

הסניוראז'י המחושב עבור האובדן (הערך הנקוב של האובדן בניכוי עלות הייצור במחירים הנוכחיים) מסתכם בכ-144 מיליוני שקלים.

עוד נמצא כי במעה בעריך 1 ש"ח שיעור האובדן גבוה מאשר בעריך 1/2 ש"ח, כך שבראשון הסניוראז'י שיש לבנק המרכזי, כלומר הפער בין עלות המעה לערכה הנקוב, גדול יותר. מכאן שההשפעה של גודל המעה על שיעור האובדן גדולה מההשפעה של ערכה.

600 מיליוני מעות, ואילו בפועל המחזור הוא 222 מיליוני מעות בלבד. את ההפרש מייחסים לאובדן. ממצא זה חשוב כששוקלים את החלפת מחזור המעות, חלקו או כולו, מבחינת העלויות. ההתחייבות בפועל של הבנק בגין המחזור נמוכה מהרשום בספרים. ההתחייבות הפנקסית של בנק ישראל בגין ארבעת העריכים שנבדקו בעבודה זו (5 אג', 10 אג', 1/2 ש"ח ו-1 ש"ח) מסתכמת בכ-372 מיליוני שקלים; ההתחייבות בפועל, לאחר ניכוי האובדן, מסתכמת בכ-174 מיליונים בלבד.

שינויים בכלי המדיניות המוניטרית – מק"ם כתחליף לפיקדונות הבנקים בנכ"ל ישראל

זאב זיולטי – המחלקה המוניטרית

נותרה מערכת הבנקאות בעודף נזילות מתמיד - מצב שונה מאשר ברוב מדינות העולם - ולפיכך עיקר הפעולות של בנק ישראל היו ספיגה.

עד סוף שנת 2001 הכלי המרכזי של המדיניות המוניטרית לניהול מערכת הנזילות השוטפת היה מכרזי

הפיקדונות-לזמן-קצוב של הבנקים בבנק ישראל. פיקדונות בשקלים שבנק ישראל מקבל מהבנקים במכרז (מאז 1996) לתקופות של חודש (עד יוני 2002), שבוע ויום. היקפם של פיקדונות אלה הגיע בדצמבר 2001 לכ-44 מיליארדי ש"ח. מצב זה השתנה בסוף שנת 2001, כאשר, במסגרת שינויים מבניים בשוקים הפיננסיים, הוסרה תקרת המק"ם (שהייתה מעוגנת

בשנים האחרונות הגורם לשינוי בבסיס הכסף היה הזרמות הממשלה ובנק ישראל, ואילו הסעיף המרות מטבע חוץ לא השפיע על בסיס הכסף, מפני מדיניות הבנק שלא להתערב בשוק כל עוד שער החליפין נמצא בתוך רצועת הניוד.

בחוץ).

הנפקת מק"ם לציבור היא כלי מוניטרי הדומה בהשפעתו לפיקדונות הבנקים בבנק ישראל, אולם בעוד שהפיקדונות בבנק ישראל מותרים רק לבנקים, ואינם סחירים, המק"ם נסחר בבורסה ופתוח להשקעה של כלל

בכל חודש מודיע בנק ישראל על הריבית שהוא מוכן לשלם לבנקים על פיקדונותיהם השקליים המופקדים אצלו. מריבית זו נגזר ביקוש הציבור לבסיס הכסף, ובנק ישראל פועל לספק אותו באמצעות הכלים העומדים לרשותו. השינוי בבסיס הכסף יכול לנבוע משלושה מקורות - מתזרימי כספים של

הממשלה מול הציבור, מפעילות של בנק ישראל בשוק מטבע החוץ ומפעילותו באמצעות הכלים המוניטריים שלרשותו. בשנים האחרונות הגורם לשינוי בבסיס הכסף היה הזרמות הממשלה ובנק ישראל, ואילו הסעיף המרות מטבע חוץ לא השפיע על בסיס הכסף, מפני מדיניות הבנק שלא להתערב בשוק כל עוד שער החליפין נמצא בתוך רצועת הניוד.

בנק ישראל משתמש בכלים

מוניטריים שונים כדי להזרים או לספוג כסף - מכרזים לזמן קצוב של הבנקים אצלו, מילווה קצר מועד (מק"ם), עסקות החלף דולר-שקל ומכסות ההלוואה המוניטרית. כתוצאה מרכישות מסיביות של מט"ח באמצע שנות התשעים על ידי הבנק לשם השמירה על הגבולות של רצועת שער החליפין,

הציבור. הסרת תקרת המק"ם אפשרה להגדיל את הנפקתו על חשבון הפיקדונות של הבנקים בבנק ישראל, וכך יכול הציבור להשקיע יותר בכלי זה. כן אפשרה הסרת התקרה

לבנק ישראל לשנות בהדרגה את השימוש בכלי המדיניות המוניטרית - להגדיל את חלקו של המק"ם, שהוא נייר ערך סחיר, מכ-44% לכ-64%, על חשבון הפיקדונות הלא-סחירים של הבנקים בבנק ישראל. כך עלתה יתרת המק"ם מכ-34 מיליארדי ש"ח בסוף שנת 2001 לכ-51 מיליארדים בסוף אוקטובר 2003, לעומת ירידה מקבילה של של פיקדונות הבנקים בבנק ישראל מכ-44 מיליארדי ש"ח לכ-28 מיליארדים.

במסגרת שינויים אלו ביטל בנק ישראל ביוני 2002 את המרכזים לפיקדונות המוניטריים לתקופה של חודש.

במחצית השנייה של שנת 2003 החל בנק ישראל להאיץ

את קצב הגידול של יתרת המק"ם, לנוכח תוכניות הממשלה לממן חלק מהגירעון המקומי באשראי במט"ח (גיוס באמצעות הערבויות של ממשלת ארה"ב): מימון הגירעון בדרך זו יגדיל את יתרות מטבע החוץ של בנק ישראל, אך ייצור הזרמה מוניטרית, שאותה יצטרך בנק ישראל לנטרל באמצעות ספיגה, בדרך של הנפקת מק"ם.

חשוב להדגיש כי פעילות בנק ישראל בשוק המק"ם אינה מכוונת

להשפיע על התשואות בשוק, אלא להשיג את יעדי האינפלציה שקובעת הממשלה. באמצעות הכלים המוניטריים העומדים לרשותו, יוצר הבנק סמן לריביות

הקצרות במשק כך שהן יתיישבו עם השגת יציבות מחירים. בכפיפות לכך הוא פועל לשכלול שוקי הכספים ויוצר תשתית לפיתוח מכשירים פיננסיים שיאפשרו ניהול

מדיניות מוניטרית באמצעות כלי שוק, כמקובל בעולם.

השינוי שהונהג בשימוש בכלי המדיניות המוניטרית בשנתיים האחרונות יתרום להעמקה והגדלה של הסחירות בשוק המק"ם, שהיא נדבך חשוב בהיקבעות הריביות לטווחים הקצרים ולהמשך פיתוחו של שוק הכספים. כך תיווצר התשתית הנחוצה לפיתוח שוק האג"ח קצרות הטווח של חברות (ניירות ערך מסחריים) ולהקמת

שוק של הסכמי מכר חוזרים (REPO) בישראל, שהוא אחד הרכיבים המרכזיים בשוקי הון מפותחים בעולם. השינוי בכלים המוניטריים בעתיד יביא בין היתר, להגברת

התחרות בין אפיקים חוץ-בנקאיים לבין מערכת הבנקאות, בזכות קיומה של חלופה סחירה, והדבר יתרום לצמצום המירווחים בין הריבית ללווים ובין הריבית למפקידים. שוק כספים עמוק ונזיל גם יתמוך בפיתוח של שוק הנגזרים, בעיקר על שיעורי ריבית עתידיים.

כללו של דבר - שילוב שוק מק"ם מפותח ושוק REPO יאפשר לבנק ישראל לנהל את מדיניות הריבית תוך הישענות מרבית על השוק, כמקובל

במרבית הבנקים המרכזיים במדינות המפותחות. כך תהיה המדיניות אקטיבית יותר, והריבית שתידרש כדי לשמור על יציבות מחירים תהיה נמוכה יותר לאורך זמן.

כתוצאה מרכישות מסיביות של מט"ח באמצע שנות התשעים על ידי הבנק לשם השמירה על הגבולות של רצועת שער החליפין, נותרה מערכת הבנקאות בעודף נזילות מתמיד - מצב שונה מאשר ברוב מדינות העולם - ולפיכך עיקר הפעולות של בנק ישראל היו ספיגה.

השינוי שהונהג בשימוש בכלי המדיניות המוניטרית בשנתיים האחרונות יתרום להעמקה והגדלה של הסחירות בשוק המק"ם, שהיא נדבך חשוב בהיקבעות הריביות לטווחים הקצרים ולהמשך פיתוחו של שוק הכספים.