



סיכום הדיונים וההחלטות של הוועדה המוניתרית מיום 7 ו-21 בפברואר, מיום 6, 13 ו-26 במרץ, מיום ה-17 באפריל ומיום ה-12 בספטמבר 2012 בנושא עקרונות לקביעת רמתן הרצויה של יתרות מטבע החוץ והקווים המנחים למדיניות השקעתן

החלטות

1. הוועדה דנה בעקרונות הקיימים שעל פיהם מחליט הנגיד על הרמה הרצויה של יתרות מטבע חוץ, ומצאה שאין מקום לשנותם (ראו נספח 1).
2. לאחר סיום הליך ההתייעצות עם שר האוצר, כקבוע בסעיף 40 (ב) לחוק בנק ישראל, התש"ע 2010, הותוו הקווים המנחים למדיניות ההשקעות של יתרות מטבע החוץ, כמופיע בנספח 2 לסיכום זה.
3. נספח לקווים המנחים בדבר חלוקת הסמכויות בין הוועדה המוניתרית, ועדת מט"ח וחטיבת השווקים אינו מרכיב בקווים המנחים.
4. ככלל, בהליך ההתייעצות עם שר האוצר במסגרת התווית הקווים המנחים, יש לשאוף כי עמדת הוועדה תועבר לשר לפחות חודש לפני קבלת החלטה סופית, אלא אם הנסיבות מחייבות היערכות קצרה יותר.
5. החלטת הוועדה מיום 14 באוגוסט 2012, בדבר שינוי בהרכב הנכסים הכלולים בכל אחד משלושת רכיבי הנזילות של יתרות מטבע חוץ, תיושם רק לאחר קיום התייעצות עם שר האוצר לגביה (ראו סיכום הדיון בוועדה המוניתרית מיום ה-14 באוגוסט 2012, סעיף 4).

רקע

סעיף 40 (א) לחוק בנק ישראל, התש"ע 2010 – קובע כי הוועדה המוניתרית, באישור שר האוצר, רשאית לשנות את העקרונות שעל פיהם יחליט הנגיד על הרמה הרצויה של יתרות מטבע החוץ לטווח הארוך. הוועדה דנה בעקרונות הקיימים ומצאה שאין מקום לשנותם.

סעיף 40 (ב) לחוק בנק ישראל, התש"ע 2010 – קובע כי "הוועדה המוניתרית, בהתייעצות עם שר האוצר, תתווה את הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ". בהתאם לכך הועברו הקווים המנחים, כפי שגובשו על ידי הוועדה המוניתרית, להתייעצות עם שר האוצר ב-11 במרץ 2012. כרקע למסמך הקווים המנחים, שנשלח לשר האוצר להתייעצות, צירפה הוועדה את העקרונות שעל פיהם מחליט הנגיד על הרמה הרצויה של היתרות.

ב-25 במרץ 2012 התקבלה תשובת שר האוצר, ובה ביקש השר הבהרות, בטרם גיבוש עמדה סופית, בעיקר בנוגע לעקרונות לקביעת הרמה הרצויה (עליהם לא חלה חובת התייעצות).

ב-22 באפריל 2012 שלחה הוועדה את ההבהרות הנוספות. שר האוצר לא שלח תגובה להבהרות. לאחר סיום הליך ההתייעצות עם שר האוצר, כקבוע בסעיף 40 (ב) לחוק בנק ישראל, התש"ע 2010, הוועדה סיימה להתוות את הקווים המנחים למדיניות ההשקעות של יתרות מטבע החוץ.

נקודות עיקריות שעלו בדיונים:

1. **סיבות להחזקת יתרות** – חברי הוועדה דנו בסיבות המרכזיות להחזקת היתרות ובחשיבותה הרבה של רמת יתרות נאותה (ראו הרחבה בנייר המצ"ב).

2. **קביעת רמת יתרות נאותה** – חברי הוועדה הסכימו כי נכון לעשות שימוש בגישה האקלקטית בה נוקט הבנק בחישוב רמת היתרות הנאותה לישראל, המבוססת על סטנדרטים בינלאומיים תוך התאמתם לסביבה הספציפית בה פועל המשק הישראלי. בשעת חירום לאומית ישראל עלולה להזדקק ליתרות הן לשם מימון יבוא (על פי גישת חודשי היבוא, תוך הבאה-בחשבון של יבוא סחורות ושירותים הקשורים למצב החירום), והן כדי להתמודד עם צרכים פוטנציאליים בצד חשבון ההון, כגון תשלומים של חובות לתושבי חוץ ועוד.

3. **טווח לרמת היתרות הרצויה** – הוסכם כי הבנק ינקוט פעולות יזומות לשינוי רמת היתרות רק כאשר הסטייה מהטווח היא משמעותית ונמשכת, ורק אם פעולות אלו עולות בקנה אחד עם השגת מטרות הבנק שנקבעו בחוק בנק ישראל – ביניהן יציבות מחירים, תמיכה במטרות אחרות של המדיניות הכלכלית ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית. לפיכך ייתכן מצב שבו יסטו יתרות המט"ח מהרמה הרצויה לפרקי זמן ממושכים.

4. **עלויות-תועלות** – חברי הוועדה ביקשו להוסיף כי בקביעת רמת היתרות יש להביא בחשבון את עלות החזקת היתרות. קל יחסית למדוד את העלות החשבונאית של פעילות בנק ישראל בשוק המט"ח וזו נרשמת בספרי הבנק ומהווה חלק משורת רווח והפסד במאזן הבנק. אולם, היתה הסכמה בדיון כי מדידת התועלות היא מורכבת, שכן קשה לכמת ולתמחר את תרומתן למשק, בין היתר משום שתרומתן עשויה להיות קריטית במצבי חרום אשר קשה לדעת מה יהיה אופיים ומה תהייה חומרתם. (הדבר דומה במידה מה לקושי לכמת את התועלת של החזקת מלאים במחסני החרום של הצבא). העובדה שההסתברות להיקלע למשברים פחותה יותר במדינות המחזיקות רמה הולמת של יתרות תועדה בספרות. בנוסף, כאשר משק נקלע למשבר, החזקה רמה הולמת של יתרות צפויה להקל עליו את ההתמודדות עם המשבר ולצמצם את נזקיו. הערכה כמותית של התועלת של היתרות צריכה אם כן לכלול את השפעת החזקתן על ההסתברות להיקלעות למשבר מסוגים שונים, ומיתון הנזקים הצפויים מהמשבר כתוצאה מקיומן של יתרות ברמה הולמת. לבסוף, מדידת העלות של החזקתן של יתרות מטבע חוץ הינה בעייתית מעצם כך שהמדידה של העלות במונחי שקליים מתעלמת מהעובדה הבסיסית שהיתרות אמורות לשמש בעת חירום כמקור למימון יבוא או החזר החוב במטבע חוץ. לכן, המבחן ליכולתן למלא את יעודן הוא בשמירת ערכן במונחי מטבע חוץ, ולא במונחי כוח הקנייה שלהן בש"ח. היתה הסכמה בדיון כי לנוכח הקשיים בניתוח כמותי מדויק של עלות-תועלת של החזקת היתרות, שעל מנת לקבוע את הרמה ההולמת של היתרות, על בנק ישראל להמשיך להתבסס על סטנדרטים בינלאומיים תוך התאמתם לסביבה הספציפית בה פועל המשק הישראלי.

5. **נזילות** – בדיון בקווים המנחים חברי הוועדה הדגישו את חשיבותה של שמירה על רמת נזילות גבוהה, על מנת לאפשר מימוש של חלק מיתרות מטבע חוץ במהירות וללא עלויות גבוהות. השקעת היתרות בנכסים נזילים ובשווקים "עמוקים", כדוגמת ארצות הברית, מאפשרת מימוש מהיר של היתרות מבלי לחשוש מתשלום של פרמיה גבוהה במקרה של מימוש.

6. **שמרנות בניהול היתרות** – חברי הוועדה הדגישו כי בשל תפקידן המרכזי של היתרות במשק, ישנה חשיבות לניהול היתרות בשמרנות רבה, בצורה שתאפשר שמירה על כוח הקנייה של היתרות. לכן המטרה של השגת תשואה נאותה אינה עומדת בפני עצמה, אלא כפופה לעיקרון שלא תתאפשר פגיעה בהשגת יעדים אחרים של הבנק ושל החזקת היתרות. הניהול השמרני בא

לידי ביטוי בכללי ההשקעה שנועדו לצמצם את הסיכונים האפשריים אליהם חשופות היתרות (ראו בהרחבה בנייר המצ"ב).

7. **הקווים המנחים למדיניות ההשקעה – בבואה להתוות את הקווים המנחים למדיניות ההשקעה, ביקשה** הוועדה המוניתרית להתבסס על הקווים שנקבעו בבנק ישראל בעשורים האחרונים ושילוב השינויים המתחייבים מן החוק החדש. הוועדה הדגישה כי קווים מנחים אלו מתאימים כל עוד רמת היתרות נמצאת בטווח הרצוי, שנקבע על פי העקרונות לקביעת הרמה הרצויה של היתרות.

8. **סמכויות ומסגרת הניהול של היתרות –** הקמת הוועדה מכוח החוק החדש חייבה הגדרה של חלוקת הסמכויות בין הערכאות – החדשות והקיימות – הקשורות לקביעת מדיניות ההשקעה של היתרות ולניהולן: הוועדה המוניתרית, ועדת מט"ח, (ועדה פנימית בראשות הנגיד) וחטיבת השווקים. הוסכם באופן עקרוני כי הוועדה המוניתרית תתווה בקווים המנחים את יעדיה של החזקת היתרות ואת פרופיל הסיכון המתחייב מעמידה ביעדים אלו. לפיכך תקבע הוועדה בתחום ניהול הסיכונים את השיטות להגדרת רמת הסיכונים בתיק היתרות, ואילו ועדת מט"ח תתרגם פרופיל זה לכללי השקעה, אותה תיישם החטיבה. (ראו בהרחבה נספח 1 בנייר המצ"ב).

9. **ההבהרות שנשלחו לשר האוצר, בהמשך לבקשתו, בנושא העקרונות לקביעת הרמה הרצויה של היתרות (על עקרונות אלו לא חלה חובת התייעצות):**

9.1. הוועדה הציגה הערכות לגבי הקטנת ההסתברות למשבר בעקבות הגדלת יתרות מט"ח, שנוצרה באמצעות הרכישות שביצע בנק ישראל ממרץ 2008.

9.2. הוועדה הציגה הערכות לגבי הוזלת עלות גיוס ההון של מדינת ישראל בעקבות הגדלת יתרות מט"ח.

9.3. הוועדה הבהירה כי לנוכח הקשיים שבניתוח כמותי מדויק של עלות-תועלת של החזקת היתרות, בנק ישראל מתבסס בקביעת רמת היתרות הרצויה על סטנדרטים בינלאומיים תוך התאמתם לסביבה הספציפית בה פועל המשק הישראלי.

9.4. בנק ישראל הבהיר כי הבנק ינקוט פעולות יזומות לשינוי רמת היתרות רק אם פעולות אלו עולות בקנה אחד עם השגת מטרות הבנק שנקבעו בחוק בנק ישראל – ביניהן יציבות מחירים, תמיכה במטרות האחרות של המדיניות הכלכלית ותמיכה ביציבות הפיננסית.

10. **ההבהרות שנשלחו לשר האוצר, בהמשך לבקשתו, בנושא הקווים המנחים למדיניות השקעת יתרות מטבע חוץ (על התוויית הקווים המנחים חלה חובת התייעצות):**

הובהר כי הקווים המנחים של בנק ישראל דומים במידה רבה לאלה הנהוגים בבנקים מרכזיים אחרים במדינות המפותחות.

השתתפו:

חברי הוועדה המוניתרית:

פרופ' סטנלי פישר – נגיד בנק ישראל ויו"ר הוועדה המוניתרית

פרופ' ראובן גרונאו – חבר בוועדה המוניתרית

מר בארי טאף – יועץ בכיר לנגיד לענייני מדיניות מוניתרית, חבר בוועדה המוניתרית

פרופ' רפי מלניק – חבר בוועדה המוניתרית

ד"ר קרנית פלוג – המשנה לנגיד בנק ישראל, חברה בוועדה המוניטרית
פרופ' אלכס צוקרמן – חבר בוועדה המוניטרית
נוכחים נוספים :
אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים
אדי אזולאי – ראש מטה הנגיד
צילה בילט – עוזרת מזכירת הוועדה המוניטרית
פרנסואז בן-צור – מנהלת אגף פיננסי בחטיבת השווקים
עירית מנדלסון – מנהלת אגף שווקים בחטיבת השווקים במועד קיומם של חלק מהשיבות. כיום,
מנהלת מחלקת חשבות ומערכות סליקה.
אסתי שורץ – מזכירת הוועדה המוניטרית
עו"ד טידה שמיר – היועצת המשפטית של בנק ישראל

נספח 1: עקרונות לקביעת הרמה הרצויה של יתרות מטבע החוץ

1. רמה נאותה של יתרות חוץ כמדד לאיתנות הכלכלית של מדינה.

מדינות מחזיקות יתרות מטבע חוץ משלוש סיבות עיקריות:

(א) כדי לאפשר לבנק המרכזי להתערב בשוק מטבע החוץ בנסיבות שבהן (1) שער החליפין סוטה מטווח הרמות המתיישב עם שיווי המשקל הבסיסי של המשק; או (2) שוק מטבע החוץ אינו פועל כיאות (כשל שוק).

(ב) כדי שהבנק המרכזי יוכל לפעול בשוק מטבע החוץ לשם מיתון ההשפעה של תנועות הון משמעותיות מצד תושבי חוץ או תושבים מקומיים, העלולות לערער את היציבות בשווקים הפיננסיים, ולכן לפגוע ביציבות של המשק (מקרה פרטי של א).

(ג) כדי לאפשר לספק למשק מטבע חוץ בהיקף מספיק בעת חירום (למשל במקרה של מלחמה או רעידת אדמה חזקה). בנסיבות כאלה יהיה צורך להגדיל את היבוא במהירות ובמידה משמעותית כדי להתמודד עם מצב החירום, ואילו היצוא ייפגע קשות, כך שההכנסות במטבע חוץ יהיו נמוכות. בנסיבות כאלה הממשלה והמגזר הפרטי יתקשו לגייס מטבע חוץ בחו"ל, כך שיתרות מטבע החוץ יישארו המקור העיקרי של המדינה למימון במטבע חוץ.

לפיכך, החזקת רמה נאותה של יתרות מטבע חוץ נחשבת בעיני מוסדות פיננסיים מקומיים וזרים, בעיני החברות, משקי הבית וסוכנויות הדירוג כמדד מרכזי לאיתנות הכלכלית של מדינה. ככל שיתרות מטבע החוץ גדולות יותר, כך רבה יותר יכולתם של קובעי המדיניות להתמודד עם לחצים כלכליים ופוליטיים בלתי נמנעים. יתרה מזו, יתרות מטבע חוץ גדולות יותר נוטות להוריד את שיעורי הריבית המשולמים הן על ידי הממשלה והן על ידי המגזר הפרטי עבור מימון מחו"ל. בקצרה, בעיני השווקים הפיננסיים והאזרחים יתרות ברמה נאותה תורמות תרומה חשובה לאמון ביכולתה של המדינה להתמודד עם זעזועים כלכליים, פיננסיים ופוליטיים במשק.

2. לחישוב רמתן הנאותה של היתרות יש כמה גישות:

(א) *ביחס לחודשי יבוא*: במרבית התקופה שלאחר מלחמת העולם השנייה, הרמה הנאותה של יתרות מטבע חוץ נמדדה במונחים של "חודשי יבוא" – יבוא של כמה חודשים היתרות יכולות לממן. גישה זו שלטה כל זמן שתנועות ההון הבין-לאומיות היו מוגבלות, והמקור העיקרי לקשיים במטבע חוץ היה החשבון השוטף של מאזן התשלומים.

(ב) ביחס לזרמי ההון: במהלך שנות התשעים התברר שמשברים פיננסיים רבים נגרמו בגלל זרמי הון גדולים, כלומר בגלל שיבושים בחשבון ההון, יותר מאשר בגלל שיבושים בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. בסוף שנות התשעים נעשה שימוש נרחב בכלל גרינספן-גידוטי Greenspan-Guidotti), שעל פיו יתרות מטבע החוץ שמדינה צריכה להחזיק צריכות להגיע לפחות לרמת ההתחייבויות של המשק (של המגזר הציבורי והמגזר הפרטי) במטבע חוץ בשנים עשר החודשים הבאים – כך שמדינה תהיה מסוגלת להתמודד עם ניתוק מוחלט של הגישה למקורות מטבע חוץ במשך שנה. כלל ה-100% (שלפיו היתרות צריכות להיות שוות למלוא ההתחייבויות מטבע חוץ לשנה) התבסס על בדיקה אמפירית – כיצד מדינות עברו את המשברים הפיננסיים של שנות התשעים ותחילת שנות האלפיים: נמצא שמדינות אשר פעלו לפי כלל ה-100% היו נתונות לפחות מתקפות מטבע חוץ, והצליחו יותר להתמודד עמן. במשך המשבר העולמי שהחל ב-2007 היה ברור שמדינות אשר החזיקו יתרות מטבע חוץ בהיקף העולה על 100% היטיבו יותר להתמודד עם המשבר. הדוגמאות העיקריות לכך הן ברזיל, רוסיה ודרום-קוריאה. לכל אחת מאלה היו יתרות מטבע חוץ שמעבר ל-100%, והן השתמשו בהן באופן אפקטיבי לייצוב שער החליפין ו/או לשמירת היציבות הפיננסית. כעת מכירים בכך שיתרות בטווח של 100% עד 200% מהתחייבויות המשק במטבע חוץ הן יותר אפקטיביות מיתרות התואמות בדיוק את כלל גרינספן-גידוטי.

(ג) ביחס לשימושים הפוטנציאליים בעתיד (הגישה האקלקטית): בחישוב רמת היתרות הנאותה לישראל נקט בנק ישראל את הגישה האקלקטית, המבוססת על השימושים הפוטנציאליים ביתרות בשעת חירום. ברור שבשעת חירום לאומית ישראל עלולה להזדקק ליתרות הן לשם מימון יבוא (על פי גישת חודשי היבוא, תוך הבאה-בחשבון של יבוא סחורות ושירותים הקשור למצב החירום) והן כדי להתמודד עם זרמי הון – תשלומים של חובות קיימים לתושבי חוץ, עם זרמי הון פוטנציאליים.

על בסיס מכלול הגורמים שצוינו לעיל ובהתאם לתנאים השוררים כיום במשק הישראלי, קבע הנגיד שרמת היתרות הרצויה היא בטווח של 65 עד 90 מיליארד דולרים.

בנוסף, בקביעת רמת היתרות נלקחת בחשבון עלות החזקת היתרות¹. אבל, בעניין ניתוח העלות-תועלת של החזקת היתרות, קשה למדוד כמותית את היתרונות והתועלות של החזקתן, משום שלא ניתן לכמת ולתמחר את תרומתן למשק – בין היתר משום שתרומתם עשויה להיות קריטית במצבי חרום אשר קשה לדעת מה יהיה אופיים ומה תהיה חומרתם.

¹ העלות החשבונאית של פעילות בנק ישראל נרשמת בספרי הבנק. עם זאת, מטבע הדברים, חשבונות הבנק אינם כוללים את הרווח הצפוי (מבחינת יציבות המשק) מהשימוש הצפוי ביתרות במצבים שונים בעתיד, וגם לא מהערכת השווקים שיתרות יותר גדולות תורמות למשק, כמו שמתואר לעיל.

3. יתרות מטבע החוץ של ישראל בפועל

ביישום הגישה האקלקטית – המביאה בחשבון הן את הצורך ביבוא סחורות ושירותים והן את זרמי ההון הפוטנציאליים הקשורים למצב משכרי – מובנה מצבה הגיאו-פוליטי המיוחד של ישראל, המצריך רמה גבוהה יותר של יתרות ביחס למשתנים הכלכליים המובאים בחשבון בדרך כלל בחישוב הרמה הנאותה של יתרות מטבע החוץ.

בשנת 2011 עמדה רמת יתרות מטבע החוץ הממוצעת של ישראל על 139% מהחוב החיצוני לטווח הקצר של המשק ועל 8.8 חודשי יבוא (לוח 1).

לוח 1

היתרות* ורמתן יחסית למצרפים שונים, 1999 עד 2011

השנה	היתרה הממוצעת היתרות לנפש	היבוא**	החוב ברוטו של המשק**	החוב לטווח קצר של המשק**	החוב החיצוני השקליים הלא- צמודים (M2)	התוצר המקומי גולמי
	(מיליוני דולרים)	(דולרים)	(חודשים)	(אחוזים)		
1999	21,687	3,493	5.4	34	78	20
2000	22,277	3,498	4.6	33	74	18
2001	23,715	3,644	5.5	35	80	19
2002	24,328	3,669	5.8	34	77	22
2003	24,447	3,623	5.6	33	81	21
2004	26,530	3,862	5.3	34	84	21
2005	27,451	3,927	5.1	35	84	20
2006	28,137	3,954	4.8	32	76	19
2007	29,179	4,028	4.1	32	73	17
2008	32,924	4,442	4.1	37	82	16
2009	51,981	6,883	8.4	56	123	27
2010	64,939	8,439	8.8	61	119	30
2011	76,052	9,735	8.8	70	139	32

מקור: בנק ישראל, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ודיווחי המוסדות הבנקאיים.

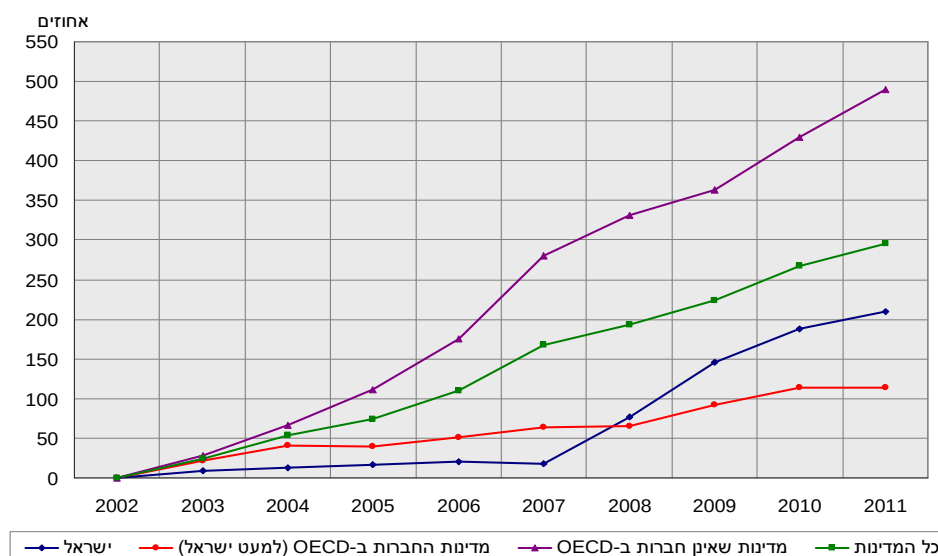
* היתרות סלולות גם זכויות משיכה בקרן המטבע הבינלאומית.

** נתוני החוב והיבוא מעדכנים לרביעי השלישי של 2011. (נתוני היבוא הם סכום של ארבעת הרבועים האחרונים).

4. יתרות מטבע החוץ של ישראל בהשוואה בינלאומית

בעשור האחרון יתרות מטבע החוץ של ישראל גדלו ב-210% (איור 1), כאשר כמעט כל הגידול חל בארבע השנים האחרונות. שיעור זה היה גבוה משיעור הגידול של יתרות מטבע החוץ של מדינות מפותחות (110%) ונמוך משיעור הגידול ביתרות של מדינות מתפתחות (296%) ושל היתרות העולמיות (490%).

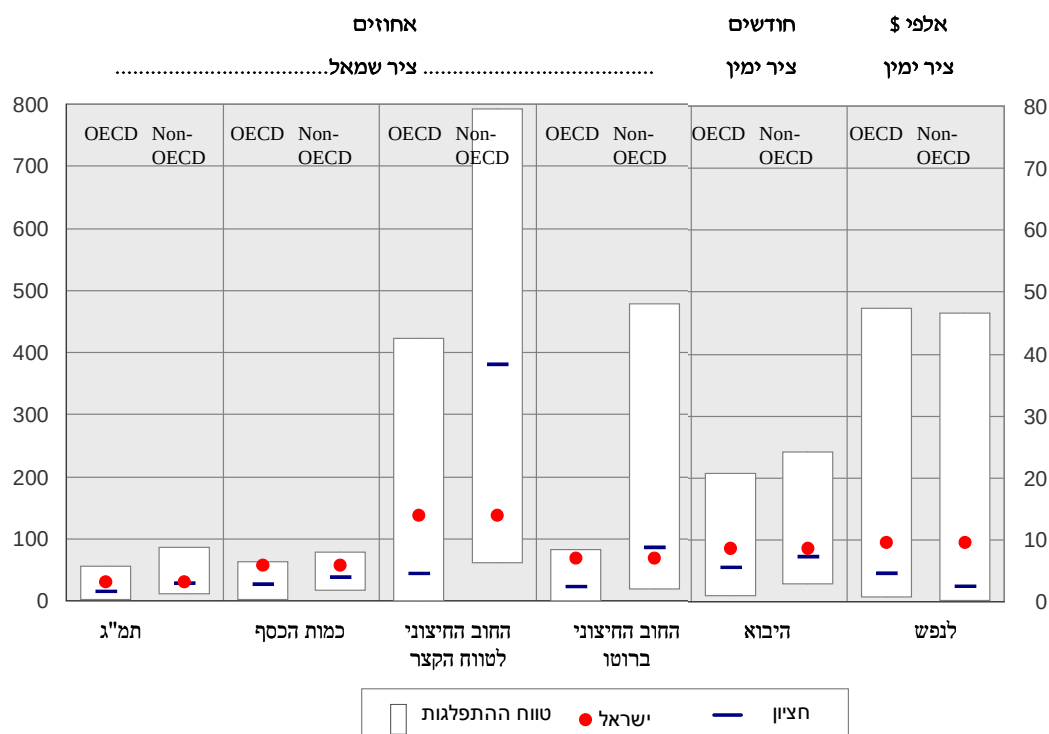
איור 1 – השינויים ביתרות מטבע חוץ בקבוצות מדינות שונות בעולם ובישראל, 2002 עד 2011²



רמת היתרות של ישראל ביחס לרוב המצרפים (איור 2) נמצאת מעל החציון הן של המדינות מפותחות והן של מתפתחות. אולם, ביחס לרוב המצרפים הרמה בישראל אינה נמצאת בקצה העליון של טווח ההתפלגות. ראוי לציין כי יחס היתרות של ישראל לחוב החיצוני לטווח קצר של המשק, העומד על 137%, נמוך במידה ניכרת, מהחציון של קבוצת המדינות המתפתחות – 380%, אך גבוה יותר מזה של מדינות מפותחות – 45%.

² המדינות בקבוצת OECD הן: אוסטרליה, איסלנד, בריטניה, דנמרק, הונגריה, מקסיקו, נורווגיה, ניו-זילנד, פולין, צ'ילה, הרפובליקה הצ'כית, קוריאה, קנדה, שוודיה ושווייץ. המדינות בקבוצה שאינה ב-OECD הן: בולגריה, ברזיל, דרום אפריקה, הודו, טייוואן, לטביה, ליטא, מלזיה, הנסיכויות הערביות המאוחדות, סין, סינגפור, רומניה, רוסיה ותאילנד.

איור 2: יחס היתרות למצרפים כלכליים בסוף 2011, ישראל לעומת מדינות אחרות¹



5. התערבות בשוק מטבע חוץ והרמה הרצויה

חשוב לציין כי, כמבואר בסעיף 53 לחוק בנק ישראל, התערבות של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ, לשם מילוי תפקידיו והשגת יעדיו, יכולה להביא לסטייה של רמת היתרות בפועל מהרמה הרצויה שנקבעה. גם פעילות של הממשלה ופעילות של המערכת הבנקאית יכולות לגרום סטייה כזו. באופן כללי, הבנק ינקוט פעולות יזומות לשינוי רמת היתרות רק כאשר הסטייה היא משמעותית ונמשכת, ורק אם פעולות אלו עולות בקנה אחד עם השגות מטרות הבנק שנקבעו בחוק בנק ישראל – ביניהן יציבות מחירים, תמיכה במטרות אחרות של המדיניות הכלכלית ותמיכה ביציבות מערכת הפיננסית. לפיכך, יתכן מצב שבו יסטו יתרות המט"ח מהרמה הרצויה לפרקי זמן ממושכים.

נספח 2: הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ³

בבואה להתוות את הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של היתרות בהתאם לסעיף 40 (ב) לחוק בנק ישראל התש"ע התבססה הוועדה המוניתרית על הקווים שנקבעו בבנק ישראל בעשורים האחרונים, יחד עם השינויים המתחייבים מן החוק החדש. קווים מנחים אלו מתאימים כל עוד רמת היתרות נמצאת בטווח הרצוי, שנקבע על פי העקרונות המפורטים בסעיף I.

1. קווים מנחים בסיסיים, הנובעים מהמטרות של החזקת היתרות

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

(א) שמירה על כוח הקנייה של היתרות, כלומר על היקף השימוש שהבנק יכול לעשות בהן בעת הצורך. כיום יעד זה מתפרש כשמירה על הערך של היתרות במונחי ההרכב המטבעי הניטרלי שהבנק בחר בו – הנומרי (3. להלן).

(ב) ניהול היתרות ברמה גבוהה של נזילות, כלומר השקעת חלק הולם מהן בנכסים הניתנים למימוש מהיר, בסכומים גדולים, בהתרעה קצרה ובלי לפגוע בערך המימוש שלהם. רמת הנזילות המדויקת הדרושה מושפעת ממספר גורמים, ביניהם רמת היתרות בפועל ביחס לטווח רמתן הרצויה (4. ו) להלן).

(ג) השגת תשואת החזקה נאותה על תיק היתרות, ברמת סיכון מקובלת, כל עוד הדבר אינו פוגע בהשגת היעדים הקודמים (4. להלן).

2. חלוקת העבודה בין הוועדה המוניתרית לבין וועדת מט"ח וחטיבת השווקים

בבואה ליישם את סעיף 40 (ב) לחוק בנק ישראל, עשתה הוועדה הבחנה בין ההתוויה של הקווים המנחים והמעקב התקופתי לבין קביעת ההנחיות המפורטות לניהול התיק וניהולו השוטף. מהבחנה זו נגזרה חלוקת התפקידים הבאה:

תפקידיה של הוועדה המוניתרית הם: (א) לאשר ולעדכן את הקווים המנחים, המוצגים במסמך זה, בהתייעצות עם שר האוצר כקבוע בחוק החדש; (ב) לאשר ולעדכן את חלוקת הסמכויות בנושא מדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ בינה לבין ועדת מט"ח ולבין חטיבת השווקים. הוועדה המוניתרית רשאית להאציל את סמכויותיה על וועדת מט"ח ועל חטיבת השווקים. (ג) לעקוב אחר יישום מדיניות ההשקעה על ידי החטיבה.

תפקידיה של ועדת מט"ח, שהיא ועדה פנימית של הבנק בראשות הנגיד, הוא לתרגם את הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ.

תפקידיה של חטיבת השווקים הם: (א) ליישם את מדיניות ההשקעה, בתוך דרגות החופש הניתנות לה על ידי הוועדה המוניתרית או ועדת מט"ח; (ב) לדווח לוועדה המוניתרית ולוועדת מט"ח, בתדירות רבעונית, על יישום המדיניות, לרבות ביצועי השקעת התיק והחלטות ההשקעה שהחטיבה קיבלה, וכן על התפתחויות

³ מאפייני תיק היתרות בפועל, הנגזרים מהקווים המנחים מדווחים לציבור בסקירה שנתית, שבה גם מפורטים הביצועים של השקעת יתרות מטבע חוץ. הסקירה תפורסם באתר בנק ישראל ב-31/3/12.

בשווקים הבין-לאומיים והשלכותיהן על ניהול היתרות; (ג) לייצג לוועדת מט"ח ולוועדה המוניתרית במילוי תפקידיה שנמנו בפסקה הקודמת; זאת בין היתר, באמצעות ניירות עמדה והצעות לדיון בוועדה.

3. ההרכב המטבעי הניטרלי של היתרות והעקרונות לקביעתו

ההרכב המטבעי הניטרלי של היתרות – להלן הנומרה – הוא סל מטבעות, שעל העקרונות לקביעת הרכבו מחליטה הוועדה המוניתרית, כמפורט בהמשך. הנומרה משמש עוגן לניהול הסיכון המטבעי של היתרות. תשואת ההחזקה של תיק היתרות נמדדת במונחי הנומרה, כך שמנהלי תיק היתרות רואים בו הרכב מטבעי נטול-סיכון.

הרכב הנומרה נקבע על פי עקרונות המשקפים את המטרות של החזקת היתרות. הרכב זה ייבדק לפחות אחת לשנה, והחטיבה תעדכן אותו לפי עקרונות אלה, במידת הצורך. כיום העקרונות שלפיהם נקבע הרכב הנומרה הם:

- (א) ההרכב המטבעי של היבוא בפועל ושל היבוא הצפוי בשעת חירום.
 - (ב) הרכב החוב החיצוני לטווח הקצר והבינוני.
 - (ג) ההרכב המטבעי של סך תיקי יתרות מטבע החוץ של הבנקים המרכזיים החברים בקרן המטבע הבין-לאומית, כפי שזה מדווח על ידי הקרן.
 - (ד) הערכות לגבי נזילותם של המטבעות השונים שניתן להשקיע בהם.
- הדגש שהושם על הגורמים השונים שנמנו לעיל עשוי להשתנות משנה לשנה, בהתאם לנסיבות במשק ובשווקים הגלובליים.

4. הכללים לניהול הסיכונים הפיננסיים של היתרות

מדיניות ההשקעה של היתרות מגדירה כללים לניהול הסיכונים הפיננסיים שלהן, לרבות כללים לבניית סמן היתרות וכללי ציות בתחומים שונים, כמפורט בהמשך. קיום הכללים אינו יעד בפני עצמו, אלא אמצעי להשגת היעדים שהוגדרו בסעיף 1 לקווים המנחים. ליעדים אלו יש להתאים את פרופיל הסיכון/תשואה שלפיו מושקע תיק היתרות. פרופיל זה נגזר (א) מהכללים המוגדרים בקווים מנחים; (ב) מהתנאים השוררים בשווקים הפיננסיים הגלובליים ובמשק העולמי; (ג) מגודל היתרות, בפרט מרמת היתרות בפועל ביחס לטווח רמתן הרצויה; (ד) מהמאפיינים וההסתברויות של תרחישים שונים, שההתממשות של אחד או יותר מהם תחייב מימוש של חלק ניכר מהיתרות.

הכללים והסיכונים העיקריים בניהול היתרות הם:

- (א) ניהול לעומת סמן: השליטה במרבית מאפייני הסיכון הפיננסי של היתרות מעוגנת בניהולן לעומת סמן (benchmark). הכללים לניהול הסיכונים הפיננסיים של היתרות גוזרים את ההרכב המטבעי של הסמן, את מאפייני סיכון המחיר שלו (כגון האריכות) בכל מטבע ואת סוגי הנכסים הכלולים בו מן הצורך להשקיע את היתרות בדיוק בהתאם לסמן; זאת כדי שהסמן יהיה, מבחינת מנהלי תיק היתרות, תיק נטול-סיכון.
- (ב) הסיכון המטבעי: החשיפה המטבעית של היתרות נקבעת לפי:

1. הרכב הנומנר.
2. פוזיציות מטבעיות אסטרטגיות: בעקבות משברי החוב בארה"ב ובאירופה ובעקבות צפי בדבר מעבר של פעילות כלכלית למדינות באסיה, פוזרו היתרות, החל משנת 2010, בין מטבעות של מדינות מפותחות, נוסף על אלו המרכיבים את הנומנר. היקף הפוזיציות המטבעיות האסטרטגיות מוגבל ל-10%.
3. פוזיציות מטבעיות לטווח הקצר והבינוני (עד שלושה חודשים) המנוהלות במסגרת סטייה מותרת קטנה יותר, שאושרה על ידי הוועדה המוניתרית.

סיכון המחיר:

(ג) רמת סיכון המחיר בכל תיק מטבעי, הנמדדת באמצעות אריכות התיק, נקבעת בגישת ה-shortfall. על פי גישה זו, נבחר סף מינימום של תשואת ההחזקה העתידית של התיק באופן תכנון מסוים. מאחר שאין וודאות לגבי תשואת ההחזקה העתידית של התיק, על סף זה להיות מושג ברמת בטחון מסוימת. הפרמטרים של השיטה כיום הם:

1. אופק התכנון – שנה;
2. תשואת ההחזקה המינימלית המקובלת על פני אותו אופק תכנון –0%;
3. ההסתברות שתשואת ההחזקה בפועל תהיה גבוהה יותר מהמינימום שנקבע –99%.

סיכון האשראי:

(ד) סיכון האשראי הכרוך בניהול השוטף של תיק היתרות נשלט על ידי מערכת כללים ומכסות. כדי לשמור על כוח הקנייה של היתרות:

1. השקעה במטבעות של מדינות מותרת אם דירוג האשראי שלהן לפחות A.
2. השקעה באג"ח CP-1 בהנפקת ממשלות, או בערבות ממשלתית, מותרת אם דירוגן לפחות A.
3. מקסימום 10% ההשקעה באיגרות חוב של PSE (Public Sector Entity), מוגבלת ל-10%, וזאת רק באלה שדירוג האשראי שלהן הוא לפחות AA+.
4. ההשקעה באיגרות חוב ובפיקדונות של מוסדות כספיים בין-לאומיים מוגבלת ל-10% מהיתרות.
5. החשיפה של היתרות למערכת הבנקאית הבין-לאומית לא תעלה על 10% מסך היתרות, וזאת רק לבנקים שדירוג האשראי שלהם הוא לפחות A.

(ה) סיכון הנזילות:

כאמור, יש להשקיע חלק הולם מהיתרות בנכסים הניתנים למימוש בסכומים גדולים, בהתרעה קצרה ובלי לפגוע בערך המימוש שלהם. בפועל נקבעו הספים הבאים:

1. מינימום להשקעה בנכסים שניתן לממשם בתוך שבוע בלי לפגוע בערך מימושם - בהם איגרות חוב של ממשלת ארה"ב, גרמניה, צרפת והולנד.
2. מינימום להשקעה בנכסים שניתן לממשם בתוך חודש בלי לפגוע בערך מימושם - בהם, בנוסף על הנכסים שניתן לממש בתוך שבוע, גם פיקדונות, CD ו-R.Repo לפירעון עד חודש, CP, צמודי מדד, אירובונדס ארוכים משנה (Eurobonds) : איגרות חוב הנמכרות בשווקים הפיננסיים שמחוץ לארץ של המטבע שבו הן נקובות). כל אלה הן באירו והן בדולר.

3. מקסימום להשקעה בנכסים פחות נזילים: מנהלים חיצוניים, פיקדונות, CD ו-R.Repo לפירעון מאוחר משלושה חודשים ואג"ח מגובות במשכנתאות מסוג GNMA.

(ו) ניהול פעיל וכללי ציות:

תיק היתרות מנוהל בניהול פעיל במסגרת דרגות חופש מוגבלות ומוגדרות היטב. זאת, כל עוד מדיניות ההשקעה מקיימת את הקווים המנחים.

בהינתן הכללים לניהול הסיכונים, סוגי הנכסים המאושרים לשימוש בניהול יתרות הם:

1. איגרות חוב (כולל איגרות חוב בעלות ריבית קבועה, ריבית משתנה, איגרות חוב צמודות למדד ואיגרות חוב המגובות במשכנתאות).
2. תעודת פיקדון סחיר של בנקים – CD: Certificate of Deposit.
3. פיקדונות לזמן קצוב – Deposit.
4. ניירות ערך מסחריים של מדינות – CP: Commercial Paper.
5. מניות.
6. נגזרים שנכס הבסיס שלהם מותר להשקעה.

בנוסף מוטלות מגבלות מיוחדות:

1. במניות יושקעו, לכל היותר, 3% מתיק היתרות.
2. באיגרות חוב המגובות במשכנתאות (MBS) מסוג GNMA יושקעו, לכל היותר 5% מתיק היתרות.

5. הסיכונים הלא-פיננסיים הכרוכים בניהול היתרות

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

6. מדידת התשואות והדיווח עליהן

היתרות מנוהלות בשקיפות ודיווחיות (accountability), ככל שהדבר עולה בקנה אחד עם ניהול תקין ומקצועי של התיק, ואינו עלול לפגוע במילוי תפקידי הבנק ובהשגת מטרותיו. הדיווח של החטיבה לוועדה (2. לעיל) כולל חישובי תשואות מתאימות לתקופות הרלוונטיות.