

דברי הסבר לדוחות הכספיים 2003

1. מבוא

פעילותו הכספית של בנק מרכזי שונה מזו של חברה מסחרית, משום שהיא נגזרת מתפקידיו השונים על פי חוק ולא נועדה בהכרח להשיג רווחים. מאזן הבנק ודוח הרווח וההפסד שלו משקפים עובדה זו, ולאורה יש לנתח אותם.

בשנת 2003, כבכל השנים האחרונות, התופעות הבולטות בדוחות הכספיים נובעות מכך שהרוב המוחלט של נכסי הבנק (92%) הם במטבע חוץ או צמודים למטבע חוץ, בעוד שרוב התחייבויותיו (96%) הן בשקלים. המקור להרכב זה הוא בעיקר בשנים

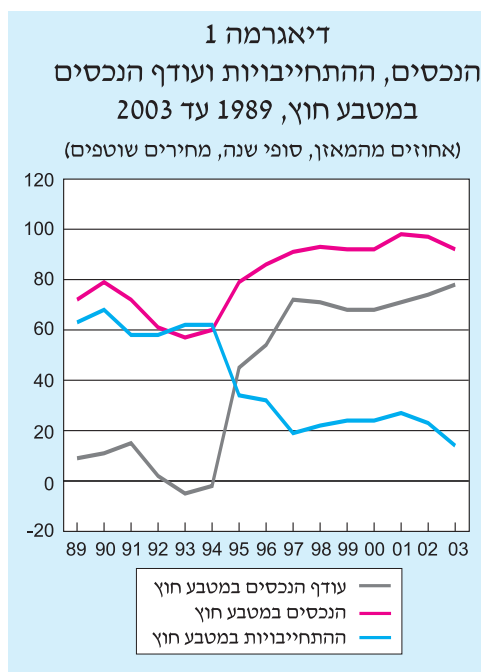
1998-1995, שבהן קבע הבנק ריבית מוניטרית גבוהה, כדי להשיג את יעד האינפלציה שקבעה הממשלה; הריבית הגבוהה הניעה את המגזר הפרטי לייבא מטבע חוץ, והבנק, כדי להגן על שער החליפין, כפי שנתחייב אז משיטת רצועת האלכסון, קנה כ-16 מיליארדי דולרים, וספג את השקלים שהוזרמו למשק כתוצאה מכך. יתרות מטבע החוץ של הבנק, שעמדו עד אז, במשך כעשור, על כ-4-7 מיליארדי דולרים, צמחו לכ-26-22 מיליארדי דולרים בשנים האחרונות (דיאגרמה 1), ומצרף הכלים המוניטריים העיקריים¹, שעד שנת 1995 כלל בעיקרו הלוואות, התהפך בכיוונו, והיום עיקרו פיקדונות מק"ם ופז"ק בסך כ-84 מיליארדי ש"ח.

לנוכח חוסר איזון זה בהרכב הנכסים וההתחייבויות של הבנק, מובן מדוע שינויי שער (בין השקל לדולר ובין הדולר למטבעות אחרים) והבדלים בתוואי ירידת (או עליית) הריבית בין המשקים השונים יכולים לחולל שינויים משמעותיים במאזן הבנק ובדוח הרווח וההפסד שלו (הנקובים בשקלים).

עליית הריבית השקלית גורמת באופן ישיר לעלייה בהוצאות הריבית על השימוש בכלים המוניטריים (בעיקר מק"ם ופז"ק). עליית

הריבית במטבע חוץ (בעיקר הריבית הדולרית) משפיעה באופן מורכב יותר, וזאת משום שעיקר הנכסים במטבע חוץ הם היתרות המושקעות בנכסים סחירים. מחד גיסא, מביאה עליית הריבית במטבע חוץ לגידול ההכנסות מריבית, אך מאידך, עלייה בתשואה גורמת לירידת ערכם של ניירות הערך, כלומר להפסדי שערות. ההשפעה המדויקת של צירוף שתי ההשפעות הסותרות תלויה בגורמים רבים, ביניהם אריכות התיק ותדירות עדכנו. בגלל חוסר האיזון המטבעי, נודעת השפעה רבה גם לפיחות (או לייסוף) של השקל מול המטבעות האחרים. עיקרה של השפעה זו הוא על השווי השקלי של יתרות מטבע החוץ ועל הרווחים מהפרשי שיערים.

1 מק"ם + פז"ק בניכוי הלוואות מוניטריות.



לוח 1

הפרשי שערים בגין התאמת יתרות הנקובות במטבע חוץ לשער היציג,

2003 ו-2002

(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)

2003	2002	
נכסים		
-3,471	12,258	יתרות מטבע חוץ
-12	11	אשראי לממשלה - קרנות דו-לאומיות
31	190	מוסדות כספיים בין-לאומיים
התחייבויות		
1,553	-1,489	פיקדונות הממשלה
121	-687	פיקדונות התאגידים הבנקאיים במטבע חוץ
-3	-100	מוסדות כספיים בין-לאומיים
13	-11	פיקדונות של הקרן הדו-לאומית
-501	449	התחייבויות אחרות-עסקות החלף בין השקל החדש לדולר של ארה"ב
-2,271	10,622	סך הכול
2,506	931	הפרשי שערים ממומשים
-4,777	9,691	הפרשי שערים לא ממומשים

2. קווי ההתפתחות העיקריים

בחודשים ינואר-מארס שרר במשק חוסר ודאות, שהתבטא בפער הריביות בין ישראל לארה"ב, בשער החליפין של הדולר ובמירווח הפיננסי שנדרש על איגרות החוב של ממשלת ישראל. שער החליפין הממוצע של הדולר לעומת השקל היה באותה תקופה 4.83 שקלים (עלייה של 2% לעומת השער הממוצע ברביע האחרון של שנת 2002).

פער הריביות בין ישראל לארה"ב ששרר באותה עת כ-7.65% (8.9% בישראל לעומת 1.25% בארה"ב), שיקף גורמים רבים וביניהם הסיכון הגבוה שיוחס למשק הישראלי. התשואות על איגרות החוב הממשלתיות עלו עלייה תלולה, והממשלה החליטה לדחות את גיוס הכסף בחו"ל. מסיבה זו כל מטבע החוץ שגויס ברביע הראשון (כחצי מיליארד דולרים) גויס על ידי מכירת בונדס.

בתחילת חודש אפריל, עם אישור התכנית הכלכלית של משרד האוצר, הניצחון של ארצות הברית בעיראק והסכמתה לתת לישראל ערבויות בסך תשעה מיליארדי דולרים, התחולל מפנה בשווקים הפיננסיים. פרמיית הסיכון של מדינת ישראל ירדה, ומשקיעים זרים החלו לרכוש איגרות חוב ישראליות.

הגברת האמון של השווקים הפיננסיים בכלכלת ישראל תרמה לירידת עלות גיוס ההון של הממשלה, הן בשקלים והן במטבע חוץ. השקל יוסף בשיעור משמעותי (עד

4.31 שקלים לדולר בסוף חודש יוני) והציפיות לאינפלציה ירדו ירידה חדה. יציבות זו אפשרה לבנק ישראל להוריד את הריבית המוניטרית ברציפות ובמידה משמעותית, מ-8.9% בחודש מארס עד ל-4.8% בסוף שנת 2003 (4.1 נקודות אחוז) בלי לגרום לעליית שער החליפין. (בחודש דצמבר 2002 היה שיעור הריבית 9.1%).

למרות ירידת הריבית היה שיעור ההמוצע בשנת 2003 גבוה מזה של 2002, כפי שיתואר בהמשך, ולכן עלו הן ההכנסות מפיקדונות הממשלה בשקלים (הנמצאים ביתרת חובה) והן ההוצאות על מצרף הכלים המוניטריים. (ההוצאות גדלו ב 30% למרות עלייה של כ-8% בלבד בגודל המצרף).

במהלך השנה לוותה הממשלה כ-3 מיליארדי דולרים, נוסף על גיוס באמצעות הבונדס. בחודש יוני היא גייסה 0.75 מיליארד דולרים ללא הערבויות (אף כי גם גיוס זה נעזר באווירה החיובית שיצרו הערבויות), ובמחצית השנייה של השנה גייסה במסגרת הערבויות עוד 2.3 מיליארדים. הגיוסים המוגברים הביאו את יתרות מטבע החוץ בסוף השנה לשיא של 25.8 מיליארדי דולרים (עלייה של 2.1 מיליארדים לעומת סוף שנת 2002). עם זאת, כתוצאה מהייסוף המשמעותי של השקל לעומת הדולר (כ-7.6% לעומת שערן בסוף שנת 2002), נרשמה עלייה קלה בלבד ביתרות במונחי מטבע מקומי (כ-0.8 מיליארד ש"ח).

גם במהלך שנת 2003 המשיך הדולר להיחלש כנגד המטבעות העיקריים (תהליך שהחל בשנת 2001). בסך הכול נרשמה השנה ירידה של כ-17% לעומת האירו וכ-10% לעומת הלי"ש. שיטת ניהול היתרות שהייתה נהוגה בבנק ישראל עד סוף שנת 2003 שמרה על הרכב מטבעי קבוע, כך שאם אחד המטבעות התחזק לעומת האחרים, מכר הבנק חלק מהנכסים במטבע זה כדי לחזור להרכב המטבעי שהוגדר. לפיכך, היחלשות הדולר מול כל המטבעות העיקריים (בעיקר מול האירו) גרמה למכירות נכסים במטבעות אלו ולקניית נכסים דולריים. הפרשי השערים בגין המימושים האלה תרמו השנה להכנסות הבנק 2.5 מיליארדי ש"ח.

עם הסרת תקרת המק"ם בדצמבר 2001, החל הבנק, בהדרגה, להגביר את השימוש במק"ם על חשבון הפז"ק, תוך התאמת יתרת המצרף מק"ם-פז"ק לרמה שתקוז את הזרמת הממשלה. הסיבה להעדפת המק"ם היא היותו כלי סחיר ונוזל; בזאת הוא תורם, מחד גיסא, לביסוס התשתית לשוק כספים לטווח קצר, ומאידך מגדיל את היעילות של כלי המדיניות המוניטרית. בשנת 2003 הוגדלה יתרת המק"ם בכמיליארד ש"ח בכל חודש, וכנגדה הורדה יתרת הפז"ק במהלך השנה בכארבעה מיליארדים. בסך הכול עלתה יתרת המצרף הממוצעת מ-71 מיליארדי ש"ח בשנת 2002 ל-79 מיליארדים בשנת 2003 (מ-77 מיליארדי ש"ח ל-84 מיליארדים בסופי שנים). בסוף שנת 2003 היווה המק"ם כ-65% מהמצרף, לעומת 56% בשנת 2002 ו-44% בשנת 2001.

ההלוואות המוניטריות עומדות השנה בממוצע על כ-0.8 מיליארד ש"ח, כבכל השנים האחרונות.

יתרת ההחלף נשארה אף היא 1.4 מיליארדי דולרים, כמו בשנים האחרונות, והשימוש בו נמשך בעיקר כדי לשמר את מיגון הכלים המוניטריים שבידי הבנק. השנה, כמו בכל השנים האחרונות, נמשכה התופעה של יתרת חובה בפיקדונות השקליים של הממשלה ויתרת זכות גדולה יותר בפיקדונותיה במטבע חוץ. אף שסך

היתרה של כל פיקדונות הממשלה למימון התקציב היה חיובי (כ-10 מיליארדי שקלים בממוצע בשנת 2003) היו לממשלה בסך הכול הוצאות ריבית נטו, בסך 0.7 מיליארד ש"ח, על פיקדונותיה. ירידת הדולר ב-7.6% לעומת השקל גרמה לממשלה הפסדים בסך 1.6 מיליארדי ש"ח בגין הפרשי שער. הממשלה יכלה להקטין את הוצאותיה לאורך זמן לו המירה חלק מחשבונה במטבע חוץ לשקלים.

בסיס הכסף, הכולל שטרי כסף ומעות שבמחזור ופיקדונות עו"ש של הבנקים בבנק ישראל, גדל השנה בכ-3.6 מיליארדי ש"ח (לוחות 3 ו-5). ברביע הראשון של השנה ספגה הממשלה באמצעות גיוס הון מקומי, וזאת בגלל התחזית לגירעון תקציבי גבוה במיוחד (כ-6 אחוזי תל"ג) והמירווחים הגדולים בשוקי חו"ל, שגרמו לדחיית הגיוסים במטבע חוץ, ואילו בהמשך השנה היא הוזרימה בהיקף ניכר. עיקר ההזרמה הייתה בחודשים יוני, ספטמבר ודצמבר. במקביל התבצע בחודשים אלו עיקר הגיוס במטבע חוץ.

סך שטרי הכסף והמעות במחזור גדל בשנת 2003 ב-1.1 מיליארדי ש"ח, בדומה לגידולם בשנת 2002.

* * *

בשנת 2003 היו לבנק ישראל רווחים נקיים בסך 0.3 מיליארד ש"ח, לעומת 1.7 מיליארדים אשתקד. הרכיב העיקרי בהכנסות הבנק הוא ההכנסות מיתרות מטבע החוץ, שמרביתן

לוח 2 אינדיקטורים לרווחים של בנק ישראל, 1990 עד 2003

השנה	הרווח (ההפסד)	הפרשי שער ¹ ממומשים ¹	עודף הנכסים במטבע חוץ בסוף השנה	שינוי שער סל המטבעות במהלך השנה	מק"ם ופז"ק בניכוי הלוואות מוניטריות ליום 31 בדצמבר	שיעור הריבית (ממוצע שנתי) הלוואות מוניטריות
	מיליארדי ש"ח (מחזירים שוטפים)	מיליארדי דולרים	אחוזים	מיליארדי ש"ח (מחזירים שוטפים)	פז"ק	אחוזים
1990	1.5	0.5	1.5	10.6	-	14.4
1991	1.9	0.8	2.0	11.2	-1	15.5
1992	1.7	0.6	0.3	16.3	-5	12.1
1993	1.3	-0.2	-0.8	6.3	-10	10.7
1994	1.8	0.4	-0.3	5.7	-8	12.7
1995	2.5	1.4	6.0	6.3	9	14.9
1996	-0.5	0.5	8.6	1.6	21	16.2
1997	-1.1	2.1	17.5	4.1	51	13.9
1998	10.9	13.1	18.4	20.4	63	11.9
1999	-8.7	-3.5	17.7	-3.2	73	12.2
2000	-6.7	-3.7	18.0	-5.5	80	9.4
2001	0.9	0.1	18.7	7.0	79	6.9
2002	1.7	0.9	20.2	13.0	77	7.0
2003	0.3	2.5	23.0	-1.6	84	7.5

(1) עד שנת 1999 הוגדרו כל הפרשי השערים כממומשים.

מושקעות באיגרות חוב סחירות. בשנת 2003 פעלו שני גורמים שצמצמו את הכנסות בנק ישראל מיתרות מטבע חוץ. הריביות היו נמוכות מאלו ששררו בשנת 2002, ואילו התשואות על איגרות החוב עלו. (מחיריהן ירדו). הריבית הדולרית הממוצעת השנה הייתה נמוכה בכמחצית אחוז מזו של 2002, ולכן ירדו ההכנסות מריבית ב-1.1 מיליארדי ש"ח. עליית התשואות גרמה לירידה של כ-1.3 מיליארדי ש"ח ברווחי ההון הממומשים. כיוון שדוחות הבנק נקובים בשקלים, ואילו רוב תיק הנכסים של הבנק מוחזק בנכסים דולריים, נזקף חלק מהירידה ברווחים להיחלשות הדולר כנגד השקל ב-7.6%. התחזקות האירו כנגד השקל ב-11% קיזזה מעט השפעה זו.

הרכיב העיקרי בהוצאות הבנק הוא תשלומי ריבית על המק"ם והפז"ק. על אף ירידת הריבית במהלך השנה (בכ-4 נקודות אחוז), הריביות הממוצעות על הפז"ק והמק"ם היו גבוהות מאלו של השנה הקודמת (7.5% ב-2003 לעומת 7% ב-2002 בפז"ק ו-7.1% לעומת 6.4% במק"ם). הירידה ביתרת הפז"ק קיזזה את ההשפעה של עליית ריבית הממוצעת עליו, ולכן תשלומי הריבית על הפז"ק השנה דמו לאלו של 2002, כ-2.3 מיליארדי ש"ח. לעומת זאת במק"ם עלתה היתרה הממוצעת, ולכן עלו הוצאות הריבית בגינו (בניכוי ההוצאות בגין השינויים במק"ם) בכ-1.2 מיליארדי ש"ח.

לוח 3
בסיס הכסף ויתרות מטבע החוץ בבנק ישראל – שינויים ומקורות לשינויים, ער 1998 עד 2003
(מיליונים, מחירים שוטפים)

השנים בניתוח מטבע חוץ	תרומות המגורים לזרובות		התאמות	פעילות הבנקים במטבע חוץ עם בנק ישראל				השינוי בבסיס הכסף						השנה
	המגור הצבורי	המגור הפרטי		העברות מחו"ל (+) מזר"ל (-)	גידול (+) בפקידונות הבנקים בבנק ישראל	העברות (+) של המגור לכנסים	מכירות (-) של הבנקים בבנק ישראל	התאמות	הזרובות (+) מזרובות מחו"ל בבנק ישראל	הזרובת (+) בנק ישראל	הזרובות (+) הממשלה והמוסדות הלאומיים	השנים בבסיס הכסף		
(13)-(11-12)	(12)	(11)-(9+10)	(10)	(9)	(8)	(7)	(6)-(8-9-7)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)-(2+3+4+5)		
↑↓														השנה
(דולרים)														
2,342	2,399	-57	-343	286	-369	-163	-492	-741	1,746	-2,664	1,901	242	1998	
-159	-806	647	-197	844	585	-259	-	225	-	-365	4,067	3,927	1999	
649	1,041	-392	-275	-117	-462	-345	-	311	-	2,729	-2,729	311	2000	
17	122	-105	-216	111	91	-20	-	-700	-	7,675	-2,611	4,364	2001	
489	1,840	-1,351	-186	-1,165	-982	184	-	-1,763	-	9,265	-6,065	1,437	2002	
2,118	3,322	-1,204	27	-1,231	-896	335	-	-1,337	-	1,425	3,479	3,567	2003	
-559	-58	-501	-80	-421	-384	36	-	-533	-	-3,447	4,298	318	2002*	
-186	538	-724	-65	-659	-674	-15	-	-227	-	3,449	-1,920	1,302	I	
603	1,179	-575	87	-663	-513	150	-	-249	-	-1,534	754	-1,029	II	
676	725	-49	2	-51	36	87	-	-358	-	-1,018	1,669	292	III	
1,025	880	144	3	142	255	113	-	-503	-	528	2,976	3,002	IV	

הערות לטורים:

(5) ההתאמות כוללות:

העברות של המסדות הלאומיים מחו"ל, המתבצעות באמצעות הבנקים, אך מוגדרות כהתאמות המגור הצברוי (בטור 2). תפוללים ותשלומים מקומיים של בנק ישראל והממשלה במטבע חוץ למגור הפרטי, כרוגות תקבילי מס הכנסה במטבע חוץ, אינם משנים את בסיס הכסף, שכן הם מתעברים במשקל ממוגור הפרטי לממשלה, מצד אחד הם מוגדרים כספוג של הממשלה, ואילו מהצד האחר הם מוגדרים כהתאמה של המגור הפרטי ליתרות מטבע החוץ (אך אינם עוברים דרך חדר העסקאות של בנק ישראל).

(7) עסקות החלף (swap) מחו"ל ותשלומים מקומיים אחרים במטבע חוץ.

(8) העברות של המגור הצברוי מחו"ל באמצעות הבנקים, בנק העברות של המסדות הלאומיים.

(9) כולל את תשלומי מס ההכנסה של המגור הפרטי במטבע חוץ.

(10) העברות של הממשלה והמסדות הלאומיים מחו"ל והכנסות בנק ישראל מיתרות מטבע החוץ (הכנסות מריבית, רווחי הון והפרשי שערים צולבים בין הדולר למטבעות חוץ אחרים).

(11) כולל את השינוי בריבית שגובהה על יתרות מטבע החוץ.

(12) כולל את השינוי בריבית שגובהה על יתרות מטבע החוץ.

*

3. סעיפים נבחרים

א. יתרות מטבע החוץ

רוב נכסי הבנק הם יתרות מטבע החוץ, וגם נכסי הבנק האחרים צמודים ברובם למטבע חוץ. הרכב נכסים זה מדגיש את ההשפעה המרכזית שיש לתנודות שער ולשינויים אחרים בכלכלה העולמית (למשל בריבית) על דוחות הבנק.

בעבר מטרתו העיקרית של הבנק בהחזקת היתרות הייתה לספק את הנוזלות הדרושה לניהול משטר שער החליפין, וכן להוות "כרית בטחון" למצב חירום לאומי. באותן שנים שרר משטר של שער חליפין קבוע או מנוהל בתוך רצועת ניווד צרה, אשר שימש עוגן לרמת המחירים במשק, ולפיכך נאלץ בנק ישראל להתערב לעיתים במסחר במטבע חוץ. כדי לשמר את כוח הקנייה הריאלי של היתרות, נקבע ההרכב המטבעי שלהן באותה תקופה על פי שני גורמים: ההתפלגות הגיאוגרפית של היבוא למשק וההרכב המטבעי של שירותי החוב של המשק.

במהלך שנות התשעים חלו שינויים רבים בסביבה הכלכלית בישראל – אימוץ מדיניות של יעד אינפלציה מוצהר, הגמשה הדרגתית של משטר שער החליפין עד לניודו המלא למעשה וביטול הפיקוח על מטבע חוץ. שינויים אלו הניעו את בנק ישראל להגדיר מחדש את תפקידיהן של יתרות מטבע החוץ.

כיום מוגדרים שני סוגי תפקידים ליתרות:

(1) שימושים אפשריים שלהן;

(2) תועלות למשק הישראלי הנובעות מעצם קיומן של יתרות מטבע חוץ בהיקף מסוים.

השימוש העיקרי ביתרות הוא מכירתן לממשלה לצורך שירות חובותיה (מעבר לשימוש בפיקדונותיה במטבע חוץ); אך קיימים גם שימושים אפשריים נוספים, ובראשם מכירתן לצורך מימון יבוא בשעת חירום והיותן כלי עזר לניהול מדיניות בנק ישראל בתחום יציבות השווקים הפיננסיים ובשוק מטבע החוץ ומכשיר המסייע ליישום המדיניות המוניטרית.

התועלת בעצם קיומה של רמת יתרות גבוהה היא, בין השאר, בהקטנת ההסתברות למשבר בשוק מטבע החוץ ובשיפור מעמדה של המדינה בסביבה הפיננסית הבין-לאומית, שכן גופים בין-לאומיים כגון קרן המטבע וחברות דירוג האשראי נוטים להתייחס לגודל היתרות בבואם לדרג את היציבות הפיננסית של המדינה.

הגדרת תפקידי היתרות איננה תיאורטית גרידא, אלא משמשת בסיס לקביעת רמתן הרצויה וכן לקביעת "הנומרי המטבעי", שהוא ההרכב המטבעי אשר לפיו מנוהלות היתרות: הרכב זה נגזר, החל מדצמבר 2003, מההתפלגות המטבעית של השימושים האפשריים של היתרות.²

2 סקירה מפורטת על תפקידיהן של היתרות בעידן הנוכחי ועל השקעת יתרות מטבע החוץ ראו בחלקה של מחלקת מטבע חוץ בדוח זה.

לוח 4
יתרות מטבע החוץ - סך הכול, ההכנסות, הפרשי השערים והתשואה,
2001 עד 2003

שיעור השינוי					
2003	2002	2003	2002	2001	
סך כל יתרות מטבע החוץ					
(אחוזים)		(מיליוני דולרים)			
9	2	25,788	23,669	23,181	סוף השנה
-	2	23,826	23,943	23,569	ממוצע שנתי
ההכנסות והפרשי השערים					
		(מיליוני שקלים)			
		-276	17,880	13,655	סך הכול
		3,195	5,622	6,268	ריבית ורווחי הון
		-8,177	7,192	8,500	הפרשי שערים בין הש"ח לדולר
		4,706	5,066	-1,113	הפרשי שערים צולבים בין הדולר למטבעות חוץ אחרים
		(מיליוני דולרים)			
		1,740	2,212	1,194	סך הכול
		707	1,172	1,465	ריבית ורווחי הון
		1,033	1,040	-271	הפרשי שערים
		(אחוזים)			שיעורי התשואה ¹
		-1.3	17.8	14.9	במונחי שקלים סך הכול
		2.2	5.2	6.4	ריבית ורווחי הון
		-3.4	12.1	8.0	הפרשי שערים
		-11.4	-7.3	10.6	במונחי אירו סך הכול
		6.7	9.9	5.1	במונחי דולרים סך הכול
		2.2	5.2	6.4	ריבית ורווחי הון
		2.2	5.2	6.4	במונחי השימושים ² של יתרות מטבע החוץ
		1.9	5.0	6.1	"תשואת הסמן" ("benchmark")

(1) שיעורי התשואה המוצגים במונחים שנתיים, על בסיס חישוב יומי, מתייחסים להכנסות מיתרות מטבע חוץ, כולל רווחים או הפסדים כתוצאה משינויים במחירי השוק.

(2) ההרכב הגיאוגרפי של היבוא וההרכב המטבעי של פירעון החובות של המשק.

התשואות על היתרות

בנק ישראל משקיע את יתרות מטבע החוץ בעיקר בנכסים סחירים בעלי אופק השקעה ממוצע קצר יחסית. זאת כדי להבטיח רמה נאותה של נזילות, ולמנוע סיכון של תנודות גדולות בערך התיק כתוצאה מתנודות אפשריות בשווקים הפיננסיים. אופק ההשקעה הממוצע של תיק היתרות עמד מאז שנת 1999 על כ-16 חודשים. לקראת סוף 2002 הוקטנה אריכות חלקו הדולרי של התיק ל-11 חודשים, וזאת בגלל עליית הסיכון של קבלת תשואת החזקה שלילית על ההשקעות בשוק האמריקאי, על רקע הרמה הנמוכה מאוד של התשואות-לפדיון בשוק זה.

התשואה השנתית של היתרות עמדה השנה על 2.2%. התשואה נמדדת במונחי ההרכב המטבעי של השימושים של היתרות, ולא במונחי מטבע ספציפי זה או אחר. השרירותיות שבמידת התשואה במונחי מטבע חוץ ספציפי בולטת כשבוחנים את התשואה במונחי דולרים (6.7 אחוזים השנה) ואת התנודתיות הגבוהה של התשואה לאורך השנים במונחי כל אחד מהמטבעות האלה (לוח 4). במונחי שקלים הייתה התשואה השנה שלילית, 1.3%-, ושיקפה את השפעת התחזקותו של השקל לעומת ההרכב המטבעי של השימושים.

תשואת היתרות השנה הושפעה במידה רבה מהרמה הנמוכה של התשואות-לפדיון, בעיקר בשוק האמריקאי. רמה נמוכה זו היא תוצאה של המדיניות המוניטרית המרחיבה, שננקטה בארה"ב החל משנת 2001, אשר הביאה את התשואות לפדיון בשוק האמריקאי כבר בסוף 2002 לרמות נמוכות מאוד. רמתן הנמוכה מקטינה את רכיב ההכנסה השוטפת הכלול בתשואת ההחזקה וכך מפחיתה את התשואה. גורם נוסף שהשפיע על תשואת ההחזקה הוא השינויים בתשואות-לפדיון בשוקי החוץ. בארה"ב ובאירופה ירדו התשואות-לפדיון במהלך המחצית הראשונה של 2003, בהמשך לירידתן בשנה הקודמת. במחצית השנייה השנה התהפכה המגמה והתשואות-לפדיון עלו. ירידת התשואות מתבטאת בעליית מחיריהן של איגרות החוב, ועלייתן מתבטאת בירידת המחירים. לכן תרומתם של השינויים בתשואות-לפדיון במשך השנה לתשואת ההחזקה הייתה חיובית במחצית הראשונה של השנה ושלילית במחצית השנייה.

את התשואה שהושגה על השקעת היתרות משווים לתשואת הסמן (benchmark). הסמן הוא תיק היפותיטי, הכולל נכסים שונים ומשקף את אסטרטגיית ההשקעה ארוכת הטווח של הבנק. אופק ההשקעה הממוצע של הסמן עמד בשנים האחרונות על 16 חודשים. לקראת סוף 2002 הוחלט, כאמור, להקטין את אריכות הרכיב הדולרי של הסמן ל-11 חודשים. תשואות השוק של הנכסים הכלולים בסמן, בכל המטבעות, משוקללות על פי משקליותיהם של הנכסים בסל השימושים. התשואה על השקעת היתרות בפועל ב-2003, 2.2%, הייתה גבוהה מזו של הסמן - 1.9% - הפרש המשקף את תרומתן של החלטות ההשקעה. התרומה מושגת על ידי ניצול דרגות החופש לסטיות מההרכב המטבעי של השימושים, מאריכות הסמן ומהרכבו הנכסי. דרגות חופש אלו מצומצמות יחסית.

בדוחות הבנק המוצגים בשקלים, ניתן ביטוי משמעותי לשינויים שחלו בשער השקל לעומת המטבעות הזרים, שינויים שכאמור אינם מובאים בחשבון בעת ניהול התיק.

השינויים בשערי המטבעות

התופעה המרכזית בשוקי המטבע העולמיים בשנה הנסקרת הייתה המשך היחלשות הדולר מול כל המטבעות העיקריים בעולם ובעיקר מול האירו. היחלשות הדולר נמשכת זה שלוש שנים. כך ירד הדולר משיא של 0.825 דולר לאירו בסוף שנת 2000 (26/10/2000), ל-1.05 דולר לאירו בסוף שנת 2002, ועד 1.26 דולר לאירו (20%) בסוף שנת 2003, והמשיך להיחלש בתחילת 2004. היחלשות הדולר לעומת השקל ב-7.6% הביאה לכך ששווי השקלי של התיק כמעט לא השתנה, למרות גידול משמעותי של שווי במונחים דולרים.

מדיניות ניהול היתרות מצריכה כאמור חזרה להרכב המטבעי הניטרלי. לפיכך מומשו נכסים באירו ובלי"ש, שהתחזקו מול הדולר. הפרשי שערים הממומשים הסתכמו ב-2.5 מיליארדי ש"ח.

השינויים ביתרות מטבע החוץ והגורמים להם

השינויים ביתרות מטבע החוץ נובעים מפעולות הממשלה והמוסדות הלאומיים, מפעולות המגזר הפרטי במטבע חוץ ומהשקעת היתרות.

יתרות מטבע החוץ גדלו במהלך השנה ב-2.1 מיליארדי דולרים, בעיקר בזכות הגיוסים הגדולים של הממשלה במטבע חוץ. גיוסי הממשלה (חוץ מהבונדס) החלו רק במהלך חודש יוני, לאחר מתן ערבויות של ארה"ב בסך תשעה מיליארדי דולרים לשנים 2003-2005³

הערבויות

ב-2003 הצליחה הממשלה לגייס כ-3 מיליארדי דולרים בריביות נמוכות במיוחד - 2.3 מיליארדים בעזרת הערבויות ועוד 0.75 מיליארד בשוק הגלובל. זאת לעומת כ-0.4 מיליארד דולרים בלבד בכל אחת מהשנים הקודמות. על חשיבות הערבויות שהעניקה ממשלת ארה"ב להצלחת גיוס הכסף מעידה העובדה שלפני אישורן לא גייסה ממשלת ישראל השנה בחו"ל כלל ועיקר.

הסיוע

כמו ברוב השנים האחרונות הסיוע שהתקבל ב-2003, בסך 0.4 מיליארד דולרים, הוא יתרת הסיוע של השנה הקודמת, וזאת בגלל עיכוב באישור התקציב האמריקאי. (סך הסיוע לשנת 2002 עמד על 0.6 מיליארד דולרים. הסיוע של שנת התקציב 2003, בסך 0.48 מיליארד אמור להתקבל בשנת 2004). הסיוע המוצג בספרי הבנק הוא בעיקר הסיוע האזרחי, הפוחת בכל שנה ב-120 מיליוני דולרים ואמור להסתיים בשנת 2006. הסיוע הביטחוני, בסך 2.2 מיליארדים, משמש ברובו לתשלום ישיר לספקים עבור יבוא ביטחוני, והממשלה אינה מפקידה אותו בבנק ישראל. חלק הסיוע הביטחוני המופקד בבנק ישראל עומד על כ-0.5 מיליארד דולרים בכל שנה.

3 גם הגיוס החופשי נעזר באוירה החיובית שנוצרה בשווקים עם קבלת הערבויות.

הבונדס

על פי הרישום בתקציב המדינה התקבלו השנה מהנפקות בונדס כ-1.6 מיליארדי דולרים. התמורה הייתה גדולה יותר מאשר בכל השנים האחרונות, וזאת בזכות אווירת התמיכה של יהדות העולם בישראל, לנוכח מלחמת הטרור הפלשתינית. רק חלק מהגיוס באמצעות הבונדס מופיע בספרי הבנק, והשאר משמש לתשלומים בחו"ל. חשיבותו של ארגון הבונדס באה לידי ביטוי בעיקר ברביע הראשון של השנה, שבו כל הגיוס במטבע חוץ היה באמצעות הבונדס.

כנגד זאת היו לממשלה הוצאות במטבע חוץ בסך 3 מיליארדי דולרים, שעיקרן החזר חובות עבר של המדינה ותשלומי ריבית.

בסך הכול תרמה הממשלה ליתרות מטבע החוץ כ-1.5 מיליארדי דולרים נטו (ב-2002 - 0.5 - מיליארד).

המגזר הפרטי תרם תרומה שלילית ליתרות מטבע החוץ, בעיקר עקב ביטול חובת הנזילות המשנית במטבע חוץ (הנמ"ב). ביטול הנמ"ב הקטין את יתרות מטבע החוץ ב-0.9 מיליארד דולרים בשנה הנסקרת. (ראו להלן "חשבונות התאגידים הבנקאיים"). תרומת בנק ישראל ליתרות מטבע החוץ - תקבולים בפועל והפרשי השערים, בניכוי ההעברות למוסדות בחו"ל - הסתכמה השנה ב-1.4 מיליארדי דולרים (בשנת 2002 - 2 מיליארדים). ניהול היתרות תרם 1.7 מיליארד דולרים (בשנת 2002 - 2.3 מיליארדים), ולעומת זאת הוצאו 0.4 מיליארד דולרים כהשתתפות במוסדות כספיים בין-לאומיים.

ב. חשבונות הממשלה

על פי סעיף 57(א) לחוק בנק ישראל "הבנק יהיה הבנקאי והסוכן הפיסקלי היחיד של הממשלה בישראל". לפיכך מנהלת הממשלה את כל חשבונותיה במטבע מקומי ואת חלק מחשבונותיה במטבע חוץ בבנק ישראל.

סך כל פיקדונות הממשלה נשאר בשנת 2003 כפי שהיה בשנת 2002 - כ-8 מיליארדי ש"ח. יתר על כן, גם הרכיבים נשארו דומים - 12.5 מיליארדי ש"ח יתרת חובה בחשבון השקלי כנגד 20.5 מיליארדים בחשבון במטבע החוץ. עקב השתנות תנאי הריבית היו לממשלה הוצאות ריבית נטו בסך 0.7 מיליארד ש"ח על חשבונותיה (בשנת 2002 - 0.1 מיליארד). הממשלה גייסה השנה כ-3 מיליארדי דולרים בעזרת הערבויות (נוסף על איגרות הבונדס) וקיבלה כ-0.4 מיליארד דולרים כסיוע אזורי ו-2.2 מיליארד כסיוע ביטחוני. (לפירוט ראו הפרק על יתרות מטבע החוץ).

פיקדונות הממשלה בבנק ישראל מסווגים לשלושה סוגים: (א) פיקדונות הממשלה למימון התקציב; (ב) פיקדונות אחרים; (ג) מילווה קצר מועד, שהוא פיקדון של הממשלה רק באופן פורמלי. מ-1994 ואילך הפיקדונות השקליים נמצאים ביתרת חובה⁴, ואילו הפיקדונות במטבע חוץ נמצאים ביתרת זכות הגדולה מיתרת החובה של הפיקדונות השקליים. אמנם סך פיקדונות הממשלה המשמשים למימון התקציב נמצאים ביתרת

4 במהלך התקופה היו ימים ספורים שבהם הם היו ביתרת זכות.

לוח 5

פיקדונות הממשלה בבנק ישראל - השינויים והגורמים לשינויים, 2001 עד 2003
(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)

2003	2002	2001	
היתרות בסופי שנים			
			פיקדונות הממשלה למימון התקציב
-12,626	-12,400	-14,951	במטבע מקומי
20,619	20,316	18,884	במטבע חוץ
7,993	7,916	3,933	סך כל פיקדונות הממשלה למימון התקציב
325	236	326	פיקדונות אחרים ¹
8,318	8,152	4,259	סך הכול
166	3,893	-2,861	השינוי השנתי בפיקדונות הממשלה
הגורמים לשינויים			
6,686	-2,634	-5,811	תרומת הממשלה ליתרות מטבע החוץ ²
-1,966	7,635	4,341	ספיגת הממשלה
-4,615	-1,161	-1,369	התנועות הכספיות בין הממשלה לבנק ישראל ³
61	53	-22	התאמות ⁴

(1) פיקדון ייצוב שערים במטבע מקומי, פיקדון אחר במטבע חוץ וצבירת ריבית על פיקדונות הממשלה.
(ראו ביאור 10 - "פיקדונות הממשלה").

(2) הכנסות והוצאות של הממשלה בחו"ל, קבלת ופירעון הלוואות של הממשלה בחו"ל.

(3) תשלום ריבית ופדיון איגרות חוב ממשלתיות המוחזקות בידי בנק ישראל; עמלות שונות מהממשלה; אשראי לממשלה - תשלום ריבית, פירעון קרן ותשלום הפרשי הצמדה וריבית על פיקדונות הממשלה (בשקלים ובמטבע חוץ); הפרשי שערים על פיקדונות הממשלה במטבע חוץ; העברת רווחי בנק ישראל.

(4) כולל: ריבית שנצברה על פיקדונות הממשלה לסוף השנה; תשלומי ריבית של הממשלה על אשראי לממשלה בגין קרנות דו-לאומיות (תשלומים אלו כלולים ב"הזרמת הממשלה", אך נכללו, בלוח זה, גם ב"תנועות כספיות בין הממשלה לבנק ישראל"); פדיון איגרות בונדס לתיירים השוהים בישראל. (הפדיון מקטין את הפיקדונות השקליים של הממשלה, אך אינו כלול בהגדרת "הזרמת הממשלה").

זכות, ובזאת עומדת הממשלה בדרישות חוק אי ההדפסה⁵, אולם צורת החזקה זו של החשבונות כרוכה בעלויות גדולות וגורמת לחשיפה מטבעית מיותרת.

ריבית הפריים שהממשלה משלמת על חשבונותיה השקליים שבתרת חובה (8.9% בממוצע בשנת 2003) גבוהה מריבית הזכות שהיא מקבלת על חשבונותיה במטבע חוץ, ששיעורה כשיעור איגרות חוב אמריקאיות אשר מועד פדיון בעוד 6 חודשים (1.18% בשנת 2003). בגלל פערי הריבית בין הדולר לשקל רושמת הממשלה בכל שנה הוצאות ריבית ניכרות על סך חשבונותיה. זאת אף על פי שהיתרה הכוללת של החשבונות היא, כאמור, בזכות.

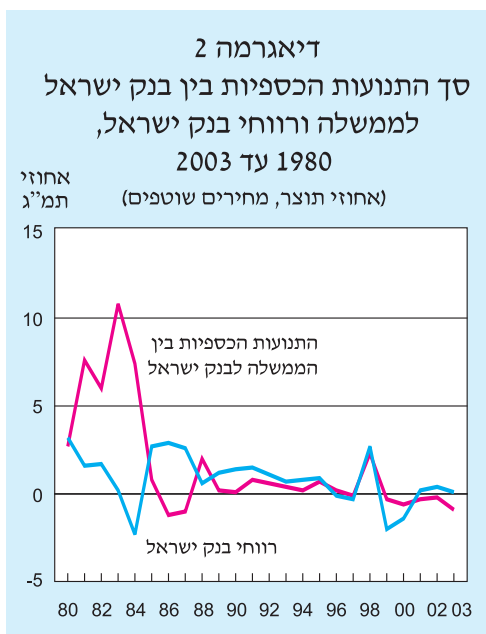
לצורת ניהול זו הייתה בשנת 2003 עלות גבוהה: אף שבמהלך השנה היו סך כל חשבונות הממשלה ביתרת זכות ממוצעת של כ-10 מיליארד ש"ח, שילמה הממשלה ריבית בסך 0.7 מיליארד ש"ח. מעבר להפסדי הריבית גורמת צורת ניהול זו של החשבונות לתנודתיות רבה בשווי השקלי של היתרות. בגלל התלות בשער החליפין של הדולר: ירידת שער הדולר לעומת השקל מקטינה את יתרת החשבונות במונחי מטבע מקומי, ובעבר אף היו ימים בוודים שבהם היתרה הכוללת הייתה שלילית. בגלל ייסוף השקל לעומת הדולר השנה, הרי שלמרות עלייה של 0.4 מיליארד דולרים ביתרת חשבונות הממשלה, לא השתנתה יתרת החשבונות למימון התקציב במונחי שקלים אלא במידה שולית. ירידה של 7.6% בשער הדולר גרמה להפסד נוסף של כ-1.6 מיליארדי ש"ח בגין הפרשי שער על חשבונות הממשלה במטבע חוץ.

בפיקדונות השקליים של הממשלה יש תנודתיות קבועה בעלת תדירות חודשית: בתחילת החודש היתרה יורדת מאוד, בעיקר עקב תשלום משכורות, ובאמצע החודש היא גדלה, הודות לגביית מסים.

המשרעת של התופעה היא כ-10 מיליארדי ש"ח. בדרך כלל, ירידה בפיקדונות השקליים של הממשלה, משמעותה הזרמה, ועלייה בהם משמעותה ספיגה; לפיכך, כדי לשמור רמת נזילות קבועה בשוק, פועל בנק ישראל ל"החלקת" התופעה האמורה, באמצעות כלים מוניטריים שונים, ובראשם מכרזי הפז"ק (היומי והשבועי).

המק"ם הוא למעשה כלי מוניטרי של בנק ישראל ומהווה פיקדון ממשלתי רק באופן פורמלי. בעבר לא הופרד המק"ם מפיקדונות הממשלה האחרים. ב-1996 הוכנס תיקון לחוק המק"ם, שלפיו "הממשלה לא תהיה רשאית להשתמש בתמורת איגרות החוב שנמכרו לבנק ישראל אלא לשם פירעון המילווה לפי חוק זה או לתשלום הריבית עליו". בשנת 2003 חל ברישום המק"ם שינוי המשקף את עובדת היותו כלי מוניטרי; שינוי זה גרע מרווחי הבנק 0.5 מיליארד ש"ח, מתוכם 0.3 מיליארד בגין שנים קודמות.

5 סעיף 45 (א) לחוק בנק ישראל קובע כי בנק ישראל רשאי לתת לממשלה, לפי בקשתה, מקדמה ארעית לצורך גישור זמני על פערים בתזרים המזומנים שלה בביצוע התקציב, ובלבד שסך כל המקדמה הארעית לא יעלה, בכל עת, על 1.6 אחוזים מסך כל התקציב השנתי הרגיל. החוק מתיר להגדיל את המקדמה הארעית ל-3.2 אחוזים במשך שתי תקופות במהלך השנה, ובלבד שכל אחת מהתקופות לא תעלה על 30 ימים.



מקדמות ארוכות מועד

המקדמות ארוכות המועד הן הלוואות שניתנו בעבר לממשלה למימון גירעונותיה התקציביים. הלוואות אלו נושאות ריבית, רובן צמודות לשער החליפין של סל המטבעות הראשון, והקרן עומדת לפירעון בתשלומים שנתיים עד לשנת 2012. בשנת 2003 פוחד שער סל המטבעות הראשון כנגד השקל ב-3.3%, ולפיכך שילמה הממשלה הפרשי הצמדה בסך 0.1 מיליארד ש"ח. כמו כן היא שילמה ריבית בסך 0.4 מיליארד ש"ח ופרעה קרן בסך 0.5 מיליארד.

ג. חשבונות התאגידים הבנקאיים

פיקדונות העו"ש של התאגידים הבנקאיים בבנק ישראל במטבעי ישראלי משמשים למילוי חובת הנזילות של הבנקים בהתאם להוראות בנק ישראל ולביצועם של תשלומים שונים. דרך חשבונות אלו מתבצעים רוב תשלומי הממשלה ונגבים חלק מהמסים והתקבולים האחרים. חלק קטן מתשלומי הממשלה מתבצע באמצעות בנק הדואר, שאיננו מוגדר כתאגיד בנקאי, ואילו חלקו של בנק הדואר בגביית תקבולי הממשלה (בעיקר מסים ותשלומי חובה אחרים) גבוה יותר. מהאומדנים המוצגים בלוח 6 עולה, כי הממשלה הזרימה בשנת 2003, באמצעות הבנקים המסחריים, כ-11.7 מיליארדי ש"ח, וכי הציבור משך מהתאגידים הבנקאיים מזומנים בהיקף של 9.1 מיליארדי ש"ח, רובם (7.9 מיליארדים) לשם תשלומים לממשלה באמצעות בנק הדואר. (משקל התשלומים במזומן בבנק הדואר גבוה ממשקלם בבנקים המסחריים.)

פיקדונות הבנקים במטבע חוץ מתחלקים לפיקדונות כנגד חובת הנזילות ופיקדונות חופשיים. בעבר היתה במשק חובת נזילות משנית (נמ"ב) בשיעור של 10%. העלייה ברמתן של יתרות מטבע החוץ (בשנים 1995-1998) איפשרה לבנק לבטל חובה זו בתהליך הדרגתי, שהחל באוגוסט 2002 והסתיים בחודש מאי השנה, וזאת כדי להגדיל את מקורות מטבע החוץ העומדים לרשות המגזר הפרטי. ביטול הנמ"ב נעשה במסגרת מדיניות המקובלת גם בבנקים מרכזיים אחרים בעולם, שלפיה מפחיתים את ההישענות על שיעורי נזילות ככלי מדיניות מוניטרית. תהליך זה הזרים למשק ב-2003 כ-0.9 מיליארד דולרים, בהמשך ל-1.1 מיליארדים שהוזרמו בשנת 2002, ובזאת הקל על מצוקת האשראי במטבע חוץ של המגזר הפרטי.

עיקר הפיקדונות במטבע חוץ כיום הם פיקדונות חופשיים - כ-0.4 מיליארד דולרים בסוף 2003. אף כי הריבית שמשלם בנק ישראל נמוכה בכ-0.2% מזו הנהוגה בעולם, יש יתרון מסוים להחזקת כסף בבנק ישראל - היותו זמין תמיד, בשונה מכספים המופקדים בבנקים בחו"ל.

לוח 6
הפיקדונות של התאגידים הבנקאיים בבנק ישראל, 2001 עד 2003
(מיליוני ש"ח, מחירים שוטפים)

	2003		2002		2001	
	במטבע חוץ	במטבע מקומי	במטבע חוץ	במטבע מקומי	במטבע חוץ	במטבע מקומי
סך הכול	-4,442	2,439	-3,422	286	1,674	2,166
השנוי בפיקדונות של התאגידים הבנקאיים ¹	-2,003	-	-3,422	286	1,674	2,166
פעילות עם הממשלה ²	11,659	1,482	947	885	-87	3,724
משכוח(-) של שטרי כסף מבנק ישראל	-9,057	-	-8,875	-	-	-9,123
פעילות עם בנק ישראל ³	1,149	-95	9,938	876	1,402	7,480
העברות מדח"ל(+) / לדח"ל(-)	-5,852	-	-5,449	-	460	-
המרות מטבע חוץ בבנק ישראל	-	-	-	-	-	-
התאמות	98	23	17	-20	-101	85
הפיקדונות שטרי כסף של בנק הדואר בבנק ישראל ⁴	7,888	7,888	7,695	-	-	6,905

- (1) לא כולל את השנוי בפיקדונות לזמן קצוב.
- (2) חוזמת הממשלה הנעשית באמצעות פיקדונות ע"ש של התאגידים הבנקאיים.
- (3) הפיקדונות פיקדונות לזמן קצוב, רכישת מילווה קצר מועד, מכירת אגרות חוב ממשלתיות ותשלומי ריבית שונים.
- (4) הפיקדונות של שטרי כסף שמבוצעות בעיקר על ידי בנק הדואר; הפיקדונות אלו הן ספיגה של הממשלה והן כלולות בהגדרת "חוזמת הממשלה".

(מילאריים, מחזירים שוטפים, ממוצע יומי)

דערוות לטורים:

*