



**דיווח על הדיון המוניתרי שנערך בבנק ישראל בנושא
ניהול יתרות מטבע החוץ
נוסח חדש של הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ**

הדיונים התקיימו ב-19 במרץ 2025, ב-14 במאי 2025, וב-24 בדצמבר 2025

רקע:

הקווים המנחים הותוו לראשונה ב-2012 לאחר כינונה של הוועדה בעקבות כניסה לתוקף של חוק בנק ישראל בשנת 2010. השינויים הקודמים בנוסח הקווים המנחים הרחיבו את פרופיל הסיכון של תיק היתרות במטרה להשיא את תשואת ההחזקה בטווח הארוך מבלי לפגוע ביעד החזקתן. מאז 2021, מועד העדכון האחרון, יתרות מטבע החוץ גדלו בכ-20% לרמה של כ-227¹ מיליארדי דולרים. כמו כן, נצבר ניסיון נוסף בניהול היתרות, לרבות בנכסים ושווקים חדשים וכן לראשונה מומשו יתרות בשעת חרום.

דיון:

הוועדה המוניתרית דנה בנוסח חדש של הקווים המנחים למדיניות ההשקעות.

השינויים המרכזיים בקווים המנחים

1. **ניסוח מחדש ותיעדוף של מטרות ההשקעה.** כיום מופיעות מטרות ההשקעה השונות ללא סדר חשיבותן. הנוסח החדש קובע היררכיה ברורה בין מטרות ההשקעה הקיימות², כאשר היעד הראשי הוא שמירה על יתרות ברמה מספיק גבוהה, שתיתן מענה לכל צורך במסגרת ניהול מדיניות מוניתרית או במצב חרום והיעד המשני הוא השגת תשואה בטווח הארוך שתשמר לפחות את כוח הקנייה של היתרות (במונחי הסמן המטבעי) והון הבנק (כלומר בשקלים). היררכיה כזו נדרשת מכיוון שיתכנו מצבים בהם תהיה סתירה בין המטרות. לפי הנוסח החדש, הוועדה המוניתרית תביא בחשבון את גובה היתרות ביחס לרמה הרצויה³ בקביעה של המשקל היחסי של יעד השגת התשואה.

2. **עיגון של עקרונות השקעה כללים, המשקפים את "פילוסופיית ההשקעה" של הוועדה המוניתרית.** הנוסח החדש כולל מחויבות לעיקרון הפיזור בהשקעת היתרות. כמו כן, הנוסח החדש מעגן את עיקרון היציבות ואת עיקרון הדומיננטיות של שיקולים לטווח ארוך בהחלטות ההשקעה. הנוסח החדש גם כולל התייחסות לרמה הרצויה, ובכך הוא משקף את הקשר בין גובה היתרות לפרופיל התשואה-סיכון.

¹ יתרות מטבע חוץ בסוף נובמבר 2025 ללא יתרות עם קרן המטבע הבינלאומית.
² בדומה להיררכיה הקבועה בחוק בנק ישראל לגבי המטרות השונות של המדיניות.
³ הרמה הרצויה כיום היא בטווח של 130 עד 170 מיליארד דולר.

3. **חיזוק הרכיב הנזיל והבטוח של היתרות.** במסגרת הקווים המנחים הקיימים ישנה מגבלת השקעה מינימלית באג"ח ממשלתי ופיקדונות בבנקים מרכזיים. המגבלה, שעומדת על שיעור של 45% מסך היתרות, נועדה להבטיח שחלק משמעותי של היתרות יהיה בטוח ונזיל. בנוסח הקווים החדש תכולת המגבלה מצומצמת יותר וכוללת רק את האג"ח של מדינות הסמן המטבעי ופיקדונות של עד שבוע בבנקים מרכזיים של מדינות אלו.

4. **הרחבה של פרופיל הסיכון.** כיום, במסגרת הקווים המנחים הקיימים, פרופיל הסיכון מוגבל לתוחלת הפסד של 9% ב-5% מהתוצאות הגרועות ביותר (CVaR) ושיעור המניות המקסימלי מוגבל ל-27%. הקווים החדשים כוללים הרחבה של שיעור ההשקעה המקסימלי במניות ל-35% והגדלת של מגבלת ה-CVaR ל-10%. הרחבת פרופיל הסיכון תאפשר גמישות השקעתית והשאת התשואה של תיק היתרות בטווח הארוך בכפוף לעמידה ביעדי ההחזקה של היתרות.

5. **דיוק הגדרת נכסי הסיכון ועדכון המגבלות עליהם.** כיום נכסי הסיכון כוללים מניות, אג"ח חברות בדרוג השקעה (IG) ואג"ח חברות בדרוג מתחת לדירוג השקעה (HY). מכיוון שרמת הסיכון של אג"ח חברות בדרוג IG, גם במצב של משברים גלובליים, נמוכה מהותית מזו של מניות ושל אג"ח חברות HY ודומה יותר במאפייניה לאג"ח ממשלתיות, בנוסח החדש מגבלת החשיפה המשותפת כוללת את המניות ואג"ח החברות HY בלבד.

במסגרת זו הוועדה המוניתרית אישרה את השינויים הבאים:

א. בוטלה המגבלה המשותפת על אג"ח חברות בדרוג (IG ו-HY) שעמדה על 15%. במקומה, ההשקעה באג"ח חברות בדרוג IG תוגבל ל-15% וההשקעה באג"ח בדרוג HY תוגבל ל-5% כמו בקווים המנחים הנוכחיים.

ב. בוטלה המגבלה המשותפת על סך ההשקעה במניות, באג"ח חברות IG ובאג"ח חברות HY, שעמדה על 35%. במקומה, סך ההשקעה במניות ואג"ח חברות בדרוג HY תוגבל ל-35%.

הגדלת הגמישות ההשקעתית. הסרת מגבלות מסדר משני בקווים המנחים הנוכחיים, שהשפעתן על פרופיל הסיכון של תיק היתרות אינה מהותית.

החלטת הוועדה המוניתרית:

לאחר סיום הליך ההתייעצות עם שר האוצר, בהתאם לסעיף 40(ב) לחוק בנק ישראל, הוועדה המוניתרית החליטה על תיקון נוסח הקווים המנחים למדיניות ההשקעות של יתרות מטבע החוץ.

השתתפו:

חברי הוועדה המוניטרית

פרופ' אמיר ירון, נגיד בנק ישראל, יו"ר הוועדה המוניטרית

מר אנדרו אביר, המשנה לנגיד בנק ישראל

ד"ר עדי ברנדר

פרופ' צבי הרקוביץ (ב-19 במרץ 2025 וב-14 במאי 2025)

פרופ' אורי חפץ (ב-22 באוקטובר 2025, ב-29 באוקטובר 2025 וב-24 בדצמבר 2025)

פרופ' נעמי פלדמן (ב-19 במרץ 2025 וב-14 במאי 2025)

משתתפים נוספים

גב' נאווה אוסטרוב, מזכירות הוועדה המוניטרית והמועצה המינהלית

גב' ליאת אינדיג, דוברות הבנק (ב-19 במרץ 2025 וב-14 במאי 2025)

מר נדב אשל, לשכת הנגיד (ב-19 במרץ 2025 וב-14 במאי 2025)

מר טל ביבר, מנהל אגף השווקים, חטיבת השווקים

מר מיקי בלנק, חטיבת שווקים (ב-19 במרץ 2025 וב-14 במאי 2025)

ד"ר גולן בניטה, מנהל חטיבת השווקים

גב' פרנסואז בן-צור, מנהלת האגף הפיננסי, חטיבת השווקים (ב-14 במאי 2025 וב-24 בדצמבר 2025)

מר ניצן גד-שנער, חטיבת השווקים (ב-14 במאי 2025)

מר חנוך דננברג, חטיבת השווקים (ב-14 במאי 2025)

מר אורן הדגיס, חטיבת השווקים (ב-19 במרץ 2025, ב-14 במאי 2025)

מר מרק יוחאי, חטיבת השווקים (ב-19 במרץ 2025 וב-14 במאי 2025)

ד"ר עודד כהן, ראש מטה הנגיד (ב-19 במרץ 2025 וב-24 בדצמבר 2025)

מר רועי לוי, חטיבת השווקים (ב-19 במרץ 2025, וב-14 במאי 2025),

ד"ר זיו נאור, דוברת הבנק (ב-19 במרץ 2025 וב-24 בדצמבר 2025)

גב' מיכל סיני לויתן, המחלקה המשפטית (ב-19 במרץ 2025, וב-14 במאי 2025),

ד"ר עמית פרידמן, יועץ למנהל חטיבת השווקים

גב' טלי קמל, חטיבת השווקים (ב-19 במרץ 2025 וב-14 במאי 2025)

גב' אסתי שורץ, מזכירת הוועדה המוניטרית והמועצה המינהלית

מר עידן שניר, חטיבת השווקים

גב' ג'נינה תירוש, חטיבת השווקים (ב-14 במאי 2025)

הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע-חוץ⁴

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 חוץ (להלן – "היתרות"). הקווים המנחים מגדירים מסגרת לניהול היתרות ומאפשרים שקיפות בדיווח לציבור על ניהול 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.

⁴ מאפייני תיק היתרות בפועל מדווחים לציבור בסקירה שנתית שמתפרסמת באתר בנק ישראל.

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.

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 יושתת 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% באופן 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.