



סיכום דיוני הוועדה המוניתרית, מה-22 במרץ, 5 באפריל, 5 ביולי, 9 באוגוסט ו-13 בספטמבר 2016, בנושא ניהול יתרות מטבע החוץ

החלטה בנושא שינויים בקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות המט"ח

לאחר סיום הליך ההתייעצות עם שר האוצר הוחלט להכניס לקווים המנחים למדיניות ההשקעה את השינויים הבאים:

1. הגדלת שיעור ההשקעה המרבי במניות ובאג"ח קונצרניות מ-12% ו-6% בהתאמה, ל-15% בכל אחד מהמכשירים.
2. הגבלת שיעור סך ההשקעה המרבי במניות ובאג"ח קונצרניות ל-25%.
3. הסרת מגבלת המינימום לאחזקת נכסים נזילים למימוש עד שבוע, תוך הותרת מגבלת המינימום להחזקת נכסים נזילים למימוש עד חודש.
4. הוספת סעיף הנוגע לטיפול בחריגות פסיביות.

רקע

מניתוח שחטיבת השווקים ערכה עולה כי בסביבה הפיננסית הצפויה בטווח הבינוני במדינות בהן מושקעות היתרות, המגבלות הקיימות בקווים המנחים הנוגעות למניות ולאג"ח קונצרניות עלולות להגביל את גמישות ניהול יתרות מטבע החוץ, ובכך לפגוע ביכולת הבנק לעמוד ביעד של שימור כוח הקניה של היתרות, וביכולת הבנק להשיג תשואה גבוהה מעלות המימון של היתרות. על כן הוחלט להגדיל את שיעור ההשקעה המרבי במניות ובאג"ח קונצרניות, על מנת לאפשר יותר גמישות בניהול היתרות.

מניתוח אירועי מימוש יתרות מטבע חוץ בשעת משבר בעולם עולה כי ההבחנה בין דרישה לממש נכסים תוך שבוע לבין דרישה לממשם תוך חודש, אינה מהותית. על כן הוסרה הדרישה להחזקת רמה מינימלית של נכסים הניתנים למימוש בתוך שבוע בלי לפגוע בערכם. עד כה, כללי המימוש בעת חריגה פסיבית מהקווים המנחים נקבעו ע"י הוועדה המוניתרית. אולם, היה חסר סעיף בקווים המנחים המציין זאת ולכן הוא התווסף.

נספח 1 מציג את השינויים בכללי ההשקעה.

נספח 2 מציג את הקווים המנחים החדשים.

ההצעות לשינויים בקווים המנחים הועברו ב-19 באפריל 2016 לשר האוצר, לצורך קיום התייעצות, כמתחייב מסעיף 40(ב) לחוק בנק ישראל, התש"ע-2010.

לאחר סיום תהליך ההתייעצות עם משרד האוצר, הקווים המנחים המעודכנים נכנסו לתוקף ב-26 בספטמבר 2016.

השתתפו:

חברי הוועדה המוניתרית

ד"ר קרנית פלוג – נגידת בנק ישראל ויו"ר הוועדה המוניתרית
ד"ר נדן בודו-טרטנברג – המשנה לנגידת בנק ישראל
פרופ' ראובן גרונאו – חבר הוועדה המוניתרית
פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר וחבר הוועדה המוניתרית

משתתפים נוספים

מר אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים (למעט בדיון ב-5 באפריל)
מר טל ביבר – מנהל אגף השווקים בחטיבת השווקים (בדיון ב-22 במרץ)
גבי פרנסואז בן צור – מנהלת האגף הפיננסי בחטיבת השווקים (למעט בדיון ב-5 ביולי)
ד"ר גולן בניטה – מנהל היחידה לניהול אסטרטגי בחטיבת השווקים (בדיון ב-22 במרץ)
גבי גניה דה מאיו – מנהלת היחידה לניהול סיכונים פיננסיים בחטיבת השווקים (בדיונים ב-22 במרץ וב-5 באפריל)
מר דניאל אחיאשילי – ראש המטה של הנגידה (למעט בדיון ב-5 באפריל)
מר מרק יוחאי – כלכלן ביחידה לניהול אסטרטגי בחטיבת השווקים (בדיון ב-22 במרץ)
מר רועי לוי – כלכלן ביחידה לניהול סיכונים פיננסיים בחטיבת השווקים (בדיון ב-22 במרץ)
מר יואב סופר – דובר בנק ישראל (בדיונים ב-5 ביולי, ב-9 באוגוסט וב-13 בספטמבר)
גבי אסתי שורץ – מזכירת הוועדה המוניתרית והמועצה המינהלית

נספחים

נספח 1: שינויים בקווים המנחים

שינוי	מקורי	נושא	סעיף בגרסה המעודכנת	סעיף בגרסה המקורית
15%	12%	שיעור ההשקעה המרבי מהיתרות במניות	5(א)6	5(א)6
		שינוי בנוסח	5(ד)1 5(ד)2	5(ד)1 5(ד)2
לבטל את המגבלה	1%	שיעור ההשקעה המרבי באג"ח PSE (Public Sector Enterprise) בדירוג הנמוך מ-AA-.	5(ד)3	5(ד)3
15%	6%	שיעור השקעה המרבי מהיתרות באג"ח קונצרניות	5(ד)4	5(ד)4
חלוקה לרמות לנזילות של חודש, 3 חודשים ומעל 3 חודשים	חלוקה לרמות נזילות של שבוע, חודש וחצי שנה	סיכון הנזילות	5(ה)1	5(ה)
הוסרה מגבלת רמת מינימום לאחזקת נכסים ברמת נזילות של שבוע	מגבלה של רמת מינימום לאחזקת נכסים ברמת נזילות של שבוע וחודש	סיכון נזילות	5(ה)2	5(ה)
		שינוי בנוסח	5(ה)3	5(ה)
25%	סעיף חדש	שיעור השקעה המרבי מהיתרות במניות ובאג"ח קונצרניות	5(ז)	
כללי המימוש בעת חריגה פסיבית יקבעו ע"י הוועדה המוניתרית	סעיף חדש	טיפול בחריגות פסיביות	8	



בנק ישראל
הוועדה המוניתרית

הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ¹ בתוקף מה-26 בספטמבר 2016

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, 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. יעד זה מתפרש כשמירה על הערך של היתרות במונחי מטבע המדידה שהבנק בחר בו – הנומור 3. (להלן).
- (ב) ניהול היתרות ברמה גבוהה של נזילות. חלק גדול של היתרות יושקע בנכסים הניתנים בהתראה קצרה למימוש מהיר, ובלי לפגוע בערכן. רמת הנזילות תוגדל ככול שהיחס שבין רמת היתרות בפועל ורמתן הרצויה נמוך יותר 5. (ה) (להלן).
- (ג) השגת תשואת החזקה נאותה ברמת סיכון מקובלת, כל עוד אין הדבר פוגע בהשגת היעדים הקודמים 4. (להלן).

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

בבואה ליישם את סעיף 40 (ב) לחוק, הבחינה הוועדה בין קביעת הקווים המנחים והמעקב התקופתי, לבין קביעת ההנחיות המפורטות לניהולו השוטף של התיק. הוועדה המוניתרית תתווה את הקווים המנחים, בהתייעצות עם שר האוצר כקבוע בחוק, תעדכןם במידת הצורך, ותעקוב אחר יישום מדיניות ההשקעה על ידי החטיבה. הקווים המנחים יתורגמו על ידי ועדת מט"ח, שהיא ועדה פנימית של הבנק בראשות הנגיד, לכללי השקעה מפורטים של יתרות מטבע החוץ.

¹ מאפייני תיק היתרות בפועל מדווחים לציבור בסקירה שנתית המתפרסמת באתר בנק ישראל.

חטיבת השווקים תיישם את מדיניות ההשקעה, במסגרת דרגות החופש שיקבעו מעת לעת על ידי הוועדה המוניתרית וועדת המט"ח, ותדווח לוועדה המוניתרית ולוועדת מט"ח, בתדירות רבעונית, על יישום המדיניות: התפתחויות בשווקים הבין-לאומיים והשלכותיהן על ניהול היתרות, החלטות ההשקעה של החטיבה, ביצועי התיק, והסיכונים הפיננסיים והאחרים שהתיק חשוף להם. חטיבת השווקים תייעץ לוועדה המוניתרית ולוועדת מט"ח במילוי תפקידיהן באמצעות ניירות עמדה והצעות לדיון בוועדה. הוועדה המוניתרית תאשר ותעדכן באופן תקופתי את חלוקת הסמכויות בנושא מדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ.

3. מטבע המדידה של תשואת ההחזקה של יתרות מטבע חוץ והעקרונות לקביעתו

מטבע המדידה של תשואת ההחזקה של היתרות הוא הנומרר, המורכב מסל מטבעות אותו קובעת הוועדה. הרכב הנומרר² נקבע על פי עקרונות המשקפים את המטרות של החזקת היתרות. העקרונות שלפיהם נקבע הרכב הנומרר הם:

- (א) ההרכב המטבעי של היבוא בפועל ושל היבוא הצפוי בשעת חירום.
- (ב) הרכב החוב החיצוני לטווח הקצר והבינוני.
- (ג) הערכות לגבי נזילותם של המטבעות השונים שניתן להשקיע בהם.

ההרכב המטבעי של הנומרר נבחן גם לאור ההרכב המטבעי של סך תיקי יתרות מטבע החוץ של הבנקים המרכזיים החברים בקרן המטבע הבין-לאומית, כפי שזה מדווח על ידי הקרן. הרכב הנומרר יקבע, בתום כל שנה, על ידי הוועדה המוניתרית על בסיס המלצת חטיבת השווקים, בהתאם להשתנות הנסיבות במשק ובשווקים הגלובליים. אם יחולו שינויים מהותיים באחד או יותר מהסעיפים (א)-(ג), הרכב הנומרר יובא לדיון בוועדה המוניתרית. מאחר שתשואת ההחזקה של תיק היתרות נמדדת במונחי הנומרר, יוגדר סל המטבעות המרכיב את הנומרר כהרכב המטבעי נטול-הסיכון עבור מנהלי תיק היתרות.

4. פרופיל הסיכון

פרופיל הסיכון קובע את רמת הסיכון המרבית שהוועדה המוניתרית מוכנה לקבל כדי להשיג את היעדים שלשם מוחזקות היתרות. בקביעת פרופיל הסיכון יעשה שימוש בניתוח תסריטים ובמגוון של כלים אנליטיים למדידת סיכון כגון $CVaR$, VaR ואחרים. פרופיל הסיכון ייקבע על ידי הוועדה באופן תקופתי בהתאם לנסיבות המשתנות בשוק ההון העולמי.

פרופיל הסיכון יקבע כך שבהינתן 5% של התוצאות הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד לא יעלה על 400 נ.ב. באופן של שנה.

² הנומרר מוגדר במונחי יחידות מטבע (לדוגמא, X דולרים, Y אירו ו-Z לירות שטרלינג). היחס בין יחידות המטבע (בדוגמא, X:Y:Z) ייקבע על ידי הרכב המטבעי של התיק (בדוגמא, % הדולרים בתיק, % האירו ו-% הליש"ט) כפי שייקבע על ידי הוועדה, ושערי החליפין של מטבעות הנומרר במועד ההחלטה.

5. הכללים לניהול הסיכונים הפיננסיים של היתרות

הכללים לניהול הסיכונים הפיננסיים שאליהם חשופות היתרות וההקצאה הנכסית שלהן יקבעו בהתאם ליעדי מדיניות ההשקעה של היתרות (סעיף 1 לעיל) ובכפוף לפרופיל הסיכון שקבעה הוועדה המוניתרית (סעיף 4). ההקצאה הנכסית של יתרות מטבע החוץ תאושר לפחות פעם בשנה ע"י הוועדה המוניתרית.

(א) סוגי הנכסים המאושרים לשימוש בניהול יתרות הם:

1. איגרות חוב (כולל איגרות חוב בריבית קבועה, בריבית משתנה ואיגרות חוב צמודות למדד).
2. איגרות חוב המגובות במשכנתאות או מגובות נכסים (MBS ו-ABS), לכל היותר 6% מסך היתרות.
3. תעודות פיקדון סחירות של בנקים – CD: Certificate of Deposit.
4. פיקדונות לזמן קצוב – Deposit.
5. ניירות ערך מסחריים של מדינות – CP: Commercial Paper.
6. מניות, לכל היותר 15% מסך היתרות.
7. גזרים שנכס הבסיס שלהם מותר להשקעה.

(ב) ניהול לעומת סמן:

ניהול רכיבי הסיכון הפיננסי של היתרות מעוגן בניהולן לעומת מערכת סמנים (benchmarks). הכללים לניהול הסיכונים הפיננסיים של היתרות גוזרים את ההרכב המטבעי של הסמנים, את מאפייני סיכון המחיר שלהם (כגון האריכות) בכל מטבע ואת סוגי הנכסים הכלולים בו. מול סמנים אלו נמדדים ביצועי הניהול של מנהלי התיקים.

(ג) הסיכון המטבעי:

החשיפה המטבעית של היתרות נקבעת לפי:

1. הרכב הנומרי.
2. חשיפות מטבעיות אסטרטגיות ביחס להרכב הנומרי: היקפן מוגבל ל-10% מסך היתרות. הרכב החשיפות והיקפן יקבעו ע"י הוועדה המוניתרית.
3. חשיפות מטבעיות לטווח הקצר והבינוני ביחס להרכב הנומרי: היקפן מוגבל ל-2% מסך היתרות. הרכב החשיפות והיקפן יקבעו ע"י חטיבת השווקים.

(ד) סיכון האשראי:

כדי להגביל את סיכון האשראי הכרוך בניהול השוטף של תיק היתרות קבעה הוועדה המוניתרית את הכללים הבאים:

1. השקעה במטבעות של מדינות מותרת במדינות שקבוצת דירוג האשראי שלהן היא לפחות בדירוג BBB. ההשקעה במטבעות של מדינות שקבוצת הדירוג שלהן הוא BBB מוגבלת ל-1% מסך היתרות ומחייבת אישור פרטני של הוועדה המוניתרית.
2. השקעה באג"ח ו-CP בהנפקת ממשלות, או בערבות ממשלתית, מותרת אם קבוצת דירוג האשראי שלהן היא לפחות בדירוג BBB. בקבוצת הדירוג BBB ההשקעה בנכסים אלו מוגבלת ל-1% מסך היתרות ומחייבת אישור פרטני של הוועדה המוניתרית.
3. ההשקעה באיגרות חוב של PSE (Public Sector Entity), מוגבלת ל-15% מסך היתרות, וזאת רק באג"ח שקבוצת דירוג האשראי שלהם הוא לפחות A.
4. ההשקעה באיגרות חוב קונצרניות מוגבלת ל-15% מסך היתרות, וזאת רק באג"ח שקבוצת דירוג האשראי שלהן הוא לפחות BBB.
5. ההשקעה באיגרות חוב ובפיקדונות של מוסדות כספיים בין-לאומיים מוגבלת ל-15% מסך היתרות.
6. החשיפה של היתרות למערכת הבנקאית הבין-לאומית לא תעלה על 10% מסך היתרות, וזאת רק לבנקים וברוקרים שקבוצת דירוג האשראי שלהם הוא לפחות A. הפעילות עם בנקים וברוקרים שקבוצת דירוג האשראי שלהם הוא BBB, מוגבלת לפעילות מסוג DVP³ (Delivery Versus Payment) בלבד.

(ה) סיכון הנזילות:

כדי לאפשר מענה מיידי לבעיות הפיננסיות המתעוררות בעת חרום יש להשקיע חלק גדול מהיתרות בנכסים הניתנים למימוש בסכומים גדולים, בהתרעה קצרה מבלי לפגוע בערך המימוש שלהם.

1. הנכסים, בהם מושקעות היתרות, מסווגים לשלוש רמות נזילות: א. נכסים בעלי נזילות גבוהה אשר ניתן לממשם תוך חודש מבלי לפגוע בערכם, ב. נכסים אשר ניתן לממשם תוך שלושה חודשים מבלי לפגוע בערכם ו-ג. נכסים בעלי נזילות נמוכה אשר ניתן לממשם בפרק זמן שמעל שלושה חודשים מבלי לפגוע בערכם.
2. להשקעה בנכסים בעלי נזילות גבוהה נקבעה רמת מינימום ולנכסים בעלי נזילות נמוכה נקבעה רמה מקסימלית. סיווג הנכסים לרמות הנזילות השונות יכול להשתנות בעקבות שינויים בתנאי השוק.
3. לפחות 45% מסך היתרות יושקעו באגרות חוב ממשלתיות.

(ו) ניהול פעיל וכללי ציות:

³ פעילות מסוג DVP הינה פעילות בה העברת התשלום והנכס מצד לצד מתבצעת בו זמנית ולכן סיכון האשראי בפעילות זו אפסי.

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

(ז) נכסי סיכון:

סך ההשקעה הכוללת במניות (סעיף 6.א.5) ובאיגרות חוב קונצרניות (סעיף 4.ד.5) לא תעלה על 25% מסך היתרות.

6. 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.

7. מדידת התשואות והדיווח עליהן

היתרות ינוהלו בשקיפות. חטיבת השווקים תדווח תקופתית לוועדה המוניתרית (2. לעיל) על היקף היתרות והשינוי בהן, ההרכב המטבעי, השינוי בחשיפות המטבעיות, ההתפלגות הנכסית, אריכות התיקים, החשיפה למדינות, סיכוני האשראי, סיכוני הנזילות, והתשואה על התיק ומרכיביו השונים. הדיווח ילווה בניתוח השינויים השוטפים של השווקים הפיננסיים והשלכותיהם על ניהול היתרות.

8. טיפול בחריגות פסיביות

כללי המימוש בעת חריגה פסיבית מהקווים המנחים יקבעו ע"י הוועדה המוניתרית.