



דיווח על הדיונים המוניתריים שנערכו בבנק ישראל
בנושא ניהול יתרות מטבע החוץ

הדיונים התקיימו ב-1 וב-15 באוגוסט, ב-3 וב-24 באוקטובר 2018 וב-23 בינואר 2019

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

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

1. סעיף 1 לקווים המנחים מפרט את שלושת יעדי מדיניות ההשקעה של היתרות, המבוססים על השגת מטרותיו של בנק ישראל ועל מילוי נאות של תפקידיו המפורטים בחוק בנק ישראל: (1) שמירה על כוח הקנייה של היתרות (בטיחות); (2) ניהול היתרות ברמה גבוהה של נזילות; (3) השגת תשואת החזקה נאותה ברמת סיכון מקובלת, כל עוד אין הדבר פוגע בהשגת היעדים הקודמים.

בסעיף זה יתווסף המשפט:

אסטרטגיית ההשקעה של תיק היתרות תגובש תוך מתן משקל לפרופיל הסיכון ולביצועי תיק היתרות בטווח הקצר ובטווח הבינוני. וזאת בכפוף לעמידה במגבלות הבטיחות והנזילות בכל רגע נתון.

2. במטרה להגדיל את הסיכוי לעמידה ביעד שימור כוח הקנייה בטווח הבינוני, שונתה רמת ה-CVaR לאופק של שנה מ-400 ל-475 נ.ב.

3. שינוי מגבלת ההשקעה במניות מ-15% ל-17.5%, כאשר מגבלת ההשקעה הכוללת במניות ובאג"ח קונצרניות נותרת 25%.

הרקע לשינויים:

המטרה המרכזית של השינויים המוצעים בקווים המנחים היא לאפשר איזון נכון יותר בין פרופיל הסיכון של התיק בטווח הקצר, המושפע ברובו מהחשש להתממשות סיכון המוניתרין, ובין הסיכון והביצועים של התיק בטווח הבינוני.

יתרות מטבע החוץ נועדו להקנות למשק מלאי חירום של מטבע חוץ בשעת משבר או בעתות חירום. מאחר שגם במשבר חמור השימוש ביתרות צפוי להיות הדרגתי ולהתפרס על פני זמן, לא כל היתרות צריכות להיות זמינות לשימוש מיידי. ככל שרמת היתרות גבוהה יותר, החלק היחסי של היתרות הנדרש להיות זמין לשימוש מיידי בעת חרום יורד. לפיכך אפשר ואף ראוי להשקיע חלק מהיתרות לאופק השקעה ארוך יותר. עם העלייה ברמת היתרות גוברת החשיבות של השגת תשואה נאותה אשר תפצה על עלות החזקתן, וזאת גם במחיר של עלייה מסוימת ברמת הסיכון בטווח הקצר. ניהול היתרות תוך התמקדות ברמת הסיכון בטווח הקצר, מבלי להתייחס לביצועים של התיק בטווח הבינוני, עלול להוביל להשגת תשואה נמוכה יותר על פני זמן ואף להגדיל את רמת הסיכון של התיק בטווח הבינוני.

לנוכח רמות השפל של התשואות לפדיון בעולם בשנים שלאחר המשבר, סביר להניח כי בטווח הבינוני התשואות לפדיון במדינות בהן מושקעות יתרות המט"ח יעלו בהדרגה. ולכן תשואות

ההחזקה הריאליות של אג"ח ממשלתיות, המוחזקות ביתרות המט"ח, צפויות להיות נמוכות ואולי אף שליליות בחלק מהמדינות. לפיכך, בשונה מהעבר, קשה יהיה לשמור על כוח הקניה של היתרות רק באמצעות השקעה באג"ח ממשלתיות. הוספת מניות לתיק עד לשיעור של כ- 17.5% צפויה להפחית את הסיכון לתשואת החזקה ריאלית שלילית של היתרות בטווח הבינוני, בלי לפגוע ביעדי הבטיחות והנזילות של מדיניות ההשקעה. המניות שבהן משקיע בנק ישראל משנות 2012, נחשבות לנכסי רזרבה (reserves assets) מאחר שההשקעה היא בשוקי מניות נזילים. יש להדגיש כי הקווים המנחים מתווים את מדיניות ההשקעה של יתרות המט"ח ובין השאר קובעים את הנכסים המותרים להשקעה ואת מגבלות ההשקעה על חלקם, אולם הם אינם בבחינת המלצה לשיעור ההשקעה בפועל בסוגי הנכסים השונים. שיעור ההשקעה בפועל נקבע במסגרת תהליך הקצאה אסטרטגית, בכפיפות לרמת הסיכון המירבית שקובעת הוועדה המוניתרית ועל בסיס הערכות לגבי התנאים הצפויים בשווקים הפיננסיים הרלוונטיים. הצעות השינויים בקווים המנחים הועברו ב-31 באוקטובר 2018 לשר האוצר, לצורך קיום התייעצות, כמתחייב מסעיף 40(ב) לחוק בנק ישראל, התש"ע-2010. עם סיום תהליך ההתייעצות עם משרד האוצר, הקווים המנחים המעודכנים נכנסו לתוקף בתאריך 23 בינואר 2019. הקווים המנחים החדשים מצורפים בנספח.

השתתפו:

חברי הוועדה המוניתרית

פרופ' אמיר ירון, נגיד בנק ישראל ויו"ר הוועדה המוניתרית¹ (בדיון ב-23 בינואר 2019)
ד"ר קרנית פלוג, נגידת בנק ישראל היוצאת אשר שימשה כיו"ר הוועדה המוניתרית² (למעט בדיון שהתקיים ב-23 בינואר 2019)
ד"ר נדן בודו-טרקטנברג, המשנה לנגיד בנק ישראל
מר אנדרו אביר, מנהל חטיבת השווקים
פרופ' ראובן גרונאו
פרופ' צבי הרקוביץ
פרופ' משה חזן

¹ פרופ' אמיר ירון החל לכהן כנגיד בנק ישראל וכיו"ר הוועדה המוניתרית בתאריך 24 בדצמבר 2018.
² ד"ר קרנית פלוג הפסיקה לכהן כנגידת בנק ישראל וכיו"ר הוועדה המוניתרית בתאריך 12 בנובמבר 2018.

משתתפים נוספים

- מר אדי אזולאי, ראש מטה הנגיד
מר דוד אטון, כלכלן ביחידה לניהול סיכונים, חטיבת השווקים (השתתף בדיון ב-3 באוקטובר 2018)
- מר טל ביבר, מנהל אגף שווקים, חטיבת השווקים (למעט בדיונים ב-1 באוגוסט וב-24 באוקטובר 2018)
- מר מיכאל בלנק, מנהל יחידת עסקאות, חטיבת השווקים (למעט בדיונים ב-15 באוגוסט וב-24 באוקטובר 2018)
- ד"ר גולן בניטה, מנהל יחידה לניהול אסטרטגי בחטיבת השווקים (למעט בדיונים ב-3 וב-24 באוקטובר 2018)
- גב' פרנסואז בן-צור, מנהלת האגף הפיננסי, חטיבת השווקים
גב' גניה דה מאיו, מנהלת היחידה לניהול סיכונים, חטיבת השווקים (למעט בדיונים ב-1 וב-15 באוגוסט 2018)
- מר דוד הופמן, כלכלן בכיר, חטיבת השווקים (השתתף בדיון ב-1 באוגוסט 2018)
- מר מרק יוחאי, כלכלן בכיר, חטיבת השווקים (למעט בדיון ב-15 באוגוסט 2018)
- מר דור לב, כלכלן, חטיבת השווקים (השתתף בדיונים ב-3 וב-24 באוקטובר 2018)
- מר רועי לוי, כלכלן ביחידה לניהול סיכונים, חטיבת השווקים
מר יואב סופר, דובר הבנק (השתתף בדיונים ב-24 באוקטובר 2018 וב-23 בינואר 2019)
- פרופ' מישל סטרבצ'ינסקי, מנהל חטיבת המחקר
גב' מיכל סיני לזיתן, המחלקה המשפטית (השתתפה בדיון ב-3 באוקטובר 2018)
- ד"ר עמית פרידמן, הנהלת החטיבה, חטיבת השווקים
גב' אסתי שורץ, מזכירת הוועדה המוניתרית והמועצה המינהלית



הקווים המנחים למדיניות ההשקעה של יתרות מטבע החוץ³ בתוקף מה 23 בינואר 2019

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 על פני זמן

במונחי מטבע המדידה שהבנק בחר בו – הנומרר (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).

אסטרטגיית ההשקעה של תיק היתרות תגובש תוך מתן משקל הן לפרופיל הסיכון ולביצועי תיק

היתרות בטווח הקצר והן לפרופיל הסיכון ולביצועי התיק בטווח הבינוני. וזאת בכפוף לעמידה

במגבלות הבטיחות והנזילות בכל רגע נתון.

2. חלוקת העבודה בין הוועדה המוניתרית לבין חטיבת 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, תעדכנם במידת

הצורך, ותעקוב אחר יישום מדיניות ההשקעה על ידי החטיבה.

³ 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, ותדווח לוועדה המוניתרית, 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 תיעץ לוועדה המוניתרית במילוי תפקידיה 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 הנומרי, המורכב מסל מטבעות אותו קובעת הוועדה. הרכב הנומרי⁴ נקבע על פי עקרונות המשקפים את המטרות של החזקת היתרות. העקרונות שלפיהם נקבע הרכב הנומרי 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 הנומרי 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 הנומרי 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 הנומרי יובא לדיון בוועדה המוניתרית.

מאחר שתשואת ההחזקה של תיק היתרות נמדדת במונחי הנומרי, יוגדר סל המטבעות המרכיב את הנומרי 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 שלשמן מוחזקות היתרות. בקביעת פרופיל הסיכון יעשה שימוש בניתוח תסריטים ובמגוון של כלים אנליטיים למדידת סיכון כגון VaR, CVaR ואחרים. פרופיל הסיכון יקבע על ידי הוועדה באופן תקופתי בהתאם לנסיבות המשתנות בשוק ההון העולמי.

⁴ הנומרי מוגדר במונחי יחידות מטבע (לדוגמא, X דולרים, Y אירו ו-Z לירות שטרלינג). היחס בין יחידות המטבע (בדוגמא, X:Y:Z) יקבע על ידי הרכב המטבעי של התיק (בדוגמא, % הדולרים בתיק, % האירו ו-% הליש"ט) כפי שייקבע על ידי הוועדה, ושערי החליפין של מטבעות הנומרי במועד ההחלטה.

פרופיל הסיכון יקבע כך שבהינתן 5% של התוצאות הגרועות ביותר, ממוצע ההפסד לא יעלה על 475 נ.ב. באופן של שנה. רמת סיכון זו נקבעה במטרה להגביל את הסיכון בטווח הקצר ולהגדיל את הסיכוי לעמידה ביעד שימור כוח הקנייה בטווח הבינוני.

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 17.5% מסך היתרות.
7. נגזרים 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 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 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 ⁵DVP (Delivery Versus Payment) בלבד.

(ה) סיכון הנזילות:

כדי לאפשר מענה מיידי לבעיות הפיננסיות המתעוררות בעת חרום יש להשקיע חלק הולם מהיתרות בנכסים הניתנים למימוש בסכומים גדולים, בהתראה 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 בלמעלה משלושה 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.

⁵ פעילות מסוג DVP הינה פעילות בה העברת התשלום והנכס מצד לצד מתבצעת בו זמנית ולכן סיכון האשראי בפעילות זו אפסי.

3. לפחות 45% מסך היתרות יושקעו באגרות חוב ממשלתיות.

(ו) ניהול פעיל וכללי ציות:

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 המוניטרית (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 בהריגות פסיביות

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