטגית והרכבו בפועל

הניהול של תיק היתרות על ידי בנק ישראל, בדומה לניהול של מנהלי השקעות אחרים בעולם, מושתת על שימוש ב**סמן** כנקודת ייחוס למדידה של ביצועי החלטות ההשקעה של מנהל התיק ושל הסיכונים שהוא נטל. 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.

בתחילת שנת 2022 עודכן הסמן המטבעי, המשמש כמטבע המדידה של תשואת ההחזקה של יתרות מטבע החוץ. הסמן המטבעי המעודכן כולל 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. עדכון הסמן בוצע בעקבות שינויים שנעשו בקווים המנחים, במטרה להשיג את יעד התשואה השקלית. זאת על ידי פיזור סיכון שער החליפין מול השקל במטבעות המוכרים כמטבעות רזרבה, במדינות בעלות שוקי נכסים מגוונים ונזילים.

הסמן המטבעי הוא סל מטבעות שמשמש, לצד השקל, למדידה של התשואות בגין יתרות מטבע החוץ. מאחר שתשואת ההחזקה של תיק היתרות נמדדת גם במונחי הסמן המטבעי, הרכבו נחשב הרכב מטבעי חסר-סיכון עבור מנהלי תיק היתרות. 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.

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.

הוועדה החליטה במסגרת ההקצאה האסטרטגית לשנת 2022 להגדיל את שיעור ההקצאה למניות משיעור של 18% לשיעור של 21% ואת שיעור ההקצאה לאג"ח תאגידיות בדירוג השקעה משיעור של 6% לשיעור של 8%, תוך חלוקה מטבעית של שלושה רבעים לאג"ח תאגידיות בדולר ורבע לאג"ח תאגידיות באירו. הוועדה גם אישרה להקצות שיעור של 2% לאג"ח תאגידיות שמדורגות מתחת לדירוג השקעה, תוך חלוקה מטבעית של שלושה רבעים לאג"ח תאגידיות בדולר ורבע לאג"ח תאגידיות באירו (לוח 3).

הגדלת המשקל של נכסי הסיכון היא חלק מתהליך אסטרטגי הדרגתי ארוך טווח, שמטרתו להגדיל את התשואה בגין התיק בטווח הבינוני, תוך לקיחה בחשבון שתיתכן בטווח הקצר עלייה בתנודתיות התשואה וייתכנו אף הפסדים. לנוכח הגידול המתון במשקל נכסי הסיכון ולאור העובדה כי התאמת התיק נעשתה במהלך השנה באופן הדרגתי, הייתה ההשפעה של המהלך על התשואה בגין תיק

היתרות שולית בלבד. תרומת ההגדלה של משקל המניות בתיק על חשבון אג"ח ממשלתי במהלך השנה, הפחיתה כ-16 נ"ב בלבד מהתשואה במונחי הסמן המטבעי של תיק היתרות.

לוח 3
ההקצאה האסטרטגית לשנת 2021 ולשנת 2022

2022	2021	
69.0%	76.0%	אג"ח ממשלתי
2.1	2.0	אריכות (בשנים):
2.3	2.3	דולר
1.5	1.5	אירו
2.4	1.5	ליש"ט
1.9		דולר קנדי
2.7		דולר אוסטרלי
2.2		יואן סיני
2.3		ין יפני
8.0%	6.0%	אג"ח תאגידיות - IG
6.0%	4.0%	ארה"ב
2.0%	2.0%	אירופה
2.0%	0.0%	אג"ח תאגידיות - HY
1.5%	0.0%	ארה"ב
0.5%	0.0%	אירופה
21.0%	18.0%	מניות

המקור: בנק ישראל

הוועדה המוניתרית מאפשרת לחטיבת השווקים דרגות חופש בהשקעה של היתרות וכך עשוי הרכבן בפועל להיות שונה מזה שנקבע במסגרת ההקצאה. השוני יכול להתבטא בהשקעה בשיעורים שונים בנכסי הסיכון, בהשקעה באריכות שונה מההקצאה, בהשקעה באג"ח ממשלתיים של מדינות שלא כלולות בסמן הבסיסי או בהשקעה במכשירי חוב של מנפיקים רב-לאומיים ושל מנפיקים מהמגזר הציבורי וכן אג"ח ממשלתיים שנקובות במטבע שונה מהמטבע המקומי של המדינה המנפיקה וכל 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 1).

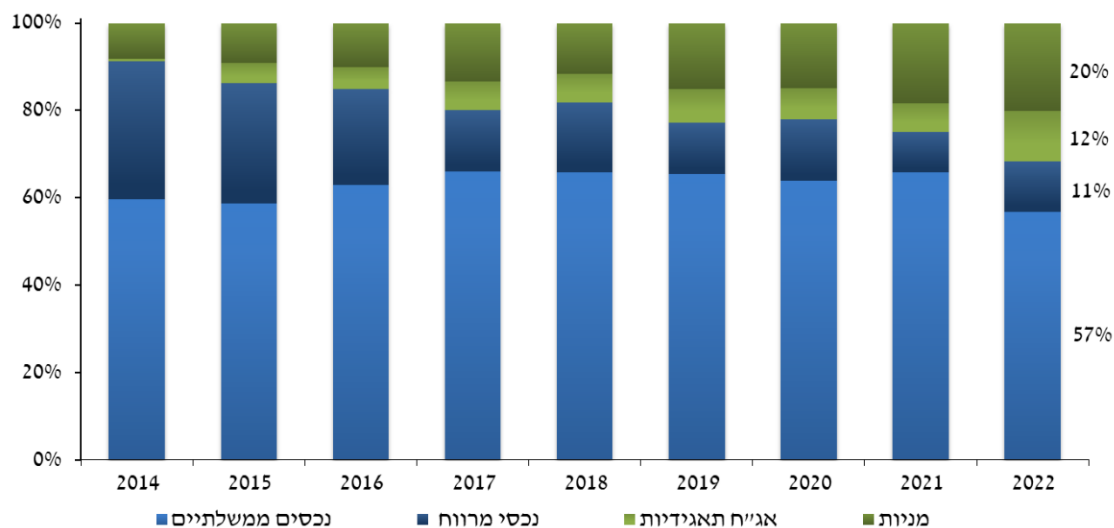
נכון לסוף שנת 2022 הושקעו שיעור של 57% מהיתרות בנכסים ממשלתיים⁷, שיעור של 20% הושקעו במניות, שיעור של 12% הושקעו באג"ח תאגידיות⁸ ושיעור של 11% הושקעו בנכסי מרווח⁹ (איור 12).

⁷ כולל פיקדונות וחשבונות עו"ש בבנקים מרכזיים שרמת הסיכון שגלומה בהם שקולה לסיכון המדינה שגלום באג"ח ממשלתי.

⁸ אג"ח שמדרגות בדירוג השקעה ומתחת לדירוג השקעה.

⁹ נכס שנושא תשואה-לפדיון גבוהה יותר מזו של אג"ח ממשלתי עם תקופה לפירעון דומה, עקב הבדלים בחשיפה לסיכונים, כגון, סיכון אשראי, נזילות וגורמים תפעוליים.

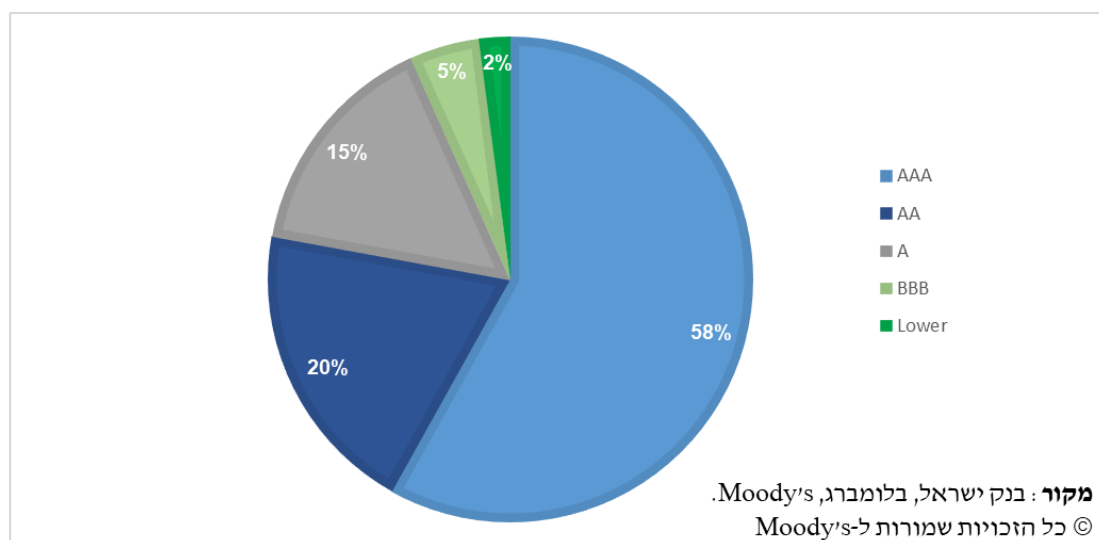
איור 12
התפלגות תיק היתרות על פי נכסים, 2014 - 2022 (סוף שנה)



המקור: בנק ישראל.

מתוך הנכסים בתיק היתרות שאינם מניות הושקע נכון לסוף שנת 2022 שיעור של 58% באג"ח בדירוג AAA, שיעור של 20% בקבוצת הדירוג AA, שיעור של 15% בקבוצת הדירוג A, שיעור של 5% בקבוצת הדירוג BBB והיתרה בשיעור של 2% הושקעה בנכסים בדירוג נמוך יותר (איור 13).

איור 13
התפלגות תיק היתרות (ללא מניות) על פי דירוג, 2022 (סוף שנה)



ג. התשואה בגין החזקתן של יתרות המט"ח

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

המגמה השלילית בשווקים בשנת 2022 הובילה לתשואת החזקה שלילית של תיק היתרות במונחי הסמן המטבעי בשיעור של (-5.7%), תשואת הסמן הבסיסי¹⁰ הייתה חיובית ועמדה על שיעור של 0.2% ואילו התשואה העודפת¹¹ הייתה שלילית ועמדה על שיעור של (-5.9%) (לוח 4).

לוח 4

ביצועי תיק היתרות לעומת הסמן הבסיסי¹², 2012 - 2022

(אחוזים, מונחי סמן מטבעי שנתיים, בסוגריים, סטיות התקן השבועיות במונחים שנתיים)

(1)-(2)	(2)	(1)	
התשואה העודפת	תשואת הסמן הבסיסי	תשואת תיק היתרות	
1.17	0.42	1.59	2012
(0.52)	(0.17)	(0.57)	
0.80	0.07	0.87	2013
(0.74)	(0.16)	(0.80)	
1.06	0.22	1.28	2014
(0.88)	(0.09)	(0.85)	
0.54	0.10	0.64	2015
(1.29)	(0.12)	(1.29)	
1.35	0.21	1.56	2016
(1.33)	(0.13)	(1.33)	
2.73	0.30	3.03	2017
(0.77)	(0.10)	(0.80)	
-0.87	1.06	0.18	2018
(1.69)	(0.16)	(1.67)	
4.59	1.54	6.12	2019
(1.45)	(0.19)	(1.42)	
3.40	0.61	4.01	2020
(3.44)	(0.25)	(3.35)	
3.21	-0.26	2.95	2021
(1.75)	(0.08)	(1.76)	
-5.92	0.18	-5.74	2022
(4.77)	(0.40)	(4.99)	

המקור: בנק ישראל

¹⁰ סמן ברמת סיכון נמוכה שמכיל אג"ח ממשלתיות קצרות. מידע נוסף מופיע לעיל בפרק ב' סעיף 3.

¹¹ מידע על התשואה העודפת מופיע להלן בפרק ד'.

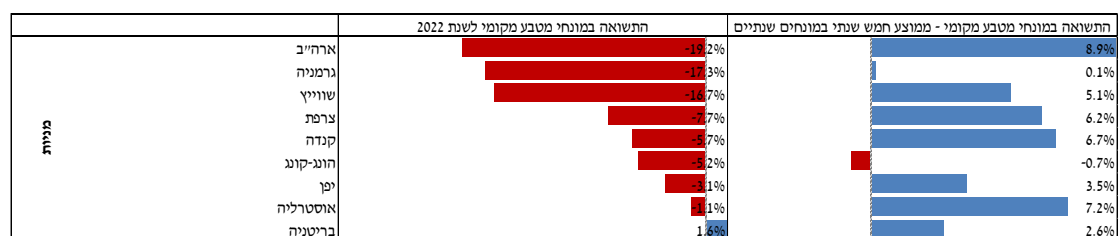
¹² אריכות הסמן הבסיסי הייתה זהה לאריכות תיק היתרות עד לחודש מרץ 2014, אז קוצרה מ-10 חודשים ל-6 חודשים והשפיעה על הגדלת ההפרש בין תשואת הסמן לבין התשואה בגין תיק היתרות.

תנודתיותו של התיק, שנמדדת כסטיית התקן השבועית, עלתה השנה בחדות לשיעור של 5% בהשפעת הירידות המשמעותיות בשווקי המניות והאג"ח. במהלך שנת 2022, על אף התנודתיות הגבוהה שנרשמה בשווקים הפיננסיים והירידות החדות במדדי המניות והאג"ח, לא חרג מדד ה-CVaR⁵ של התיק מרמת הסיכון המרבית שנקבעה במסגרת הקווים המנחים. (900 נ"ב).

תשואת ההחזקה השלילית, כאמור לעיל, נרשמה בעיקר בשל תרומת רכיבי המניות ואריכות האג"ח הממשלתיות בתיק היתרות.

המגמה השלילית בשווקים הובילה בסיכום שנתי לירידות ברוב מדדי המניות שבהם מושקעות היתרות (איור 14 – התשואות השונות מוצגות במונחי המטבע המקומי של כל מדינה).

איור 14
תשואות ההחזקה¹ של מדדי² מניות עיקריים בתיק היתרות,
לשנת 2022 וממוצע חמש-שנתי במונחים שנתיים



¹ כולל תשלומי דיווידנד ורווחי הפסדי חוץ.

² מדדי המניות הם מדדי MSCI.

המקור: נתונים - בלומברג, עיבודי בנק ישראל.

תרומת האריכות בתיק היתרות ביחס לסמן הבסיסי הייתה גם היא שלילית והושפעה מהעלייה החדה שנרשמה בתשואות לפדיון וזאת לאחר שנים רבות שבהן הן נסחרו ברמות נמוכות בהשפעת המדיניות המוניטרית המרחיבה שבה נקטו הבנקים המרכזיים (איור 15 - התשואות השונות מוצגות במונחי המטבע המקומי של כל מדינה).

איור 15
תשואות ההחזקה¹ של מדדי אג"ח ממשלתיים עיקריים בתיק היתרות,
לשנת 2022 וממוצע חמש-שנתי במונחים שנתיים



¹ כולל תשלומי ריבית.

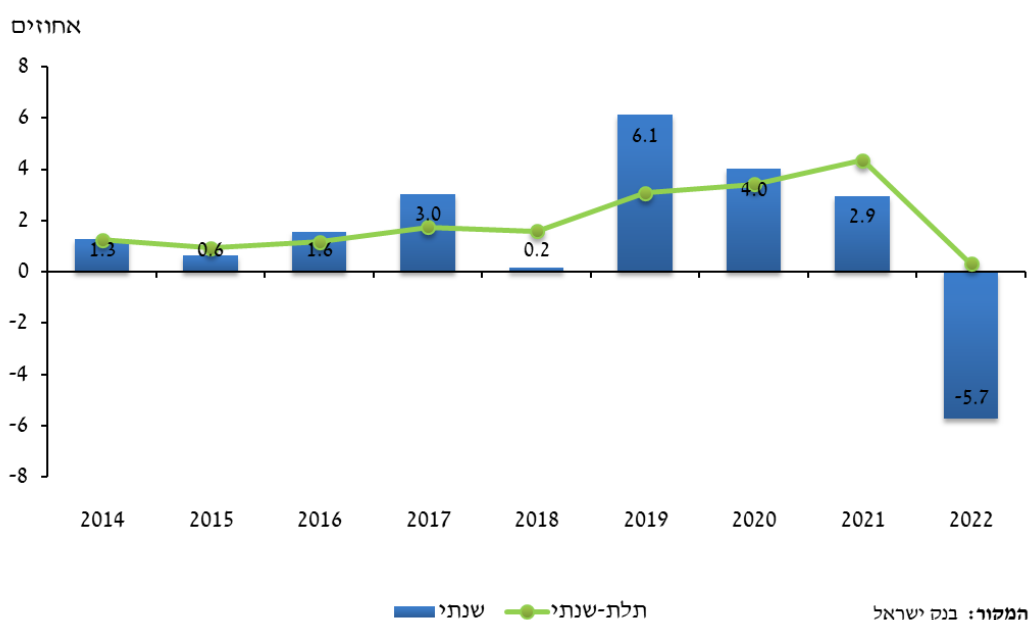
המקור: נתונים - בלומברג, עיבודי בנק ישראל.

ככל שרמת היתרות גבוהה יותר, קטן החלק היחסי של היתרות שזמינותו המיידית נדרשת לשימוש בשעת חרום. לכן ניתן ואף ראוי, להשקיע חלק מהיתרות לאופק השקעה ארוך יותר, כלומר, להגדיל את ההשקעה בנכסי סיכון.

התשואה בגין נכסי סיכון, שמשקלם בתיק היתרות עלה בשנים האחרונות, צפויה להיות חיובית בממוצע רב-שנתי כפי שניתן לראות בממוצע ארוך טווח שמופיע לעיל באיורים 14-15. עם זאת, נכסים אלה הם מטבעם תנודתיים ובשנים מסוימות, כפי שארע בשנה הנסקרת, יש לצפות להפסדים.

ניתן להבחין לאורך השנים שהתשואה בגין תיק היתרות במדידה תלת-שנתית היא חיובית ותנודתית פחות בהשוואה למדידה השנתית. תשואת ההחזקה התלת-שנתית הממוצעת של תיק היתרות התמתנה השנה ועמדה במונחי הסמן המטבעי על שיעור שנתי של 0.3% (איור 16).

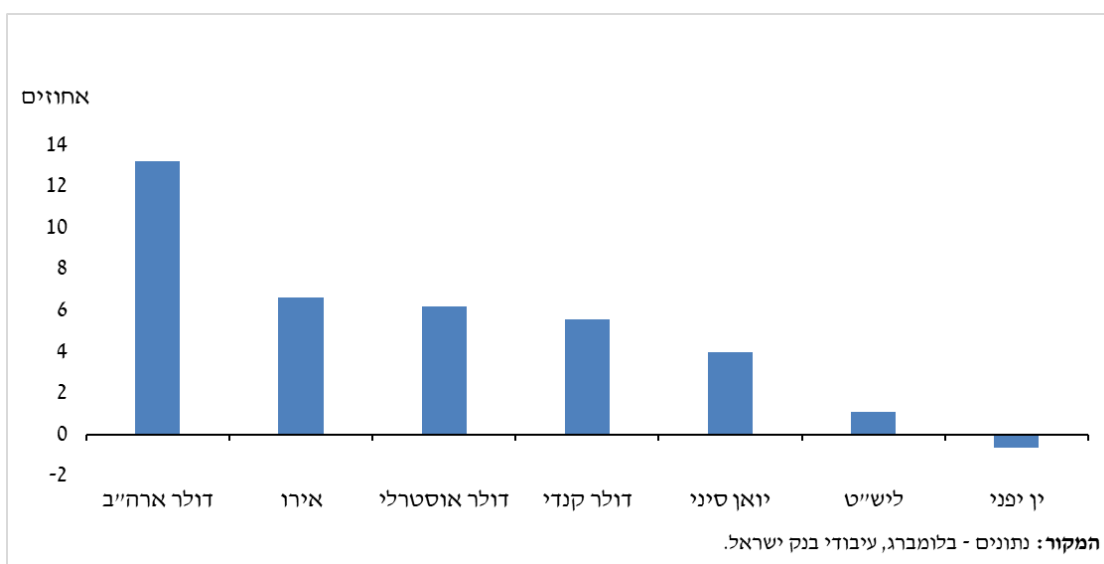
איור 16
התשואה בגין תיק היתרות, שנתית ותלת-שנתית, 2014 - 2022
(מונחי סמן מטבעי שנתיים)



2. התשואה השקלית בגין תיק יתרות המט"ח

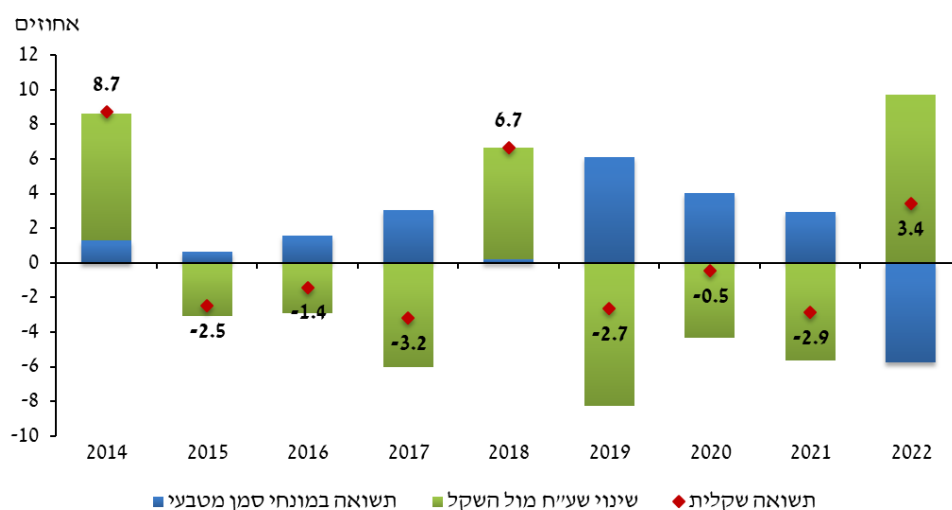
התשואה השקלית של היתרות היא התשואה במונחי הסמן המטבעי, בתוספת הרווח או ההפסד מהחשיפה המטבעית מול השקל. בעקבות הנוסח החדש של הקווים המנחים שבו נקבע יעד להשגת תשואה שקלית, אשר תכסה בטווח הארוך לפחות את עלות המימון של החזקת היתרות, מדווחת תשואת ההחזקה של תיק היתרות גם במונחי שקל.

איור 17
שיעור שינוי של מטבעות הסמן המטבעי מול השקל בשנת 2022



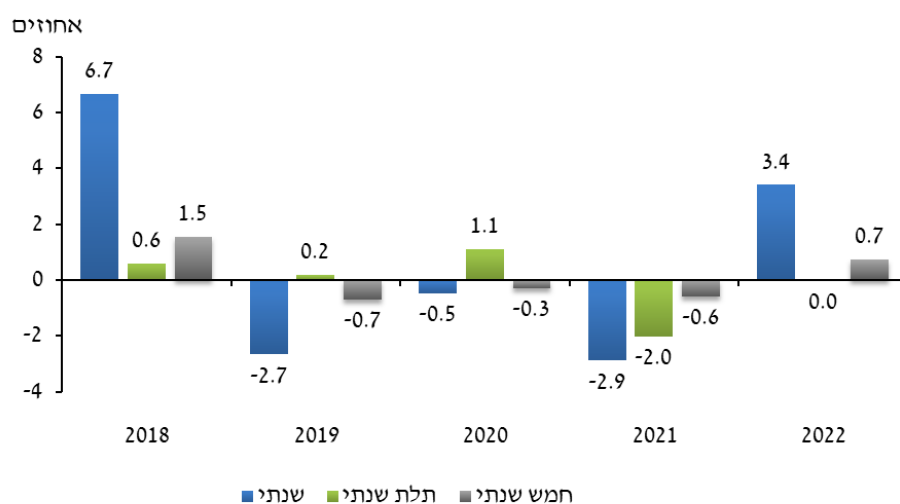
התשואה השקלית בגין תיק היתרות הייתה בשנת 2022 חיובית בשיעור של 3.4% (איור 18) וזאת בשל רווח מהחשיפה המטבעית מול השקל בשיעור של 9.7% בשל הפיחות של השקל מול מרבית מטבעות הסמן המטבעי (איור 17 לעיל).

איור 18
התשואה השקלית, התשואה בגין תיק היתרות במונחי סמן מטבעי ושינוי שע"ח של הסמן המטבעי מול השקל, 2014 – 2022



בהסתכלות ארוכת טווח, עמדה התשואה השקלית החמש-שנתית הממוצעת של תיק היתרות על שיעור של 0.7% והתשואה השקלית התלת-שנתית הממוצעת עמדה על שיעור אפסי. גם במדידת התשואה השקלית ניתן להבחין בבירור, שככל שטווח המדידה ארוך יותר, כך תשואת תיק היתרות תנודתית פחות בהשוואה למדידה השנתית (איור 19).

איור 19
התשואה השקלית - שנתית, תלת-שנתית וחמש-שנתית, 2018 - 2022
(מונחים שנתיים)



המקור: בנק ישראל.

ד. התשואה העודפת מול הסמן הבסיסי

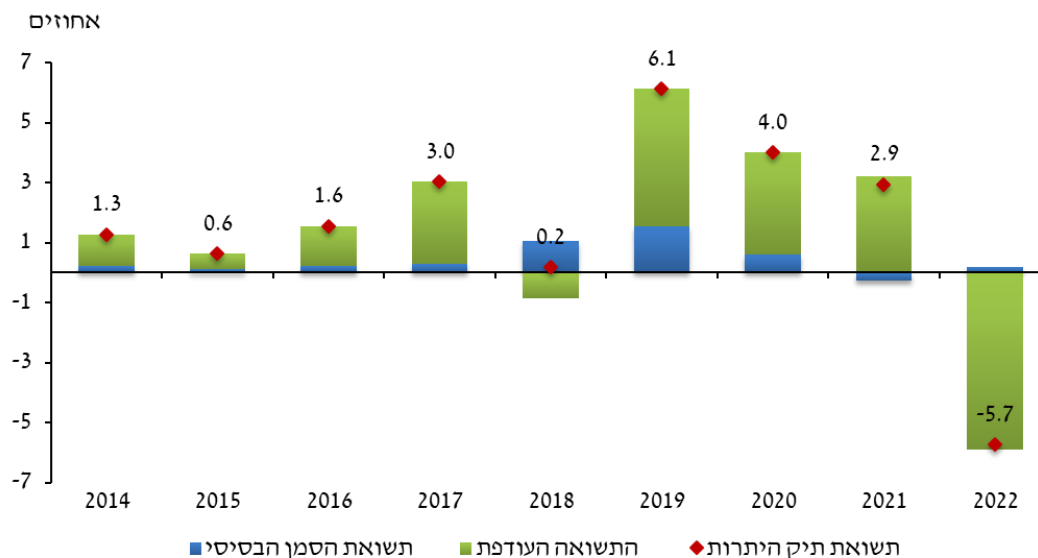
התשואה העודפת היא תוצאת ההחלטות להשקיע במדינות נוספות ובנכסים שלא כלולים בסמן הבסיסי, להשקיע במשקל שונה או להשקיע באריכות ובפיזור שונים מהסמן הבסיסי. ניתן לסווג את התשואה העודפת לרכיבי הסיכון הבאים – אריכות; מניות; אג"ח תאגידיות ונכסי מרווח; וכן חשיפות מטבעיות ואחרות.

לתשואה העודפת מול הסמן הבסיסי (להלן, "התשואה העודפת"), יש החל משנת 2012 את ההשפעה הרבה ביותר על התשואה בגין תיק יתרות המט"ח, בעוד שתשואת הסמן הבסיסי נמוכה יחסית. 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, התנודתיות צפויה אף היא לעלות בשל התנודתיות הגבוהה יותר של נכסי הסיכון. העלייה בתנודתיות מקוזזת במידה מסוימת בשל פיזור התיק בין סוגי נכסים שונים.

תרומת התשואה העודפת לתשואה במונחי הסמן המטבעי בגין תיק היתרות הסתכמה השנה בשיעור שלילי של (-5.9%). 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 ובשנת 2022 נוספה גם השקעה באג"ח תאגידיות, שדירוג האשראי שלהן נמצא מתחת לדירוג השקעה (High Yield). לאורך השנים האחרונות בוצעה הגדלה הדרגתית של נכסי הסיכון בתיק. עם עדכון הקווים המנחים שאפשר הגדלה נוספת של נכסי הסיכון, עלה השנה משקלם בתיק היתרות ועמד על שיעור של 32% מתיק היתרות (מופיע לעיל, פרק ב', איור 12). התשואה בשנים האחרונות משקפת בצורה בולטת את ההשפעה של הגדלת ההשקעה בנכסי סיכון בתיק היתרות - הגדלת תוחלת התשואה בטווח הבינוני, במחיר של הגדלת התנודתיות בטווח הקצר.

השנה לא התקיים המתאם השלילי שקיים על פי רוב בין אג"ח ממשלתיות למניות. על אף הסיכון הגבוה בשל אפקט האריכות, עשוי אפקט זה להקטין במקרים מסוימים את הסיכון הכולל של התיק, שכן הוא מתואם בדרך כלל באופן שלילי עם התשואה בגין המניות, בעיקר בתקופות משבר, עקב בריחת המשקיעים לנכסים בטוחים (Flight to Quality). עם זאת הביאו השנה עליית הריבית מחד והתגברות החשש להתמתנות בקצב הצמיחה מאידך, למתאם חיובי בין האג"ח הממשלתיות והמניות, שהוביל להגדלת הסיכון בתיק ולתרומה שלילית לתשואת ההחזקה.

איור 20
התשואה בגין תיק היתרות, תשואת הסמן הבסיסי והתשואה העודפת, 2014 - 2022
 (במונחי הסמן המטבעי)



המקור: בנק ישראל.

רכיבי המניות, האריכות והפיזור, היו הרכיבים שבלטו בתרומתם השלילית והסתכמו ב-(-305) נ"ב וב-(-286) נ"ב, בהתאמה (לוח 5).

לוח 5
התשואה העודפת לפי רכיביה, עד 2020
 (נקודות בסיס, במונחי סמן מטבעי, שנתי)

2022	2021	2020	
-305	357	181	המניות
-286	-57	152	האריכות והפיזור
0	10	-11	החשיפות המטבעיות והנכסיות
-7	6	14	האג"ח התאגידיות
6	5	4	נכסי מרווח
-592	321	340	סה"כ

המקור: בנק ישראל.

1. מניות (-305) 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 הייתה השנה שלילית ועמדה על כ-(-305) נ"ב. ההשקעה במניות הגיעה בשנת 2022 לשיאה, עם ההגדלה בהקצאת ההשקעה במניות לשיעור של 21% מסמן הוועדה. השינוי התאפשר הודות לעדכון שיעור ההשקעה המרבי במניות לגובה של 27% שאותו אישרה הוועדה

המוניטרית בשנת 2021. התרומה השלילית נרשמה לאחר שרוב שוקי המניות שבהם מושקעות היתרות ירדו בסיכום שנתי בשיעור שהגיע לעתים אף לרמה דו-ספרתית. במהלך השנה נרשמה רמת תנודתיות גבוהה גם בהשוואה לרמת התנודתיות בשנים האחרונות (להלן, פרק ה, איור 23).

התרומה השלילית 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 2022 במניות בארצות הברית בשיעור של כ-13.5% מסך היתרות, שעם הירידה במדד בשיעור של כ-19%, תרמו תרומה שלילית של כ-(263) נ"ב (לוח 6).

לוח 6

שיעורי ההחזקה מסך היתרות במניות לפי מדינות ותרומתן לתיק היתרות בשנת 2022

תרומת ההשקעה במניות (נ"ב)	שיעור שינוי המדד ב-2022 (%)	שיעור ההחזקה (%)	
		סוף 2022	סוף 2021
-263	-19.2	13.5	12.5
-3	-3.1	1.4	1.2
-6	-7.7	1.4	1.1
-18	-17.3	0.8	0.9
1	1.6	1.0	0.8
-4	-5.7	0.7	0.6
-9	-16.7	0.6	0.5
0	-1.1	0.5	0.4
-3	-5.2	0.3	0.3
-305	-14.2	20.2	18.3

המקור: בנק ישראל.

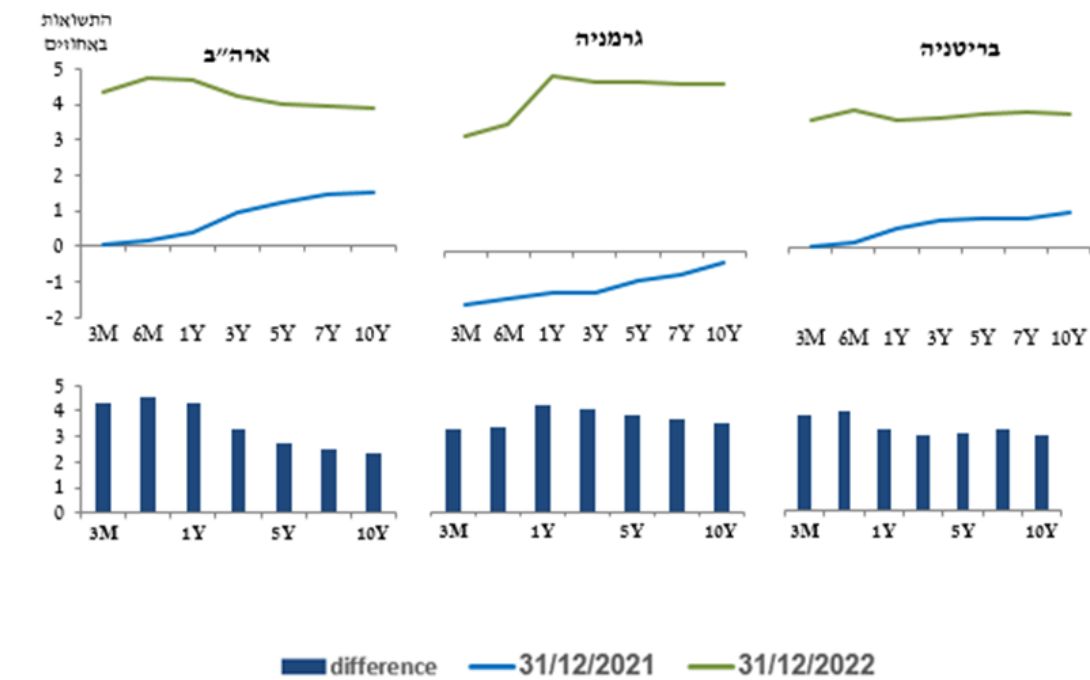
2. אריכות ופיזור (286-) נ"ב

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 על פני העקום באופן שונה בהשוואה לסמן הבסיסי. אריכות גבוהה יותר בתיק מאפשרת לרוב ליהנות מהכנסה שוטפת מריבית גבוהה יותר משל הסמן ומקנה רווחי הון במצב של ירידה בתשואות, ומנגד, מובילה להפסדי הון במצב של עלייה בתשואות וכן מעלה את התנודתיות של התיק. הוועדה המוניתרית החליטה בתחילת השנה להגדיל מעט את אריכות התיק מ-24.6 חודשים ל-25.6 חודשים.

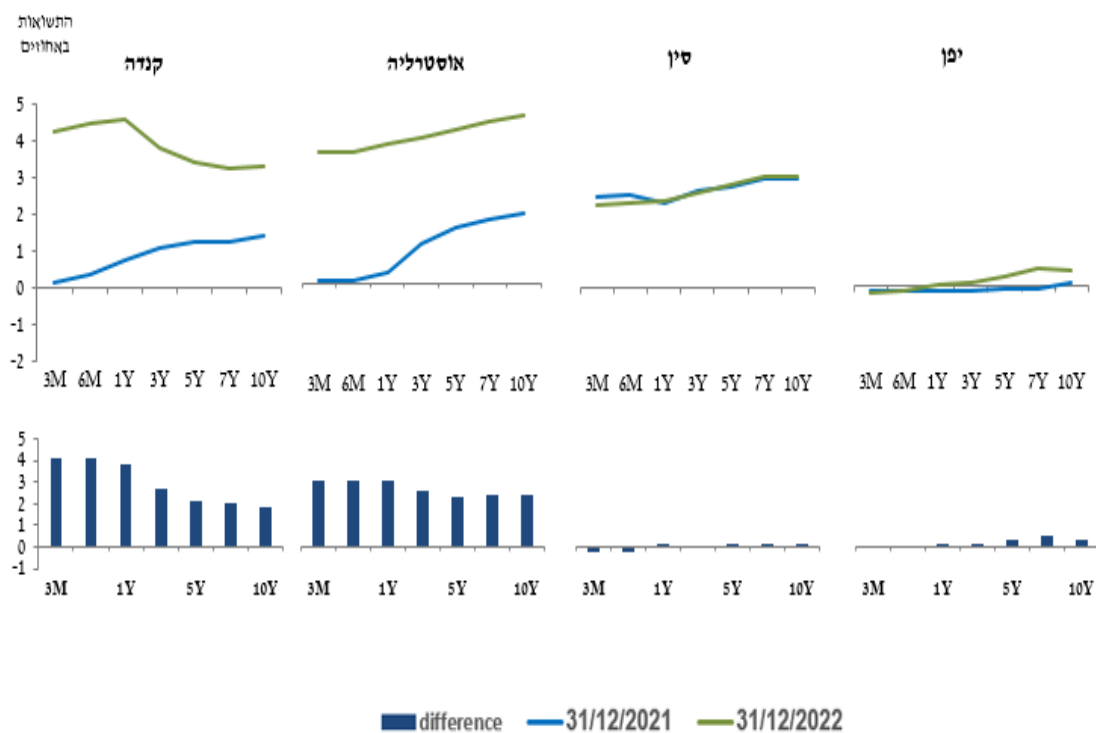
השנה, בשל עליית התשואות, תרומת האריכות והפיזור הייתה שלילית ועמדה על (286-) נ"ב. אריכות תיק היתרות עמדה השנה בממוצע על כ-24.7 חודשים, לעומת אריכות הסמן הבסיסי שעמדה על 6 חודשים. כאמור לעיל (איור 6) נרשמו השנה הפסדי הון בשל העלייה החדה בתשואות לפדיון. במספר מדינות שכלולות בסמן המטבעי, נרשמה בשל החשש מפני האטה כלכלית התהפכות של עקום התשואות (איור 21).

איור 21

עקומי התשואות לפדיון של אג"ח ממשלתיות במדינות הסמן המטבעי והשינוי בהם, 2022



המקור: נתונים - בלומברג, עיבוד בנק ישראל.



המקור: נתונים - בלומברג, עיבוד בנק ישראל.

3. אג"ח תאגידיות (7-) נ"ב

החשיפה לאג"ח תאגידיות הניבה תרומה שלילית של (7-) 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 2022 את ההקצאה לאג"ח תאגידיות בדירוג השקעה לשיעור של 8% מהסמן. במהלך 2022 נרשם גידול במרווח התשואה שבין נכסים אלה לבין אג"ח ממשלתיות, מה שהוביל לתרומה שלילית של (4-) נ"ב.

הוועדה גם אישרה לראשונה להקצות שיעור של 2% לאג"ח תאגידיות שנסחרות בשוקי ארצות הברית ואירופה ושמדורגות מתחת לדירוג השקעה. ההשקעה מבוצעת מול סמן מוכר עם כיסוי רחב של שוק אג"ח תאגידיות נקובות דולר שנסחרות בארצות הברית ואג"ח תאגידיות נקובות אירו שנסחרות באירופה.

במהלך 2022 נרשם גידול במרווח התשואה שבין נכסים אלה לבין אג"ח ממשלתיות, מה שהוביל לתרומה שלילית של (3-) נ"ב מההשקעה באג"ח תאגידיות שמדורגות מתחת לדירוג השקעה.

איור 22

תשואות ההחזקה¹ של מדדי אג"ח תאגידיות עיקריים בתיק היתרות, לשנת 2022 וממוצע חמש-שנתי במונחים שנתיים במונחי מטבע מקומי של כל מדינה

תאגידיות אג"ח	תאגידיות ארה"ב IG	תאגידיות ארה"ב HY	תאגידיות אירופה IG	תאגידיות אירופה HY	התשואה במונחי מטבע מקומי לשנת 2022		התשואה במונחי מטבע מקומי - ממוצע חמש שנתי במונחים שנתיים	
					-4.6%		1.4%	
					-11.2%		2.1%	
					-8.0%		-1.0%	
					-11.5%		0.2%	

¹ כולל תשלומי ריבית.

המקור: נתונים - בלומברג, עיבודי בנק ישראל.

4. נכסי מרווח (6 נ"ב)

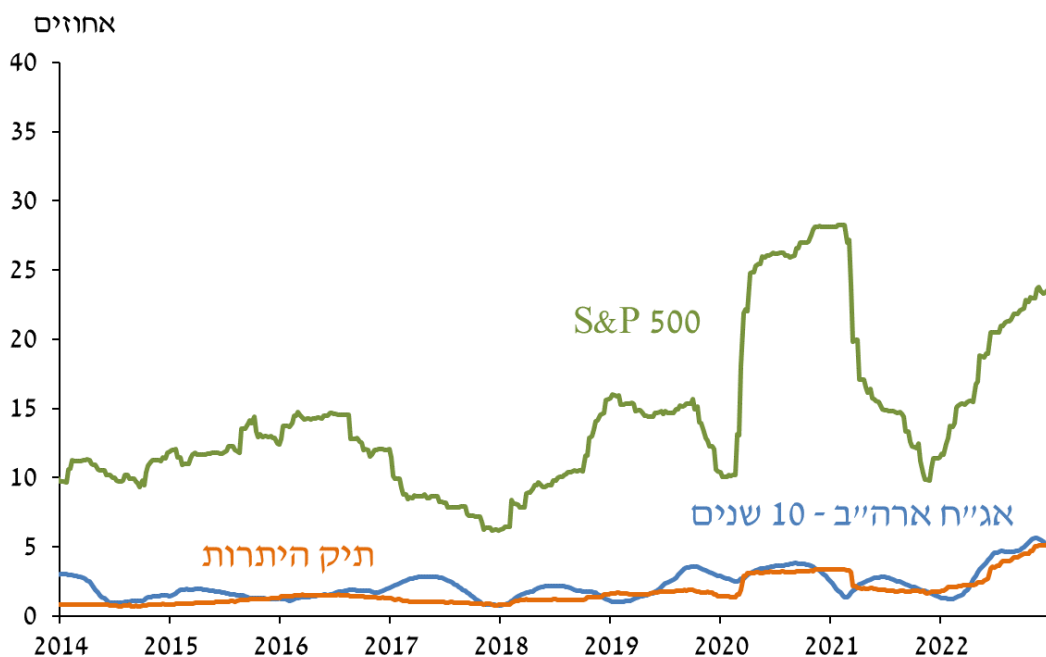
החשיפה הכוללת לנכסי מרווח תרמה 6 נ"ב. התרומה מיוחסת בעיקר להשקעה במכשירי חוב שאינם כלולים בסמן הבסיסי¹³, כגון מנפיקים רב-לאומיים ומנפיקים מהמגזר הציבורי וכן באג"ח ממשלתיות הנקובות במטבע שונה מהמטבע המקומי. לנכסים אלה יש מרווח תשואה מעל לאג"ח ממשלתיות עם תקופה דומה לפירעון. המרווח מבטא בעיקר פרמיית סיכון אשראי מעל לאג"ח ממשלתיות והוא משתנה בהתאם לשינויים ברמת סיכון האשראי של הנכס.

¹³ למעט אג"ח תאגידיות שנסקרות בנפרד בסעיף 3 בפרק זה.

ה. הסיכון בתיק היתרות

הסיכון בתיק היתרות עלה בשנים האחרונות בשל הגדלת שיעורם של נכסי הסיכון במסגרת ניהול התשואה העודפת. התנודתיות בשווקים הפיננסיים הייתה השנה גבוהה גם בהסתכלות ארוכת טווח והושפעה מהירידות החדות במדדי המניות והאג"ח (איור 23).

איור 23
סטיות התקן¹ של תיק היתרות, של מדד ה-S&P 500 ושל תשואת אג"ח של ארה"ב ל-10 שנים
2014-2022



¹ סטיות התקן השבועיות במונחים שנתיים, ממוצע נע לשנה.
המקור: נתונים - בנק ישראל ובלומברג בעיבוד בנק ישראל

התנודתיות של תיק היתרות עלתה בחדות והגיעה השנה לשיא. סטיית התקן של תשואת התיק על פני טווח של שנה, שמודדת את התנודתיות בשווקים הפיננסיים, עלתה השנה לשיא של כ-5%.

הוועדה המוניתרית קבעה רמת סיכון מרבית של היתרות בקווים המנחים במונחי $CVaR_{5\%}$ לאופק של שנה. ה- $CVaR_{5\%}$ המרבי המותר הוא 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.

בנוסף לקביעת רמת הסיכון המרבית קובעת הוועדה המוניתרית בתחילת כל שנה על בסיס תחזיתה לתנאי הרקע המקרו-כלכליים והפיננסיים את רמת הסיכון במונחי $CVaR_{5\%}$, שתשמש לקביעת ההקצאה האסטרטגית לאותה שנה. הוועדה בחרה ברמת סיכון של כ-680 נ"ב עבור ההקצאה לשנת 2022. רמת הסיכון בתיק במונחי $CVaR_{5\%}$ נעה סביב רמה זו אך לא חרגה מרמת הסיכון המרבית שהוגדרה בקווים המנחים (900 נ"ב).

נציין כי הגידול ברמת הסיכון במונחי ה- $CVaR_{5\%}$, כתוצאה מהעלייה ברמת התנודתיות בתיק היתרות ומהעלייה במשקל נכסי הסיכון, התמתן בהשפעת הגידול שנרשם בהכנסות השוטפות מריבית על האג"ח וזאת בשל עליית הריבית.

נספחים

נספח 1 : הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע חוץ¹⁴

בתוקף מה- 7 באפריל 2021

בהתאם לסעיף 40 (ב) לחוק בנק ישראל, התשי"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 היתרות¹⁵ ;
- (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. (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.

¹⁴ מאפייני תיק היתרות בפועל מדווחים לציבור בסקירה שנתית שמתפרסמת באתר בנק ישראל.

¹⁵ 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 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 מדינות¹⁶ מותרת במדינות שקבוצת דירוג האשראי¹⁷ 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) בלבד¹⁸.
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.

¹⁶ מדינה – במסמך זה, מדינת חוץ.

¹⁷ 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.

¹⁸ פעילות מסוג DVP היא פעילות שבה העברת התשלום והנכס מצד לצד מבוצעת 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 2 : 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 (ב-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. 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	מודד את תרומת התשואה העודפת של מנהל התיק ביחס לסיכון העודף שנטל ומעיד על מידת העקביות של יכולת המנהל 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 ושמיועדים לו לצורך ביצוע תפקידיו על פי החוק ללא דיחוי.
11 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.
12 מרווח תשואה Yield Spread	ההפרש בין התשואות לפדיון על שני מכשירי חוב.

ערך	פירוט
13	הסמן המטבעי סל מטבעות שמשמש למדידה של התשואות בגין יתרות מטבע החוץ (ראו פרק ב' סעיף 3 לעיל).
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 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 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	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.
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, שמודד 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".