



דברי הסבר לדוחות הכספיים

1. מבוא

בנק ישראל ממלא את התפקידים המוטלים עליו כבנק מרכזי ופועל להשגת המטרות שנקבעו לו על פי חוק בנק ישראל, התשי"ע-2010 (להלן "חוק בנק ישראל" או "החוק") - שמירה על יציבות המחירים ותמיכה בצמיחה, בתעסוקה, בצמצום פערים חברתיים וביציבותה של המערכת הפיננסית. פעילותו של בנק ישראל אינה מיועדת להשאת רווחים. לחלק מהפעולות בהן הבנק נוקט יש השלכות משמעותיות על דוחותיו הכספיים, אולם לצד אלו, יש להשגת מטרותיו ולמילוי תפקידיו של הבנק יתרונות כלכליים כלל-משקיים שאינם מתבטאים בדוחות הכספיים.

תפקידי הבנק על פי החוק הם: לנהל את המדיניות המוניטרית; להחזיק את יתרות מטבע החוץ של המדינה ולנהל; לתמוך בפעילות הסדירה של שוק מטבע החוץ בישראל; לשמש כנקאי של הממשלה; להסדיר את מערכות התשלומים והסליקה במשק במטרה להבטיח את יעילותו ויציבותו; להנפיק מטבע; להסדיר את מערכת המזומנים במשק ולכוונה; לקיים את הפיקוח וההסדרה של מערכת הבנקאות.

בשל חוסר האיזון המטבעי המאפיין את מאזן הבנק (ראה סעיף 3.1) והעובדה שהדוחות הכספיים מוצגים במטבע מקומי, קיימת השפעה של שינויים בשערי החליפין של השקל למול המטבעות בהן נקובות יתרות מטבע החוץ במאזן הבאה לידי ביטוי בתנודות גדולות בשווי השקלי של היתרות. הבנק אינו פועל לגדר את ההשפעה של שינויים אלה ואינו פועל להשאת התשואה במונחי שקלים אלא במונחי הנומר, תחת הקווים המנחים שמתווה הוועדה המוניטרית. בנוסף, בשנים האחרונות הגדיל הבנק בהדרגה את שיעור יתרות מטבע החוץ המושקע במניות, דבר אשר השפיע משמעותית על תשואת תיק היתרות. אולם, הרווחים מעליית שווי של המניות אינם נכללים בדוח הרווח וההפסד של הבנק כל עוד הם אינם ממומשים אלא נזקפים לחשבונות השיערוך. בנק ישראל מדווח על ביצועי תיק היתרות במסגרת הסקירה השנתית של ניהול יתרות המט"ח.

2. השינויים המרכזיים בדוחות הכספיים

2.1 מאזן הבנק

מאזן בנק ישראל הסתכם בסוף שנת 2017 בכ-401 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-394 מיליארדים בסוף שנת 2016 - גידול של כ-7 מיליארדי ש"ח (2%).

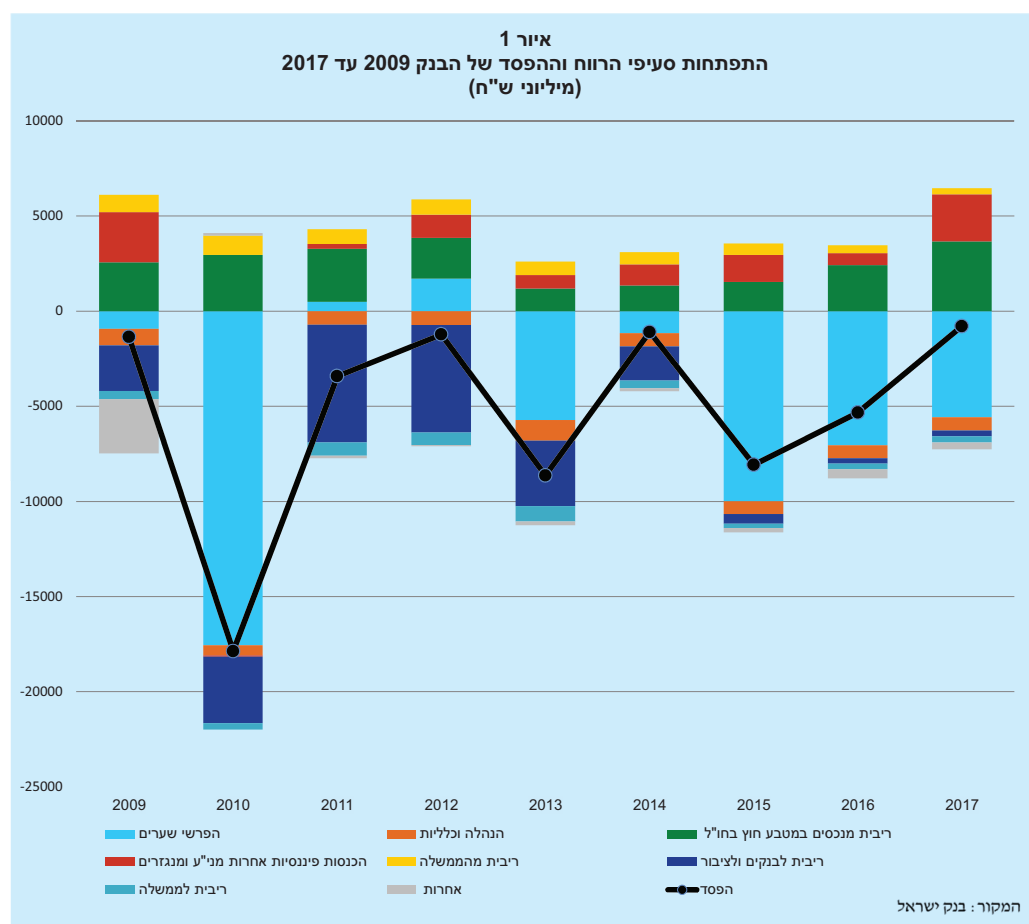
עיקר הגידול בצד הנכסים נזקף לגידולה של יתרת "הנכסים במטבע חוץ בחו"ל" בכ-10 מיליארדי ש"ח עד ליתרה של כ-394 מיליארדי ש"ח. במונחי דולרים גדל היקפן של יתרות מטבע החוץ' בכ-15 מיליארדי דולרים, ויתרתן לסוף השנה עמדה על כ-113 מיליארדי דולרים. גידול זה נבע בעיקרו מרכישות מטבע חוץ על ידי בנק ישראל בשווי של כ-7 מיליארדי דולרים ומהפרשי שערים, רווחים ושיערוך בסך כ-7 מיליארדי דולרים נוספים.

1 בדברי ההסבר ההתייחסות היא ליתרות מטבע החוץ במשמעותן הכלכלית. יתרות אלו מורכבות מיתרת "הנכסים במטבע חוץ בחו"ל", בניכוי יתרת "ההתחייבויות במטבע חוץ לחו"ל". השינוי ביתרת "הנכסים במטבע חוץ בחו"ל" הסתכם השנה בכ-10 מיליארדי ש"ח, והשינוי ביתרת "ההתחייבויות במטבע חוץ לחו"ל" - הסתכם בכ-4 מיליארדי ש"ח.

סך ההתחייבויות במאזן גדל בכ-20 מיליארדי ש"ח, וזאת כתוצאה ממספר גורמים עיקריים: (1) עליית היתרה של כלי הספיגה המוניטריים נטו² - מקים ופזיק - בסך של כ-9 מיליארדי ש"ח, לרמה של כ-286 מיליארדים. חלק מהספיגה נגר מהצורך לעקר את עודפי הנזילות שהוזרמו לשווקים, בין השאר בשל רכישות מטבע החוץ האמורות. (2) גידול של כ-12 מיליארדי ש"ח בבסיס הכסף, אשר הושפע בעיקר מסביבת הריבית הנמוכה ומהתערבות הבנק בשוק מטבע החוץ. (3) גידול של פיקדונות הממשלה בבנק ישראל בכ-3 מיליארדי ש"ח. (4) קיטון של כ-4 מיליארדי ש"ח בהתחייבויות במטבע חוץ לחו"ל. הגירעון בהון הבנק גדל ב-2017 בכ-0.8 מיליארד ש"ח, כגובה ההפסד השנתי, ויתרתו לסוף שנה עמדה על כ-62.3 מיליארדי ש"ח. (ראו סעיף 4.5 "הון הבנק (גירעון)").

2.2 דוח הרווח וההפסד

ההפסד הסתכם השנה בכ-788 מיליוני ש"ח, לעומת הפסד של כ-5.3 מיליארדים בשנת 2016. עיקר הקיטון בהפסד הושפע מהעלייה של כ-3 מיליארדי ש"ח בהכנסות הבנק מהשקעת יתרות מטבע החוץ, הכוללת ריבית ורווחים פיננסיים אחרים, אשר הסתכמו השנה בכ-6 מיליארדי ש"ח, ומקיטון של כ-1.5 מיליארדי ש"ח בהוצאות על הפרשי שערים שהסתכמו השנה בכ-5.6 מיליארדי ש"ח. (איור 1). הוצאות אלה הושפעו בעיקר מייסוף השקל מול הדולר בשיעור של כ-9.8%.



2 יתרת המקים ירדה בכ-13 מיליארדי ש"ח ויתרת הפזיק עלתה בכ-22 מיליארדים.



בדוח הרווח וההפסד לא נכללים רווחים לא ממומשים³ מהפרשי שער על היתרות הנקובות במטבע חוץ בסך של כ-3 מיליארדי ש"ח; אלה באים לידי ביטוי בחשבון השיערוך שבמאזן. (ראו ביאורים 1.1 ו-14 לדוחות הכספיים). הפסדים מהפרשי שער בהיקף של כ-19.6 מיליארדי ש"ח, בעיקר בגין הדולר, קוזזו מרווחים לא ממומשים שנצברו בחשבון השיערוך ולא נכללו בדוח הרווח וההפסד.

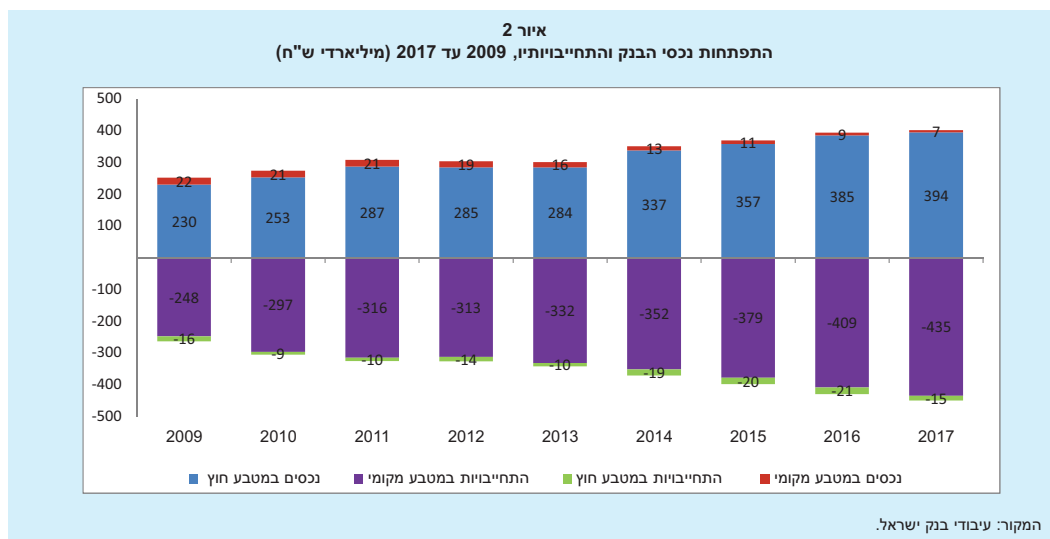
דוח הרווח וההפסד אינו כולל גם רווחים לא ממומשים הנובעים מהשפעת השינויים בשיערוך ניירות הערך הסחירים; אלו באים לידי ביטוי בחשבונות השיערוך שבמאזן. (ראו ביאור 1.1.ג. לדוחות הכספיים). שיערוך ניירות הערך הסחירים במטבע חוץ (בעיקר עליית ערך המניות שבתיק יתרות מטבע החוץ) הגדיל את חשבון השיערוך בשנת 2017 בכ-4.7 מיליארדי ש"ח (לעומת הגדלתו בכ-2.7 מיליארדים אשתקד). שיערוך ניירות הערך הסחירים במטבע ישראלי הקטין את חשבון השיערוך בשנת 2017 בכ-0.1 מיליארד ש"ח (לעומת הקטנתו בכ-0.3 מיליארד אשתקד).

3. ניתוח השינויים המרכזיים בדוחות הכספיים והגורמים להם

3.1 מאפייני הדוחות הכספיים והרכבם

הדוחות הכספיים ערוכים בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים בישראל (Israeli GAAP), תוך התאמתם לפעילות המיוחדת של בנק מרכזי, כפי שמקובל גם בבנקים מרכזיים אחרים. (ראו ביאור 1 לדוחות הכספיים).

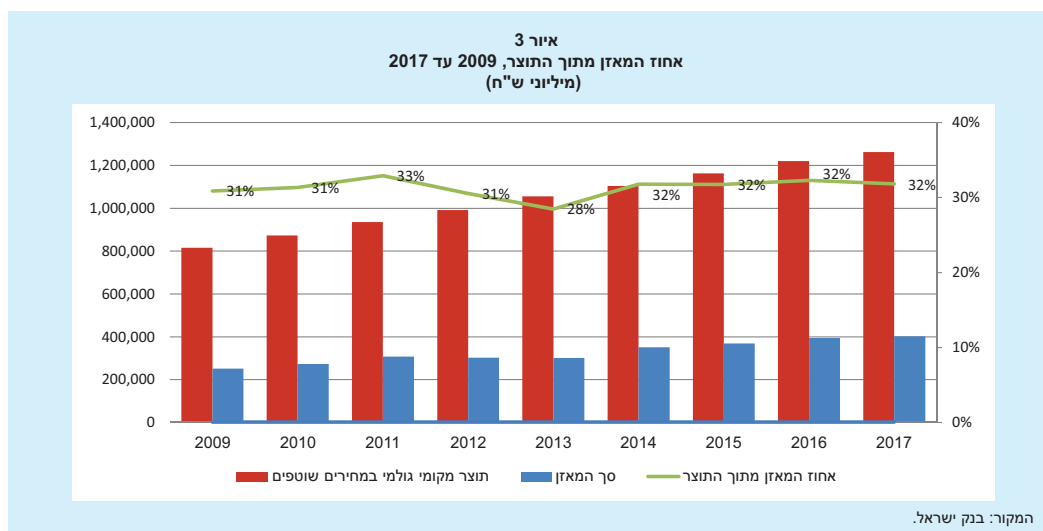
הדוחות הכספיים של בנק ישראל מאופיינים בחוסר איזון מטבעי ניכר בהרכב הנכסים וההתחייבויות של הבנק. חוסר איזון זה שרר גם בשנת 2017: הרוב המוחלט של נכסי הבנק נקוב במטבע חוץ (כ-98% בסוף שנת 2017), ואילו ההתחייבויות רובן שקליות; ההתחייבויות במטבע חוץ הן כ-4% בלבד מסך המאזן (איור 2).



³ בהתאם למדיניות החשבונאית של הבנק, הרווחים הנובעים מהחזקת היתרות וכן רווחים אחרים, נחלקים לרווחים המוגדרים כי ממומשים, ונכללים ברווחי הבנק, ולרווחי שיערוך שאינם ממומשים, אשר נקפים לחשבונות השיערוך במאזן ואינם באים לידי ביטוי ברווח של הבנק באותה שנה. יתרת הפסד בחשבונות השיערוך מועברת בסוף השנה לדוח הרווח וההפסד.

מצב זה בא לידי ביטוי בתנודתיות בתוצאות הכספיות המדווחות, עקב שינויים בשערי החליפין של השקל מול מטבעות חוץ (מאחר שהדוח הכספי מוצג בשקלים), ושינויים בתוואי הריביות של ישראל ביחס לאלו של משקים אחרים.⁴

בשנים 2008 עד 2017 גדלו יתרות מטבע החוץ עקב רכישות בהיקפים גדולים במסגרת ניהול המדיניות המוניטרית. רכישות אלו הגדילו את יתרות מטבע החוץ המנוהלות בידי בנק ישראל מחד גיסא - ואת היקף הכלים המוניטריים ששימשו לספיגת עודפי הנזילות שהוזרמו תמורת רכישת מטבע החוץ מאידך. הגידול במאזן מושפע גם מהגידול ביתרת שטרי הכסף והמעזר במחזור ומצדף הכלים המוניטריים לאור הגידול של התוצר (איור 3).

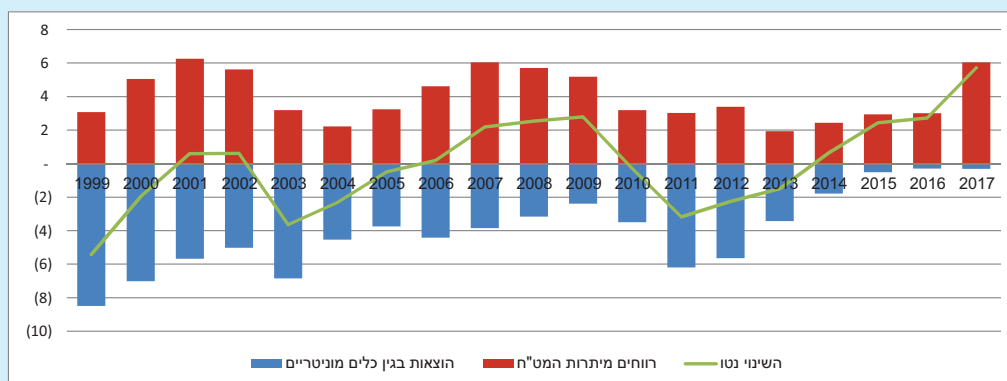


גידול זה במאזן הבנק מגביר את התנודתיות של רווחיו, בהינתן פער בין התשואה על היתרות לבין ההוצאות בגין הכלים המוניטריים שכעת מתייחסות לבסיס גדול יותר. ואולם הפער השלילי בין התשואות הצטמצם מאוד בשנים האחרונות (איור 4), ואף שינה את מגמתו: הרווחים מיתרות מטבע החוץ עלו על ההוצאות בגין המימון של רכישות מטבע החוץ דרך השימוש בכלים המוניטריים (מק"ם ופז"ק), מגמה אשר נמשכה גם בשנת 2017. הסיבה העיקרית לשינוי זה בשנים האחרונות היא הצטמצמות פערי הריביות בינינו לבין המשקים שבהם מושקעות היתרות ושינוי פרופיל הסיכון של תיק ההשקעה בו מרכיב המניות עלה. פער הריביות בין ישראל לארצות הברית, שעמד בתחילת 2008 על 1.25% התהפך ובסוף שנת 2017, עלתה הריבית בארה"ב על הריבית בישראל ב- 1.4% (איור 6). לצמצום הפער בין התשואות על היתרות לבין ההוצאות בגין הכלים המוניטריים תרמו גם עליית הרווחים מיתרות מטבע החוץ.

⁴ חוסר האיזון המטבעי החל להיווצר בשנים 1995 עד 1997, שבהן נקט הבנק מדיניות מוניטרית מרסנת כדי להשיג את יעד האינפלציה שקבעה הממשלה. כתוצאה מיבוא ההון של המגזר הפרטי, שנבע מכך, נאלץ בנק ישראל לרכוש מהציבור מטבע חוץ כדי לשמור על שער החליפין בגבול התחתון של רצועת הניד, ולספוג בחזרה את השקלים שהוזרמו למשק בשל כך. יתרות מטבע החוץ צמחו מממוצע של מיליארדי דולרים בודדים בעשורים הקודמים לכ-113 מיליארדים בסוף שנת 2017. במקביל לכך, יתרת הכלים המוניטריים, שעד שנת 1994 הייתה מורכבת ברובה מהלוואות מוניטריות, כפי שמקובל בבנקים מרכזיים בעולם, מורכבת מאז ועד היום מהתחייבויות. בשנים 2008-2017 גדלה יתרת ההתחייבויות ובסוף 2017 היא עמדה על כ-286 מיליארדי ש"ח, תוצאת עיקור ההזרמה באמצעות פז"ק ומק"ם.



איור 4
התפתחות הרווחים מיתרות מטבע החוץ בהשוואה להוצאות בגין
הכלים המוניטריים, 1999 עד 2017
(מיליארדי ש"ח)



המקור: בנק ישראל.

לרכישות מטבע החוץ השפעה נוספת על תנודתיות הרווח, השפעה הנובעת מהפרשי השער עליהם, כתוצאה מהגדלת היקפן של יתרות מטבע החוץ במאזן בנק ישראל שיעור השינוי בשער החליפין משפיע על היקף יתרות גבוה יותר ולכן עשוי להגביר את התנודתיות ברווחי הבנק בגין רכיב זה. פועל יוצא מהגדלת היקפן של יתרות מטבע החוץ במאזן בנק ישראל הוא גידול הסיכון להפסדי שערים כתוצאה מייסוס השקל המשמש כמרכיב העיקרי להפסדים ולגירעון שנוצר בהון הבנק, גירעון שעמד בסוף 2017 על כ-62.3 מיליארדי ש"ח. (ראו סעיף 4.5 "הון הבנק (גירעון)"). יתרת חשבון השיערוך, הכוללת רווחים לא-ממומשים, עמדה בסוף השנה על כ-13.5 מיליארדי ש"ח, כך שבהסתכלות כוללת על הגירעון בהון בצירוף יתרת חשבונות השיערוך הסתכמה יתרת הגירעון בכ-48.8 מיליארדי ש"ח בלבד. עם זאת, כאמור, בעוד שלתופעה זו יש השפעה על הדיווח הכספי, היא איננה מהווה שיקול בניהול המדיניות, המתבצע בהתאם לתפקידי הבנק ולא לשם מיזעור הסיכון להפסדים במונחים שקליים. בלוח 1 מוצגות יתרות הנטו במאזן ותוצאות הפעילות נטו בדוח הרווח וההפסד באופן שונה מאשר בדוחות הכספיים החשבונאיים. ההצגה היא בהתאם למצרפים לכליים ולתפקידי הבנק, לשם ניתוח השפעתם על הדוחות הכספיים החשבונאיים.

לוח 1 היתרות המאזניות המצרפיות והרווח וההפסד בגין

לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר		ליום 31 בדצמבר		
2016	2017	2016	2017	
הכנסות (הוצאות)		יתרות		
(מיליוני שקלים חדשים)				
נכסים, נטו				
3,015	6,044	378,528	391,812	יתרות מטבע חוץ ¹
343	254	8,662	6,386	תיק ניירות ערך במטבע ישראלי
3,358	6,298	387,190	398,198	סך הכול
התחייבויות והון, נטו				
(288)	(315)	276,935	285,948	המצרך המוניטרי ²
(201)	(181)	110,498	122,677	בסיס הכסף ³
(211)	(239)	24,289	26,819	יתרות הממשלה ⁴
-	-	772	724	פיקדונות התאגידים הבנקאיים במטבע חוץ
(931)	(773)	10,597	10,789	אחרים (בעיקר הוצאות הנהלה וכלליות) ⁵
(7,053)	(5,578)	25,564	13,494	חשבונות השיערוך ⁶
-	-	(61,465)	(62,253)	הון הבנק
(8,684)	(7,086)	387,190	398,198	סך הכול
(5,326)	(788)			הפסד לשנה

1

יתרות מטבע החוץ מורכבות מסך הנכסים במטבע חוץ בחו"ל, בניכוי סך ההתחייבויות במטבע חוץ לחו"ל. הרווח וההפסד בלוח זה אינם כוללים רווחים לא ממומשים שנצברו בתיק יתרות המט"ח, בין היתר, בגין עליית מחירי המניות בחו"ל, שבאו לידי ביטוי בחשבונות השיערוך.

2

יתרת המק"ם והפיקדונות לזמן קצוב במטבע מקומי, בניכוי ההלוואות המוניטריות.

3

יתרת שטרי הכסף והמעות שבמחזור בצירוף יתרת פיקדונות העו"ש השקליים של הבנקים בבנק ישראל. ההוצאות בגין סעיף זה כוללות את ההוצאות על הדפסת כסף ואת ההכנסות מפיקדונות עו"ש של הבנקים בבנק ישראל.

4

יתרת פיקדונות הממשלה במטבע חוץ בצירוף יתרת פיקדונות הממשלה במטבע מקומי בניכוי יתרת האשראי לממשלה.

5

יתרת ה"אחרים" מורכבת מיתרת הרכוש הקבוע ומיתרת הנכסים האחרים במטבע מקומי בניכוי יתרת ההתחייבויות האחרות במטבע מקומי והתחייבויות אחרות במטבע חוץ בגין קרן המטבע הבין-לאומית ואחרות.

6

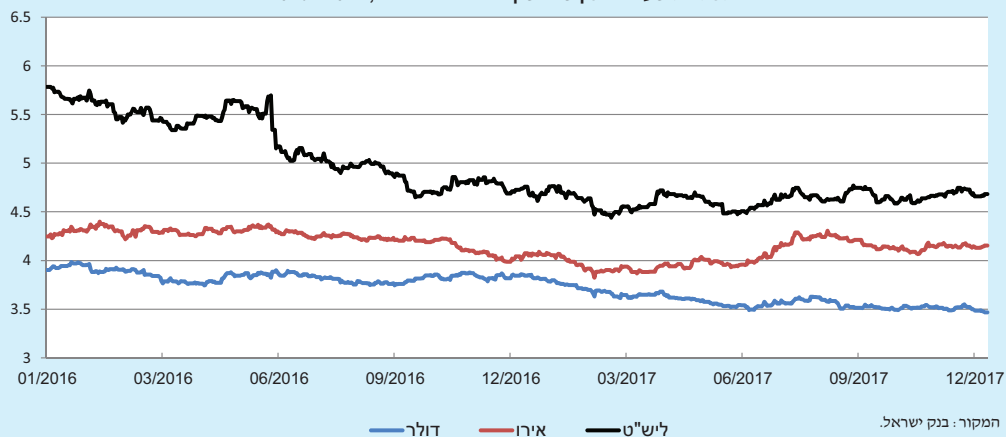
הסעיף כולל את הפרשי השערים בגין היתרות הנקובות במטבע חוץ. (ראו ביאור 1.1, יד דוחות הכספיים. רווחי ההון המוצגים בהתאם לסעיף שבו הם נוצרו.)

3.2 השפעת הסביבה הכלכלית על הדוחות הכספיים

שנת 2017 התאפיינה בקצב צמיחה מואץ בכלכלה העולמית ביחס לשנת 2016. המדיניות המוניטרית נותרה מרחיבה השנה עם ריביות נמוכות ואף שליליות בחלק מהמשקים. כנגד זאת נמשכה המגמה ההפוכה בארה"ב: הריבית הועלתה במהלך השנה שלוש פעמים עד לרמה של 1.5%. עלייה זו הגדילה את רווחי הבנק מרכיב הריבית הדולרית.



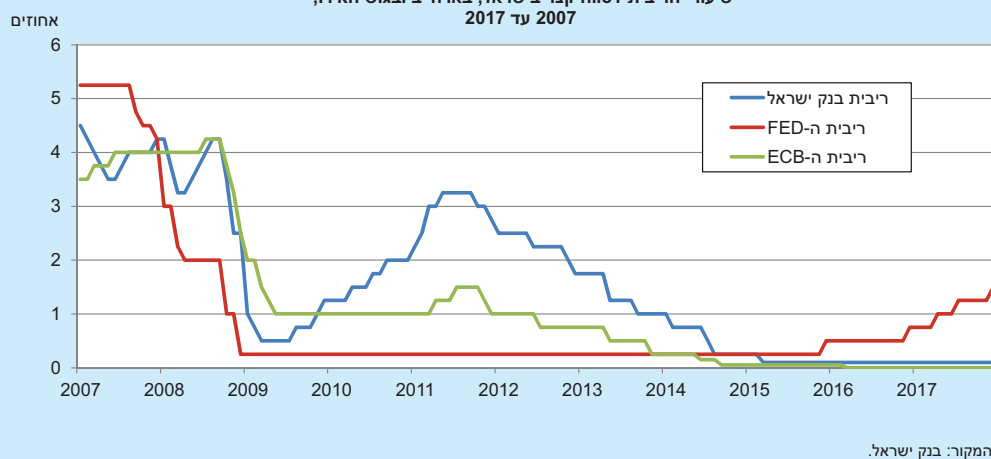
איור 5
התפתחות שיערי חליפין של השקל מול הדולר והאירו, 2016 ו-2017



שוקי המניות בעולם עלו השנה בחדות בעיקר בשווקים המתעוררים, התשואות הממשלתיות נותרו ברמות נמוכות, מרווחי אג"ח החברות הצטמצמו, ומדדי הסיכון שמרו על רמתם הנמוכה. עליית התשואות הגדילה את רווחי הבנק מרכיב הריבית, אך הקטינה את רווחי ההון שלו. ההשקעה במניות הניבה בשנת 2017 תרומה חיובית לרווחי הבנק. עיקר התרומה נבע מעליות השערים בשוק המניות בארה"ב, אשר עלה השנה בכ-21.3%.

הדולר, המהווה את המטבע העיקרי בו מוחזקות היתרות, נחלש השנה מול מרבית המטבעות, והשקל יוסף מול הדולר בשיעור של כ-9.8%. בעקבות ייסוף זה נרשמו הוצאות בגין הפרשי שערים, שכאמור היו הגורם המרכזי להפסד השנה. (איור 5).

איור 6
שיעורי הריבית לטווח קצר בישראל, בארה"ב ובגוש האירו, 2007 עד 2017

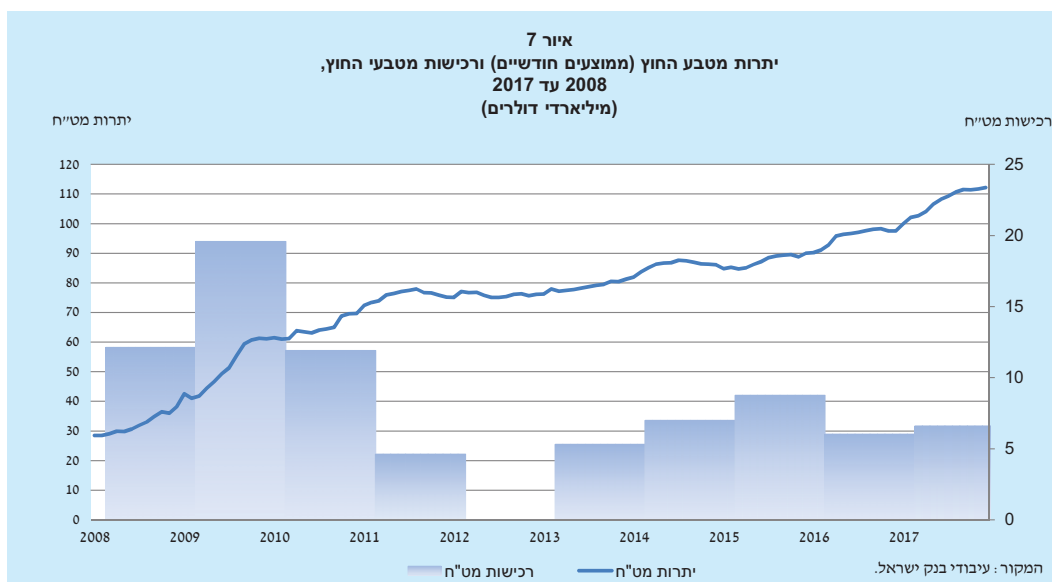


ריבית בנק ישראל נותרה ברמה של 0.1%, ללא שינוי מאז מארס 2015. הוצאות הבנק על המצרף המוניטרי, המושפעות מריבית הבנק, דמו ברמתן לאלו של השנים הקודמות (איור 12). בשנת 2017 האינפלציה השנתית הייתה חיובית, וזאת לראשונה מאז שנת 2014. מדד המחירים לצרכן עלה השנה ב-0.4%, לעומת קצב שלילי של 0.2% בשנת 2016. העלייה בשיעור האינפלציה בישראל תאמה את זו של מרבית מדינות ה-OECD ומעידה כי עלייה זו קשורה לגורמים גלובליים. לעליית המדד השפעה חיובית על רכיב ההצמדה של ניירות הערך הסחירים במטבע מקומי. השפעה זו נמוכה בשל היקפן הנמוך מסך השקעות הבנק.

4. סעיפים נבחרים

4.1 יתרות מטבע החוץ⁵

אחד מתפקידיו של הבנק על פי חוק בנק ישראל הוא להחזיק את יתרות מטבע החוץ⁶ של המדינה ולנהל אותן. על פי החוק הוקנו לוועדה המוניטרית, בראשות הנגידה סמכויות הנוגעות לניהול היתרות. היא המתווה את הקווים המנחים למדיניות השקעתן ומנהלת מעקב אחר יישום מדיניות זו.



בשנת 2017 גדלו יתרות מטבע החוץ בכ-13.3 מיליארדי ש"ח (גידול של כ-3.5%), ויתרתן הסתכמה בכ-391.8 מיליארדי ש"ח (כ-113 מיליארדי דולרים). גידולן של היתרות נבע מרכישות מטבע חוץ על ידי בנק ישראל בסכום של כ-24 מיליארדי ש"ח, מהכנסות הריבית ורווחי ההון הממומשים, ללא הפרשי שערים, בסכום של כ-10.8 מיליארדי ש"ח, כנגד זאת הפרשי שערים שליליים היו גורם עיקרי לקיטון

5. ראו פירוט בדיון וחשבון על השקעת יתרות מטבע החוץ לשנת 2017, שמתפרסם בנפרד. בדוח זה תשואת ההחזקה של תיק היתרות נמדדת במונחים של סל מטבעות - הנומרי. הנומרי הוא הרכב רב-מטבעי המשקף את השימושים האפשריים ביתרות.

6. בנק ישראל קובע את ניהול מדיניות ההשקעה של יתרות אלו ומדווח בניין לגורמים שונים, ולפיכך הן הבסיס לניתוח ההתפתחויות בדברי הסבר אלו. (ראו ביאור 2 לדוחות הכספיים).



ביתרות בסך של כ-23.6 מיליארדי ש"ח. הפרשי השערים השליילים נצברו בעיקר עקב ייסוף השקל מול הדולר בשיעור של כ-9.8% (איור 5).

במונחי דולרים גדלו היתרות בכ-14.6 מיליארדים. עיקר הגידול הושפע מרכישות בהיקף של 6.6 מיליארדי דולרים ומסך של כ-4.3 מיליארדי דולרים שרובו נבע מהפרשי שער חוביים כתוצאה מהיחלשות הדולר מול האירו והשטרלינג, מטבעות שבהן מושקעים כ-30% מהיתרות. לגידול היתרות תרמו גם הכנסות מריבית, רווחי הון ושיערוך מחירים בהיקף של כ-3.2 מיליארד דולרים (לוח 2).

לוח 2

תרומת המגזרים ליתרות מטבע החוץ

2016	2017	2016	2017	
(מיליוני דולרים)	(מיליוני שקלים חדשים)	(מיליוני דולרים)	(מיליוני שקלים חדשים)	
7,872	14,564	25,105	13,284	השינוי ביתרות מטבע החוץ
				בנק ישראל
6,040	6,600	23,086	24,030	רכישות
785	1,643	3,015	6,044	רווחים
728	1,565	2,734	4,726	שערוך מחירים
(1,604)	4,268	(11,289)	(23,618)	הפרשי שערים ואחר ¹
5,949	14,076	17,546	11,182	סה"כ בנק ישראל
1,920	464	7,532	2,000	הממשלה²
3	24	27	102	המגזר הפרטי³

(1) כולל תשלומים ותקבולים של בנק ישראל במטבע חוץ.

(2) העברות של הממשלה והמוסדות הלאומיים מחו"ל.

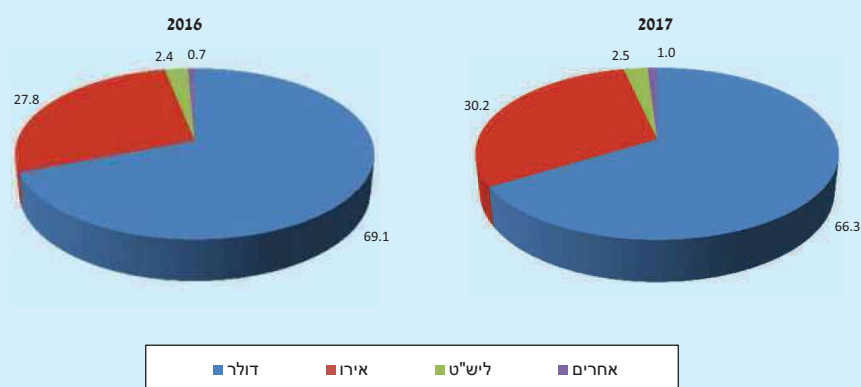
(3) כולל את תשלומי מס ההכנסה של המגזר במטבע חוץ.

היקף רכישות מטבע החוץ השנה הוא המשך של מגמת הרכישות בהיקפים גבוהים שתחילתה בשנת 2008⁷. התפתחותן של היתרות החל משנה זו מוצגת באיור 7.

מדיניות ההשקעה של היתרות באה לידי ביטוי בהתפלגויות הנכסית והמטבעית של תיק היתרות. ההתפלגות המטבעית של היתרות לסוף שנת 2017 דמתה בעיקרה להתפלגות בסוף שנת 2016 (איור 8): משקלוליהם של המטבעות העיקריים בתיק - דולר, אירו וליש"ט - לא השתנו משמעותית.

7 חלקם פועל יוצא של תכנית שנועדה למתן תנודות חריגות בשער החליפין שאינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים של המשק ובהמשך גם יישומה של התכנית שנועדה למתן את ההשפעה של הפקת הגז על שער החליפין, תכנית שהופעלה במאי 2013.

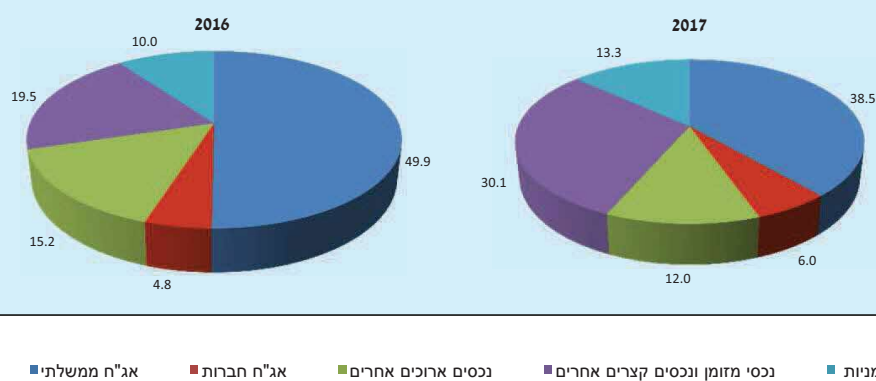
איור 8
ההתפלגות המטבעית, לסופי השנים 2016 ו-2017
(אחוזים)



המקור: עיבודי בנק ישראל.

בשנת 2017 נמשכה מגמת הגידול של ההשקעה בנכסי המרווח הקצרים בתיק על חשבון השקעות באיגרות חוב ממשלתיות קצרות, וזאת על רקע פער התשואות ביניהם, כך שבסוף השנה עמדה ההשקעה במזומן ובנכסי המרווח הקצרים אחרים על 30.1% (גידול של כ-10.6 נקודות אחוז). כמו כן הוגדלו שיעורי ההשקעה במניות ב-3.3 נקודות אחוז. כנגד זאת פחתה ההשקעה באיגרות חוב ממשלתיות בכ-10.4 נקודות אחוז, ובנכסי מרווח ארוכים - בכ-3.2 נקודות אחוז. (איור 9).

איור 9
ההתפלגות הנכסית של תיק היתרות במטבע חוץ, סופי השנים 2016 ו-2017
(אחוזים)



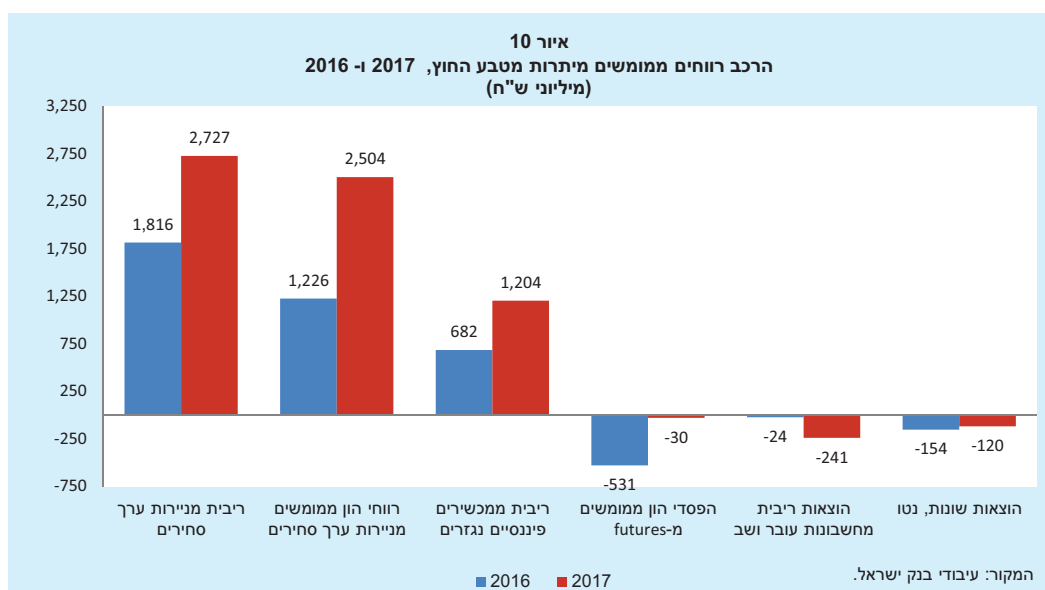
המקור: עיבודי בנק ישראל.



4.1.1 ההכנסות מיתרות מטבע החוץ

ההכנסות מריבית ורווחי הון^{8,9} בגין יתרות מטבע החוץ, ללא הפרשי השערים, הסתכמו השנה בכ-6 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-3 מיליארדי ש"ח אשתקד (לוח 3). הכנסות אלו כוללות את הכנסות הריבית, שהסתכמו בכ-3.7 מיליארדי ש"ח, ואת ההכנסות מרווחי הון ואחרות בסך של כ-2.3 מיליארדים. (בשנת 2016 2.5 מיליארדי ש"ח ו-0.5 מיליארדי ש"ח, בהתאמה.)

עיקרן של ההכנסות מריבית ורווחי הון היה מניירות ערך. הכנסות אלה מורכבות מהכנסות ריבית שהסתכמו בכ-2.7 מיליארדי ש"ח, והכנסות מרווחי הון, שהסתכמו בכ-2.5 מיליארדים. (בשנת 2016 כ-1.8 מיליארדי ש"ח וכ-1.2 מיליארדים, בהתאמה.) באיור 10 מוצג הרכב הרווחים לפי סוג הרווח ומקורו.



מניתוח הרווחים הממומשים מיתרות מטבע החוץ ניתן לראות כי ביחס לאשתקד ההכנסות מריבית מניירות ערך עלו בכ-0.9 מיליארד ש"ח. עיקר הגידול בהכנסות הריבית נובע מאיגרות חוב דולריות אשר הושפעו מעליית הריבית בארה"ב.

ההכנסות מרווחי הון מממשקים מניירות ערך, הנובעות בעיקר מתיק המניות, גדלו השנה בכ-1.3 מיליארדי ש"ח והושפעו מגידול ההשקעה במניות ומהעליות שנרשמו במדדי המניות שבהם מושקעות היתרות.

המכשירים הפיננסיים הנגזרים תרמו תרומה חיובית לרווחים מיתרות מטבע החוץ. מחד גיסא נרשמו הכנסות ריבית ממכשירים פיננסיים נגזרים ומרווחים על השקעה בנגזרי מטבע חוץ בסך כ-1.2 מיליארדי ש"ח (לעומת 0.7 מיליארד ש"ח אשתקד), ששיקפו מרווחי ריביות אטרקטיביים בעסקאות אלו השנה, והיקפן גדל.

כנגד זאת נרשמו הפסדי הון ממכשירים פיננסיים נגזרים במטבע חוץ, בסך 30 מיליוני ש"ח (בשנת 2016 כ-531 מיליוני ש"ח), אשר נבעו בעיקר מחוזים עתידיים על מדדי מניות. בעסקאות הדולריות

8 בהתאם למדיניות החשבונאית של הבנק, הרווחים הנובעים מהחזקת היתרות נחלקים לרווחים "ממומשים", הנכללים ברווחי הבנק, ולרווחי שיערוך שאינם ממומשים, הנזקפים לחשבונות השיערוך במאזן ואינם באים לידי ביטוי ברווח של הבנק באותה שנה.

9 רווחי ההון כלולים בדוח הכספי בסעיף "הכנסות פיננסיות אחרות".

נרשמו השנה הפסדי הון, שקווצו על ידי רווחי הון מעסקאות במטבעות אירו ויין יפני. ברם השקעות אלה הן חלק קטן ממכלול ההשקעה במניות, שבה נרשמו רווחים.

בשנת 2017 עלו הרווחים הלא ממומשים מיתרות מטבע החוץ, המתבטאים בחשבון השיערוך לשווי ההוגן של הנכסים בסוף השנה. היתרה בחשבון זה, שאינה ממומשת ואינה כלולה ברווחי הבנק, עלתה בכ-4.7 מיליארדי ש"ח בשנת 2017, (עלייה של כ-2.7 מיליארדי ש"ח אשתקד - לוח 3). מרבית העלייה בחשבון השיערוך השנה נבעה מעליית מחירים של המניות.

בהסתכלות כוללת על הרווחים מיתרות מטבע החוץ, הממומשים והלא-ממומשים, ללא הפרשי השערים, מתקבלת עלייה כוללת של ההכנסות בכ-5 מיליארדי ש"ח (המשך לעלייה של כ-3.8 מיליארדי ש"ח אשתקד). התשואה השנתית של התיק במונחי נומרר הסתכמה בשנת 2017 ב-3.03%, גבוהה מזו של 2016, שעמדה על 1.56%.

לוח 3 יתרות מטבע החוץ – סך כל ההכנסות, הפרשי השערים והתשואה

2015	2016	2017	
(מיליוני דולרים)			סך כל יתרות מטבע החוץ
90,575	98,447	113,011	סוף השנה
87,389	95,777	107,567	ממוצע שנתי
(מיליוני שקלים חדשים)			ההכנסות (ההוצאות) והפרשי השערים – בחישוב כלכלי
2,924	3,015	6,044	ריבית ורווחי הון
(968)	2,734	4,726	הפרשי מחירים לא-ממומשים ¹
(10,093)	(11,069)	(23,403)	הפרשי שערים
(8,137)	(5,320)	(12,633)	סך הכול
(מיליוני דולרים)			ההכנסות (ההוצאות) והפרשי השערים – בחישוב כלכלי
748	785	1,643	ריבית ורווחי הון
(253)	728	1,565	הפרשי מחירים לא-ממומשים ¹
(2,943)	(1,552)	4,316	הפרשי שערים
(2,448)	(39)	7,524	סך הכול
(אחוזים)			שיעורי התשואה²
0.64	1.56	3.03	במונחי הנומרר של יתרות מטבע החוץ
(1) הפרשי המחירים הלא-ממומשים מתבטאים בשינוי השנתי בחשבון השיערוך של ניירות ערך סחירים במטבע חוץ. (ראו ביאור 14 לדוחות הכספיים). (2) שיעורי התשואה, המוצגים במונחים שנתיים, על בסיס חישוב יומי, מתייחסים להכנסות מיתרות מטבע החוץ, כולל רווחים או הפסדים כתוצאה משינויים במחירי השוק.			



4.2 חשבונות השיערוך

חשבונות השיערוך כוללים רווחים לא-ממומשים מהפרשי שערים על היתרות הנקובות במטבע חוץ ורווחים לא-ממומשים בגין הצמדה למדד ושיערוך של ניירות ערך סחירים במטבע מקומי ובמטבע חוץ לשוויים ההוגן. סעיף זה כולל גם חשבון שיערוך כתוצאה מרווחים או הפסדים לא ממומשים הנובעים משינויים בהנחות אקטואריות בחישוב ההפרשה לכנסיה בגין הטבות לעובדים וגמלאים (ראו ביאור 1 יג וביאור 14 לדוחות הכספיים).

4.2.1 חשבון השיערוך מיתרות הנקובות במטבע חוץ

יתרת חשבון השיערוך מהיתרות הנקובות במטבע חוץ, עמדה בסוף השנה על כ-3.2 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-19.6 מיליארדי ש"ח בשנת 2016, ירידה של כ-16.4 מיליארדי ש"ח. בשנת 2017 נצברו הפרשי שערים שליליים בגין התאמת היתרות הנקובות במטבע חוץ לשערים היציגים בסך של כ-22 מיליארדי ש"ח (לוח 4), בעיקר כתוצאה מייסוף השקל מול הדולר בשיעור של כ-9.8% (איור 5). בהתאם למדיניות החשבונאית המיושמת בבנק, סך של כ-16.4 מיליארדי ש"ח, מתוך הפרשי השער השליליים, נזקף לחשבון השיערוך וקיזז יתרת זכות צבורה. (סכום זה מורכב מקיזוזה של מרבית יתרת השיערוך הדולרית שנצברה לסוף שנת 2016 בסך של כ-19.5 מיליארדי ש"ח ומצבירת הפרשי שער חיוביים השנה בעיקר עקב שיערוך האירו בסך של כ-3.2 מיליארדי ש"ח). יתרת הפרשי השער השליליים, בסך של כ-5.6 מיליארדי ש"ח, נזקפה לדוח הרווח וההפסד ונרשמה כהוצאות מהפרשי שערים. בשנת 2016, נצברו הפרשי שערים שליליים בסך של כ-10.5 מיליארדי ש"ח אשר נבעו בעיקר מהיחלשותם של האירו והשטרלינג. מתוכם, כ-7.1 מיליארדי ש"ח נזקפו לרווח והפסד והיתרה בסך כ-3.5 מיליארד ש"ח, קוזזה מחשבון השיערוך.

לוח 4

הפרשי שערים בגין התאמת יתרות הנקובות במטבע חוץ לשער היציג

2016	2017	
(מיליוני שקלים חדשים)		
נכסים		
		יתרות מטבע חוץ
(11,069)	(23,403)	
-	-	קרן המטבע הבין-לאומית
(2)	(12)	אשראי לממשלה - קרנות דו-לאומיות
התחייבויות		
306	1,117	פיקדונות הממשלה
33	93	פיקדונות התאגידים הבנקאיים במטבע חוץ
211	205	מוסדות כספיים בין-לאומיים
2	13	פיקדונות של הקרן הדו-לאומית
(10,519)	(21,987)	סך הכול
(7,053)	(5,578)	הפרשי שערים ברווח והפסד
(3,466)	(16,409)	הפרשי שערים לא-ממומשים

4.2.2 חשבון שיערוך מניירות ערך סחירים במטבע חוץ

יתרת חשבון השיערוך בגין ניירות ערך סחירים במטבע חוץ עמדה בסוף שנת 2017 על כ-11.9 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-7.1 מיליארדים בשנת 2016. העלייה, בסך כ-4.8 מיליארדי ש"ח, נבעה בעיקר מעליית חשבון השיערוך בגין ההשקעות במניות עקב עליית שערים בשווקים העולמיים במהלך שנת 2017.

4.2.3 חשבון שיערוך מניירות ערך סחירים במטבע מקומי

יתרת חשבון השיערוך בגין ניירות ערך סחירים במטבע מקומי הסתכמה בסוף שנת 2017 בכ-0.8 מיליארדי ש"ח, ירידה של כ-0.1 מיליארדי ש"ח בהשוואה לשנת 2016. הירידה הושפעה בעיקר מירידה במחירי השוק של ניירות הערך הסחירים במטבע מקומי.

4.2.4 חשבון שיערוך מרווחים או הפסדים אקטואריים בגין הטבות לעובדים וגמלאים

חשבון השיערוך עמד בסוף שנת 2017 על יתרת חובה של כ-2.3 מיליארדי ש"ח (כ-2.1 מיליארדי ש"ח בשנת 2016). לפי שיטת הרישום החשבונאי המיושמת בבנק, עדכון ההתחייבות¹⁰ של הבנק בגין הטבות לעובדים ולגמלאים הנובע משינויים בהנחות האקטואריות¹¹, או מכך שהניסיון בפועל שונה מהמשוער נזקק לחשבון השיערוך במאזן. חשבון זה עשוי להיות אף ביתרת חובה לסוף שנה, וזאת בניגוד לחשבונות השיערוך האחרים הנזכרים לעיל. שינויים אחרים בהתחייבות הבנק בגין הטבות לעובדים ולגמלאים נזקפו לדוח הרווח וההפסד.

4.3 בסיס הכסף

בסיס הכסף הוא סך השטרות והמעות שבמחזור ופיקדונות העו"ש של הבנקים המסחריים בבנק ישראל¹², ונקבע על פי הביקוש שיש למזילות ריבית הנתונה, הנקבעת על ידי בנק ישראל. בסיס הכסף מושפע מזרמים שאינם בשליטת בנק ישראל, כחשבונות הממשלה¹³, ומזרמים שבשליטתו, כגון רכישות מטבע חוץ והנפקות המק"ם, המשמשות להשגת מטרותיה השונות של המדיניות המוניטרית (לוח 5). הבנק סופג מזילות מהשווקים, או מזרים אותה לבנקים המסחריים, כדי לספק את הביקוש לבסיס הכסף בהתאם לריבית בנק ישראל.

הבנק מתאים את בסיס הכסף לריבית באמצעות הכלים המוניטריים - הנפקת מק"ם ופיקדונות נושאי ריבית של הבנקים או הלוואות בהתאם לצורכי המזילות שלהם - המוצעים להם במכרז ואינם נכללים בבסיס הכסף¹⁴. השנה, המשיך בנק ישראל את התערבותו בשוק מטבע החוץ, וזאת בהתאם למדיניותו לפעול בשוק זה כששער החליפין של השקל אינו תואם את התנאים הכלכליים הבסיסיים להתפתחותו.

10 הבנק עושה שימוש בשיעור היוון המבוסס על עקום התשואות של ריבית ממשלתית (סדרת תשואות לפדיון של איגרות חוב של ממשלת ישראל, שמועדי פירעון שונים).

11 ההנחות האקטואריות כוללות: הנחות דמוגרפיות לגבי המאפיינים העתידיים של עובדים ועובדים לשעבר כגון לוחות תמותה, שיעורי פרישה מוקדמת וכד', הנחות פיננסיות, כגון שיעור ריבית ההיוון, וסטייה של הניסיון בתקופת הדוח מן ההנחות שהיו בשנה הקודמת לגבי התקופה הנסקרת.

12 גם פיקדונות העו"ש של הציבור הם חלק מהמזילות במשק, אך לבנק ישראל יש רק השפעה עקיפה על היקפם, באמצעות חובת המזילות המוטלת על הבנקים המסחריים.

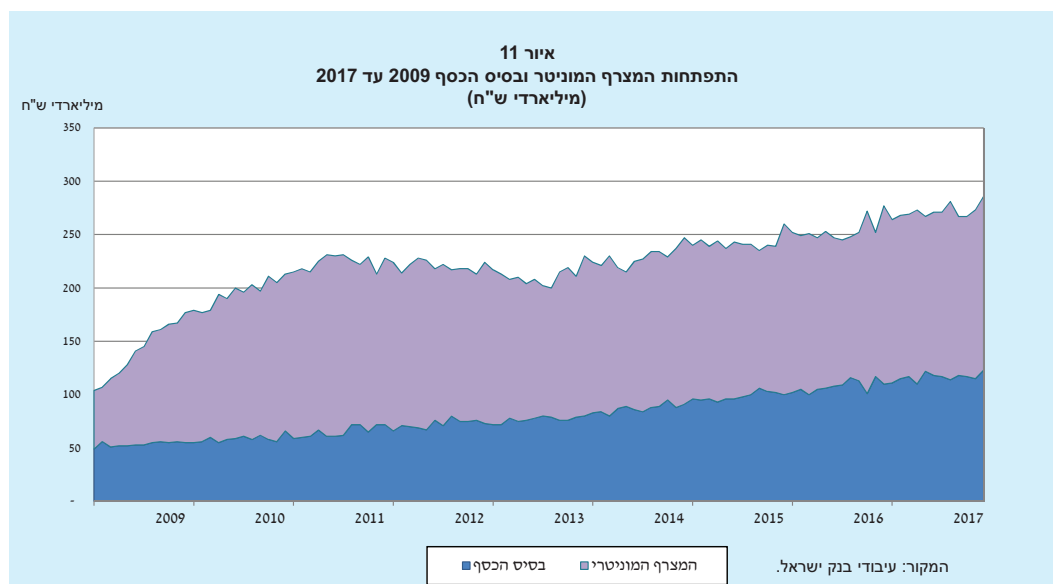
13 פעולות הממשלה משפיעות אף הן על בסיס הכסף, שכן חשבונות הממשלה מנוהלים בבנק ישראל (על פי חוק בנק ישראל התשי"ע - 2010).

14 מפני שאינם מוזרים לצורך עמידה בחובת המזילות.



בהמשך למגמה בשנים האחרונות גדל בסיס הכסף בשנת 2017 בכ-12.2 מיליארדי ש"ח (בשנת 2016 כ-10.8 מיליארדים), והסתכם בסופה בכ-122.7 מיליארדי ש"ח (אזור 11). בדומה לאשתקד, ההזרמה הגדולה ביותר לבסיס הכסף בוצעה על ידי בנק ישראל, בסך כ-24 מיליארדי ש"ח (כ-23 מיליארדים בשנת 2016), תוצאת התערבותו בשוק מטבע החוץ (לוח 5). בנק ישראל ספג את עודפי הנזילות מעבר לביקוש לבסיס הכסף, כדי למנוע לחץ לירידת הריבית שקבע. הספיגה בוצעה באמצעות מצרך הכלים המוניטריים (מק"ם ופזיק) של כ-9 מיליארדי ש"ח, אשר קוזזה על ידי הזרמה של כ-1.2 מיליארד ש"ח, חלקה מתשלומים בגין הכלים המוניטריים.

השנה ספגה הממשלה מהמשק כ-4 מיליארדי ש"ח (לעומת הזרמה של כ-4 מיליארדים בשנת 2016).



לוח 5

בסיס הכסף – השינויים ומקורותיהם

השנה	השינוי בבסיס הכסף	הממשלה והמוסדות הלאומיים ¹	הזרמת/הספיגת בנק ישראל	הזרמת/הספיגת מהמורות מט"ח בבנק ישראל	התאמות ²
	(1)=(2)+(3)+(4)+(5)	(2)	(3)	(4)	(5)
(מיליוני שקלים חדשים)					
2012	748	(9,130)	10,047	-	(169)
2013	6,443	(10,452)	(2,414)	19,037	272
2014	11,699	1,171	(14,190)	24,632	86
2015	8,427	(14,036)	(11,543)	33,842	164
2016	10,787	3,538	(15,814)	23,086	(23)
2017	12,179	(3,864)	(7,819)	24,030	(168)

(1) הזרמת הממשלה כוללת גם את הזרמות המוסד לביטוח לאומי ובנק הדואר.

(2) ההתאמות כוללות: העברות של המוסדות הלאומיים מחו"ל, המתבצעות באמצעות הבנקים, אך מוגדרות כהזרמת המגזר הציבורי עד לסוף שנת 2012 (בטור 2). תקבולים ותשלומים מקומיים של בנק ישראל והממשלה במטבע חוץ למגזר הפרטי, כדוגמת תקבולי מס הכנסה במטבע חוץ, אינם משנים את בסיס הכסף, שכן הם מועברים במישרין מהמגזר הפרטי לממשלה; מצד אחד הם מוגדרים כספיגה של הממשלה, ומהצד האחר - כתזומה של המגזר הפרטי ליתרות מטבע החוץ.

4.4 מצרף הכלים המוניטריים¹⁵

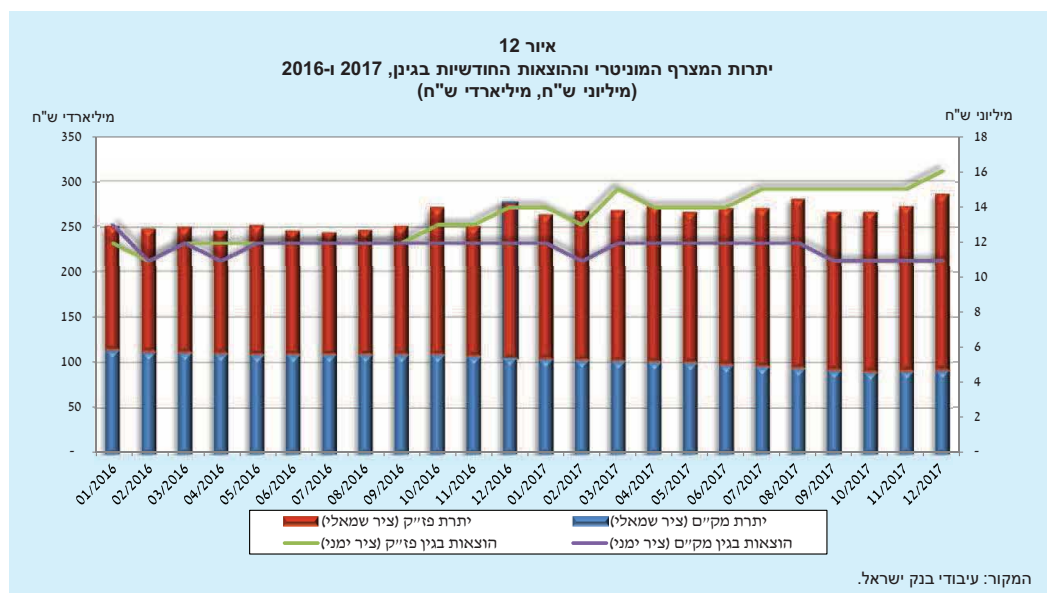
בישראל נרשמה בשנת 2017 אינפלציה חיובית, לראשונה מאז שנת 2014. מדד המחירים לצרכן עלה השנה ב-0.4% בהשוואה לקצב שלילי של כ-0.2% אשתקד. העלייה באינפלציה תאמה את זו של מרבית מדינות ה-OECD. המדיניות המוניטרית בישראל בשנים האחרונות הייתה מדיניות מרחיבה ופעלה לתמוך בפעילות וביצוא ולהחזיר את האינפלציה הנמוכה אל תחום היעד. זאת תוך התחשבות בשיקולי היציבות הפיננסית בהקשר של העלייה החדה במחירי הדירות ורמת המרווחים הנמוכה בשוק הקונצרני. הריבית בשנת 2017 המשיכה להיות נמוכה ועמדה על 0.1%, מאז הורדתה במארכ 2015.

קביעת שיעור הריבית המוניטרית היא הכלי העיקרי של המדיניות המוניטרית לשם השגת מטרותיה, ובראשן שמירה על יציבות המחירים. הריבית המוניטרית משמשת נקודת ייחוס לריביות בשוק, ודרך היא משפיעה על הצריכה והחיסכון של הפרטים, על היקף ההשקעות במשק, וכן על שער החליפין, ודרכו - על הרווחיות של מגזר היצוא ותחליפי היבוא ופעילותו, ועל החשבון השוטף. דרך כל אלה הריבית משפיעה על המחירים.

כדי ליישם הלכה למעשה את רמת הריבית שעליה בנק ישראל מכריז, מזרים בנק ישראל או סופג את כמות הנזילות המבוקשת במשק, התואמת את שיעור הריבית שקבע. זאת באמצעות מתן הלוואות לתאגידים הבנקאיים או קבלת פיקדונות מהם, וכן באמצעות הנפקת מק"ם על פי הצורך. בפרט הדבר נכון גם בעת עיקור תרומתן החיובית של רכישות מטבע החוץ לבסיס הכסף.

בהמשך למגמה בשנים האחרונות, יתרת הכלים המוניטריים נותרה מורכבת מהתחייבויות בלבד, ובסוף שנת 2017 היא הסתכמה בכ-286 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-277 מיליארדים בסוף 2016 (עלייה של כ-3%) עלייה זו נגזרה מהצורך לעקר את עודפי הנזילות שהוזרמו לשווקים כתוצאה מרכישות מטבע החוץ (איור 12). בשנת 2017 הורכב המצרף המוניטרי מכ-194 מיליארדי ש"ח בפזיק, שהם כ-68% מכלל הכלים המוניטריים (לעומת כ-172 מיליארדים בסוף 2016 - כ-62%), וכ-92 מיליארדי ש"ח במק"ם, שהם כ-32% מכלל הכלים האלה (לעומת 105 מיליארדים בסוף 2016 - כ-38%).

הוצאות הריבית בגין מצרף הכלים המוניטריים הסתכמו בשנת 2017 בכ-315 מיליוני ש"ח, לעומת כ-288 מיליונים בשנת 2016. הגידול בהוצאות הריבית נבע בעיקר מהגידול במצרף המוניטרי (איור 12).



15 מצרף הכלים המוניטריים כולל את יתרת המק"ם והפזיק במטבע מקומי, בניכוי ההלוואות המוניטריות. יתרת ההלוואות המוניטריות לסופי השנים 2017 ו-2016 עמדו על אפס.

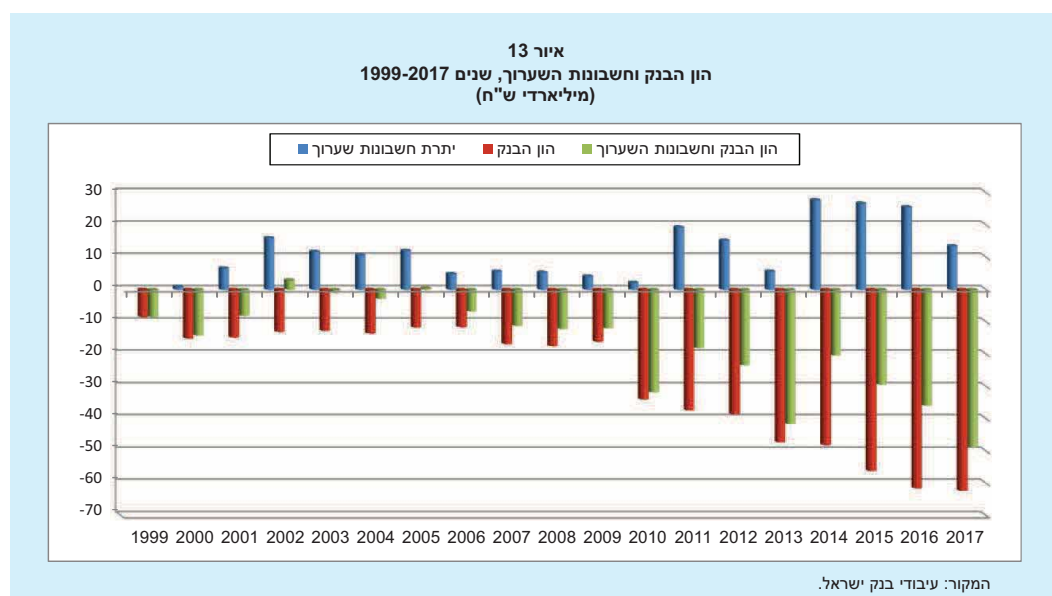


4.5 הון הבנק (גירעון)

לבנק ישראל הון שלילי בסך של כ-62.3 מיליארדי ש"ח. יתרת ההפסד, שהשפיעה על היווצרותו של הגירעון בהון, החלה להיווצר בשנת 1999 עם העברת הרווח לשנת 1998 לממשלה בסך של כ-9 מיליארדי ש"ח, רובו המכריע כתוצאה מהפרשי שיערים עקב פיחות השקל. אולם בשנת 1999, התברר כי מרבית הרווח שהועבר היה רווח לא ממומש שלולא הועבר לממשלה היה מקוזז מול הפסדי אותה שנה. זאת משום שבשנת 1999 נרשמו הפרשי שער שליליים עקב ייסוף השקל, אשר גרמו להפסד בשנה זו. ההפסד גרם לתחילת היווצרותו של הון שלילי במאזני הבנק, מצב הנמשך ברציפות עד היום.

בשנת 2000 שינה בנק ישראל את המדיניות החשבונאית להכרה בהכנסה והחל בטיפול שונה ברווחים ממומשים ובאלו שאינם ממומשים, כמקובל בבנקים מרכזיים בעולם. רווח שאינו ממומש מועבר לחשבונות השיערוך, באופן אשר עשוי למנוע את הישנות התופעה של העברת רווח לא ממומש, בעיקר כתוצאה מהפרשי שער, בשנים שבהן יירשם פיחות חד בשער השקל (ראו ביאור וי לדוחות הכספיים).

יתרת חשבונות השיערוך לסוף 2017 עמדה על כ-13.5 מיליארדי ש"ח. ובהסתכלות כוללת, היתרה נטו של הון הבנק בצירוף חשבונות השיערוך הסתכמה בכ-48.8 מיליארדי ש"ח. באיור 13 מוצגות יתרות ההון השליליות של הבנק ושל חשבונות השיערוך, וכן מוצגת המגמה ביתרתם הכוללת.



4.5.1 הרכב הגירעון בהון

מניתוח הרכב הגירעון בהון עולה כי הרכיבים המרכזיים שתרמו לרמתו השלילית של ההון הם ההוצאות בגין הפרשי שער, שהסתכמו לאורך השנים האמורות בכ-55 מיליארדי ש"ח, וההוצאות בגין הפעלת כלי הספיגה המוניתיים, אשר הסתכמו בכ-76.8 מיליארדי ש"ח. כנגד זאת הסתכמו הרווחים מיתרות מטבע החוץ בשנים אלו בכ-76.2 מיליארדי ש"ח, כך שהפער בין הרווחים מיתרות מטבע החוץ לבין ההוצאות על כלי הספיגה המוניתיים, ללא ההפסדים מהפרשי שער, הצטמצם עד לכ-600 מיליון ש"ח בלבד¹⁶. מגמה זו של צמצום הפער בין רכיב הרווחים מיתרות המטבע החוץ לבין עלות הכלים המוניתיים נמשכה בשנים האחרונות. זאת, עם גידול היקפו של תיק יתרות מטבע החוץ (וההכנסות

16 החישוב כאן כולל רווחים ממומשים בלבד ואינו לוקח בחשבון את הפרשי שיערוך המחירים הלא ממומשים.

בגיננו), וגידול רכיב המניות בו, שתוחלת התשואה עליו גבוהה יותר מחד, ומאידך, מירידה בהוצאות הריבית על הכלים המוניטריים, כתוצאה מהפחתת ריבית בנק ישראל בשנים האחרונות עד לרמה של 0.1%, במסגרת המדיניות המוניטרית המרחיבה. השפעת הפרשי השערים היא תנודתית וגדולה, ועקב ייסוף השקל בשנת 2017 היא הוסיפה לתרום להגדלת ההון השלילי של הבנק. רכיבים תוצאתיים נוספים - בעיקר הוצאות הריבית השונות, הוצאות הנהלה וכלליות והוצאות הדפסת כסף - תרמו ליתרת הגירעון כ-17.5 מיליארדי ש"ח. כנגד זאת, ההכנסות נטו מהממשלה (איגרות חוב ופיקדונות) מיתנו את הצטברות ההון השלילי בסך של כ-10.4 מיליארדי ש"ח. באיור 14 ניתן לראות את התפתחות רכיבי ההפסד העיקריים של הגירעון בהון, במונחים שנתיים, החל מ-1999, שבה נוצר הגירעון.

