

The background of the entire page is a collage of US dollar bills, primarily \$100 bills, featuring the portrait of Benjamin Franklin. The bills are overlapping and slightly tilted, creating a textured, financial backdrop.

רכישת מטבע חוץ על-ידי בנק ישראל

בועז ארד
מכון ירושלים לחקר שווקים

10/2009



מכון ירושלים לחקר שווקים

רכישת מטבע חוץ על-ידי בנק ישראל

בועז ארד

מבוא ורקע

בחודש ספטמבר 2009 הגיעו יתרות המט"ח של בנק ישראל לשיא של כל הזמנים. היקפן עומד על כ-60 מיליארד דולר, השווים ליותר מ-30% אחוז מהתוצר הלאומי הגולמי, העומד על כ-201 מיליארד דולר (נתוני 2008).¹

רכישות המט"ח הגדולות החלו כבר בחודש אוקטובר 2008, כשהודיע בנק ישראל כי בכוונתו לרכוש 10 מיליארד דולר.² לפי הודעת בארי טאף, מנהל מחלקת המטבע בבנק ישראל, הבנק פעל לפי "תכנית מגירה" הכוללת מספר מדדים ליתרות המטבע הנחוצות.

טאף ציין כי בעבר נמדדה רמת היתרות הנחוצות על פי הסכום הנדרש לצרכים של שלושה חודשי ייבוא. בשנת 2008 היקף הייבוא הממוצע לרבעון בישראל היה כ-16 מיליארד דולר.³ בהמשך, ציין טאף כי היום יש מדדים נוספים, אותם לא פירט. בעת הודעתו, היתרות עמדו על 35 מיליארד דולר. בחודש יולי 2008 הודיע בנק ישראל כי רכישות המטבע מתבצעות במסגרת התכנית שעליה הכריז הבנק ב-20 במארס 2008 להגדלת יתרות מטבע החוץ לרמה שבין 35-40 מיליארד דולר.⁴

ב-5 במאי 2009 התראיין טאף שוב ואמר: "היעד הראשון שנקבע היה להגיע ליתרות של 36 מיליארד דולר, ואחריו נקבע יעד חדש של 44 מיליארד דולר. גם אליו הגענו. אבל זה לא מדע מדויק, ולכן קבענו עכשיו שאנחנו ממשיכים בינתיים לקנות מטבע חוץ, בלי יעד מוגדר. צריך להבין: כיום מתברר שרזרבות גדולות של מט"ח הן הדבר הטוב ביותר שהיה יכול לקרות לישראל - והראיה היא האמון שנותנים בעולם במדינות עם יתרות מט"ח גבוהות, כמו רוסיה. בכל מקרה, לפי הערכות שלנו, אנחנו לא חושבים שהיתרות גדולות מדי".⁵

¹ World Fact Book, CIA, אינדקס הנתונים הכלכליים.

² "כלכליסט", 17 באוגוסט 2008, "בנק ישראל: התוכנית לרכישת 10 מיליארד דולר תימשך".

³ World Fact Book, CIA, אינדקס הנתונים הכלכליים/

⁴ בנק ישראל, "שאלות ותשובות: מדיניות בנק ישראל בשוק מט"ח".

⁵ דה-מרקר, 5 במאי 2009, "בנק ישראל: אין כשל שוק ואין מניפולציות - נמשיך לקנות 100 מיליון דולר ביום".

במהלך חודש ספטמבר 2009 עידכן הבנק את הצהרתו וציין כי יתערב במסחר לפי הצורך "לאור אי הודאות בשוק הבינלאומי". הבנק אינו נוקב בגבול עליון כלשהו ליתרות המט"ח הנדרשות, מה שהוביל להגדלת היתרות באופן חסר תקדים, כפי שתואר לעיל.

בתחילת חודש אוקטובר 2009 יתרות מטבע החוץ עמדו, כאמור, על כ- 60 מיליארד דולר. הנגיד הודיע כי ישראל תלווה לקרן המטבע הבינלאומית 1.7 מיליארד דולר. באתר הבנק הוקדש דף לשאלות ותשובות בנושאי מט"ח, בו נרשם כי מדיניות הבנק מאז אוגוסט 2009 הינה לפעול "בשוק מט"ח במקרים בהם השינויים בשער החליפין של השקל לא תואמים את התנאים הבסיסיים של המשק או כאשר שוק מט"ח לא מתפקד כראוי".⁶

בעיות וסיכונים

1. סבסוד הייצוא

על פי הודעה אחרונה זו, רכישות הדולרים נועדו למנוע ייסוף בשער השקל על מנת לסבסד את היצואנים האחרים לכ-40% מן התוצר של המשק הישראלי. בנק ישראל מציין כי "רמת הפעילות הכלכלית בכלל ומצב הייצוא בפרט" היא אחת מארבעת השיקולים המרכזיים המניעים את פעילותו בשוק ההון.⁷ השיקולים הנוספים שמציין הבנק הם שיעור האינפלציה, היציבות הפיננסית, ותפקוד שוק המט"ח.

יש לציין כי על פי בדיקה שערכו גורמים ממשלתיים על בסיס נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (הלמ"ס) ומשרד התמ"ת, מחיריהם של חומרי הגלם המיובאים לישראל ירדו ב-30% מהרבעון השני של 2008 ועד היום. מנגד, מחירי הסחורות המיוצאות מישראל רשמו עלייה של 6%-7% בחודשים האחרונים. שינויי מחיר אלה תרמו לרווחיות הייצוא.

נוסף על כך, הביקושים בחו"ל נמצאים זה כחצי שנה במגמת עלייה. נתוני הלמ"ס ליולי-ספטמבר 2009 מצביעים על עלייה שנתית של 20% ביצוא.⁸

מהנתונים האלו עולה כי התערבות המסבסדת את הייצואנים אולי אינה כה נחוצה. יש לתהות, האם מדיניות זו לוקחת בחשבון את מכלול העלויות שירדו בהתאמה לעומק המשבר, ואת הקטנת הביקושים שאינה תלויה בשערי המטבע בשווקי היעד?

2. סיכון האינפלציה

הגדלת אמצעי התשלום המשמשים לרכישת הדולרים על-ידי הבנק מובילה לאינפלציה. בנק ישראל העלה מתחילת השנה את תחזיות האינפלציה מרמה נמוכה של 0.85%- עד ל-2.4%.

⁶ בנק ישראל, "שאלות ותשובות: מדיניות בנק ישראל בשוק מט"ח".

⁷ שם.

⁸ דה מרקר, 18 באוקטובר 2009, "מקור ממשלתי: אין כיום הצדקה להתערבות בשער הדולר".

(פורסמה ביוני) ול-2.5% (ביולי האחרון).

על-פי המחלקה הכלכלית של בנק הפועלים, שיעור האינפלציה החזוי לשנת 2009 גבוה יותר ויגיע ל-3.2%⁹ (יש לציין כי עליית אינפלציה מעל 3% תביא להתערבות אגרסיבית של בנק ישראל בהעלאת שיעורי ריבית, שלה תהיינה השלכות קשות על משקי הבית והיצרנים במשק).

אינפלציה נובעת בין היתר מהגדלת היצע אמצעי התשלום (הכסף) בשוק לו אחראי הבנק המרכזי. האמצעי של הבנק המרכזי להילחם באינפלציה הוא צמצום אמצעי התשלום על ידי ייקורם, הווה אומר, העלאת הריבית. מהלך זה מייקר את מחיר הכסף ומאיט את קצב ההשקעות של גורמים יצרניים. בו זמנית הוא מקטין את כוח הקנייה של משקי הבית וכלל האזרחים (עליית החוזי משכנתאות, נסיעות, שכ"ד וכו').

על פי סקר הוצאות למשק בית של הלמ"ס אשר פורסם בשנת 2008, עמדה ההוצאה ההמוצעת למשק בית על 11,584 ₪ לחודש, בעוד שההכנסה ברוטו למשק בית הייתה 12,935 ₪ ובניכוי תשלומי מיסים עמדה ההכנסה למשקי בית על 10,463 ₪.¹⁰ גם אם נתעלם מהיחס הבלתי אפשרי בין ההכנסות להוצאות (הנובע כנראה מדיווח הכנסות לקוי) סביר להניח כי ההפרש הקטן בין ההכנסה להוצאה מעמיד את אזרחי ישראל במצב פגיע מאד לעליות מחירים בשל אינפלציה.

האינפלציה הינה למעשה סוג של מס שאין אפשרות לחמוק ממנו, כל עוד משתמשים במטבע הרשמי. לפעמים היא תוצאה של הגדלת היצע הכסף על ידי הבנק המרכזי המממנת פעולות, עליהן נדרשים בסופו של דבר האזרחים לשלם בעתיד, על ידי הפסד חסכוניות והתייקרויות של סחורות ושירותים.

לשינויים בשער ההמרה של הדולר מול השקל השפעות מיידיות ורציניות על מחירי שירותים וסחורות, אשר נובעות מרמת הדולריזציה של המשק הישראלי. ההצמדה לדולר, או נקיטת מחירים בערך הדולרי, היא תוצאה של ההיפר-אינפלציה שהייתה בעבר.

קשר הדוק זה בין שער ההמרה למחירים משמעותו שכל התחזקות של הדולר מביא כמעט אוטומטית למחירים גבוהים יותר ואינפלציה. עד לתקופה האחרונה והמשבר הפיננסי, כאשר בנק ישראל שינה את שיעורי הריבית, שער ההמרה השתנה גם הוא, ועמו מחירי הסחורות המיובאות והמחירים המקומיים. החל משנת 2008 שערי הריבית שאפו למינימום האפשרי, והבנק נאלץ לחפש כלי אחר לשלוט באמצעותו על שערי ההמרה. הבנק אימץ גישה של רכישת דולרים, ודרך רכישה זו, השפיע על ההיצע והביקוש בשוק המט"ח.

רמת ההצמדה לדולר במשק הישראלי מביאה לשינויים במחירים התלויים בשער, תופעה הידועה כתמסורת או Pass Through (PT). תופעה זו נבדקה במספר מחקרים בתחום

⁹ בלונס, 16 ביולי 2009, "בנק ישראל מעלה תחזית האינפלציה ל-12 החודשים הקרובים ל-2.5%".

¹⁰ הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, סקר הוצאות והכנסות משקי בית 2007.

האקונומטריקה, המגיעים למסקנה ששיעור התמסורת נע סביב ה-28%. הווה אומר, ירידה של 10% בשער הדולר מול השקל מובילה לירידה במדד המחירים של כ-2.8%. עלייה של 10% בשער הדולר מובילה לעלייה של כ-2.8%. בכל זאת, שיעור התמסורת קשור למצב המשק. בתקופה של תעסוקה מלאה השיעור עולה, ובתקופה של מיתון הוא יורד. כך שאפשר להניח שהיום השיעור נמוך מ-28%.¹¹

מכיוון שלאחרונה שיעור האינפלציה היה נמוך או שלילי, בנק ישראל נהג ביד חופשית לרכוש דולרים ובכך השפיע על שערי ההמרה. לחץ אינפלציוני עולה מהווה בעיה והבנק יצטרך להפסיק לרכוש דולרים. אולם בעיה חריפה מזו היא התערבותו הישירה של הבנק בשוק ובמשק. הבנק מתגמל יצואנים ומעניש יבואנים, אולם הצרכן הישראלי הוא זה שמשלם את המחיר, בזה שהוא אינו יכול לנצל את הדה-פלציה ונאלץ לשלם את המחירים שאינם יורדים, וגם עולים.

3. סיכון ההצמדה לדולר

ההצמדה של יתרות מטבע החוץ של ישראל לדולר מציבה סיכון עליו עמד החשב הכללי, שוקי אורן, בצינון כי "עתודות המט"ח שגדלו ב-20 מיליארד דולר חושפות את בנק ישראל לתנודתיות מסוכנת בשערי המטבע".¹² בדיון שנערך בפברואר השנה בוועדת המודיעין של הסנאט האמריקאי הציג מייקל מולן, ראש המודיעין הלאומי, את הדאגה העמוקה המעסיקה את הגורמים הבטחוניים בארה"ב אשר צופים במעמדו המדרדר של הדולר.¹³

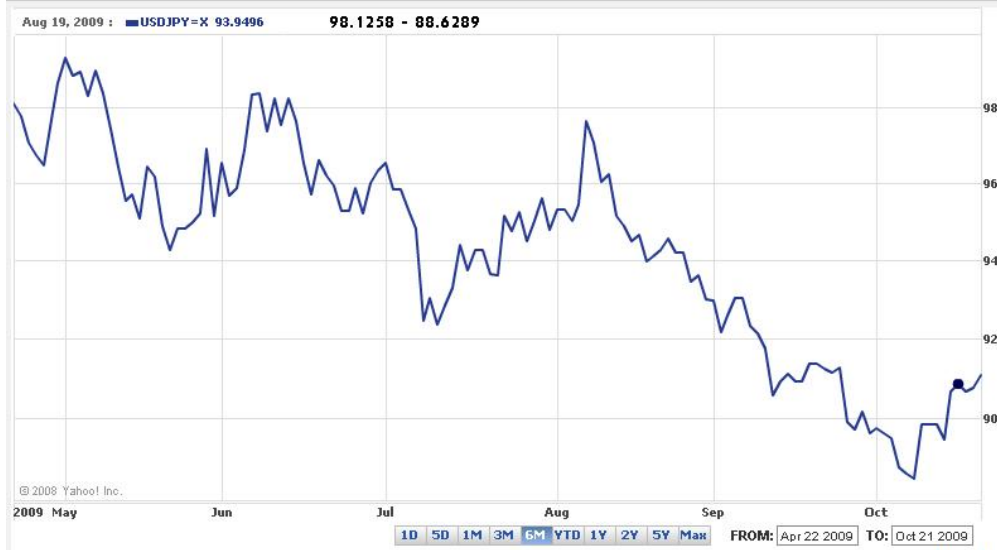


¹¹ ראו יואב סופר, תמסורת משער החליפין למדד המחירים לצרכן: מבט ברמת המיקרו, גיליון 2.06 (בנק ישראל, ספטמבר 2006).

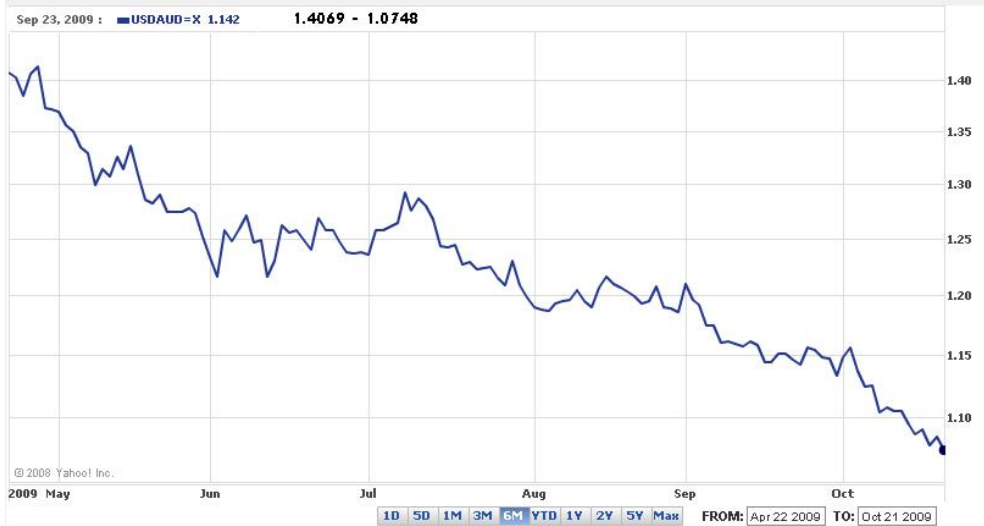
¹² זה מרקר, 23 ביולי 2009, "החשב הכללי באוצר לנגיד בנק ישראל סטנלי פישר: הפסק לרכוש דולרים מידי יום".

¹³ ניצן פלדמן, "האיום האסטרטגי של פיחות הדולר", אתר INSS.

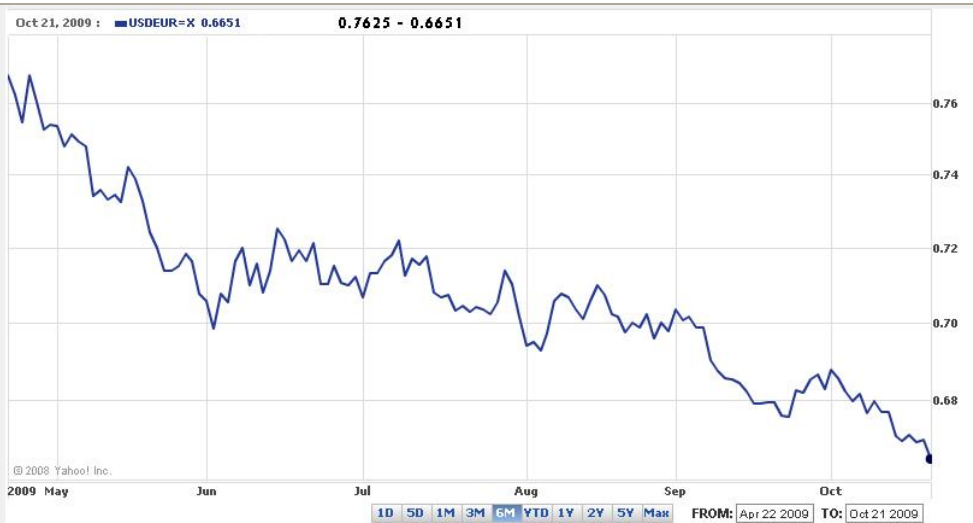
הדולר האמריקאי איבד כ-15% מערכו מול הפרנק השוויצרי



הדולר האמריקאי איבד כ-10% מערכו מול היין היפני



הדולר האמריקאי איבד כ-30% מערכו מול הדולר אוסטרלי





גם בעולם מעריכים גורמים כלכליים כי המטבע האמריקאי צפוי להמשיך ולהיחלש. האסטרטג הראשי של בנק סומיטומו מיצוי אמר כי "הדולר עלול לאבד את תפקידו כמטבע יתרות המט"ח העולמי. כלכלת ארה"ב תידרדר גם בשנת 2011, והאפקטים של הבועה הפיננסית עדיין יורגשו. הדולר לא יפסיק להיחלש עד אשר יהיה שינוי במערכת המט"ח העולמית".¹⁴

4. ההלוואה לקרן המטבע הבינלאומית, ה- IMF

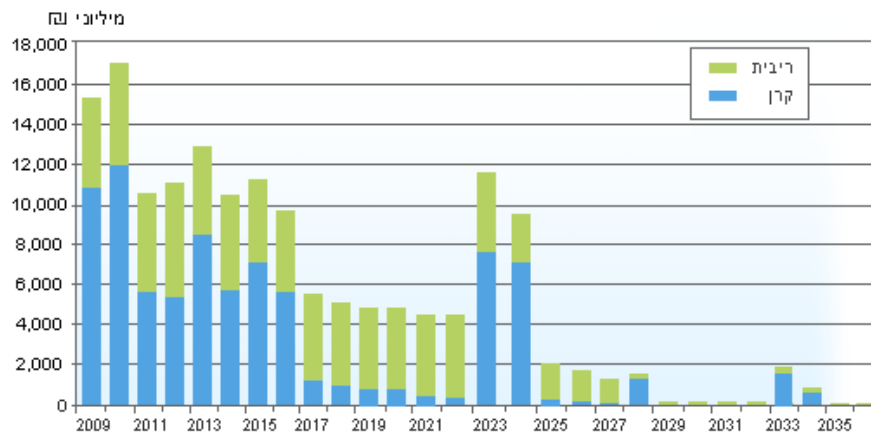
מתוך יתרות מטבע החוץ של ישראל הוצעה על ידי בנק ישראל והאוצר הלוואה בסך 1.7 מיליארד דולר לקרן המטבע הבינלאומית (IMF) העוסקת בהלוואות למדינות מתפתחות. הלוואה זאת ראויה להישקל מול החזר החוב החיצוני עליו משלמת מדינת ישראל ריבית.

החוב החיצוני של המגזר הציבורי בישראל מוגדר כסך ההתחייבויות של הממשלה, בנק ישראל והמוסדות הלאומיים כלפי מי שאינם תושבי המדינה (הן במטבע חוץ והן בשקלים). בסוף שנת 2008 עמד החוב במטבע חוץ של הממשלה על כ-109.5 מיליארד שקלים (כ-28.8 מיליארד דולר), שהם כ-20% מכלל החוב הממשלתי.¹⁵

לא ברור מדוע מוכנה ישראל להלוות כספים לקרן המטבע הבינלאומית בטרם שילמה את הלוואותיה וחובותיה הצוברות ריבית והחזרים של מליוני שקלים, כפי שניתן לראות בטבלה הבאה.

¹⁴ [זה מרכז](#), 15 באוקטובר 2009, "בנק ישראל רכש מט"ח בסכום של 200 מיליון דולר...".

¹⁵ החשב הכללי, [היחידה לניהול החוב הממשלתי](#), מאפייני החוב החיצוני.



תחזית החזר החוב החיצוני (קרן וריבית) בשנים 2009-2036 (מעודכן ל-31.12.2008) מאתר משרד האוצר

התייחסויות מומחים למדיניות בנק ישראל

רון אייכל ממיטב שוקי הון מצדיק את התערבות הבנק וסבסוד שער הדולר בטענה ש"אם ייסגרו מפעלים בגלל אי רווחיות בשל התחזקות השקל, עם היציאה מהמיתון הם לא יפתחו בישראל, אלא בסין. הנגיד מוכן לפגוע בשוק בטווח הקצר עקב התייקרות מוצרים ושירותים (כלומר אינפלציה) אך לשמר את מנועי הצמיחה של המשק לטווח הארוך שהינם מוכוונים יצוא."¹⁶

שלמה מעוז מאקסלנס טוען כי "התמיכה ביצואנים עלולה לגרום לכך שדווקא כששאר המדינות תצאנה מהמיתון, ישראל עלולה להישאר בסטגפלציה (הידרדרות במשק או היעדר צמיחה בשילוב עם עליית מחירים), כשהאינפלציה תהיה גבוהה בהרבה מהרמה הנוכחית." מעוז הסביר כי "בנק ישראל ציין את התחזקות השקל כגורם שתומך בצמצום האינפלציה במשק – בדו"ח האינפלציה שפורסם; אך הנה הוא מונע את התחזקות השקל, ובכך מגביר את נטל האינפלציה."¹⁷

החשב הכללי לשעבר ד"ר ירון זליכה טוען כי אחזקת היתרות ברמה הנוכחית כרוכה בעלות שאינה סבירה ולא כדאית. ד"ר זליכה מציין כי בנק ישראל אינו מסוגל להעלות את שער הדולר לאורך זמן ואחזקת יתרות של 60 מיליארד דולר עולה למשק הישראלי 3 מיליארד ₪ בהפרישי ריבית בשנה.¹⁸

החשב הכללי הנוכחי, שוקי אורן, ציין כי לא ידוע עד כמה השפיעה רכישת הדולרים של בנק ישראל אך יש לה השלכות שליליות ולא ניתן להמשיך כך לנצח. כאמור לעיל, החשב הכללי הזהיר כי רכישות המט"ח הגדולות "חושפות את בנק ישראל לתנודתיות מסוכנת בשערי המטבע."¹⁹

סיכום: מחירים, סיכונים והמלצות

¹⁶ YNET, 5 בספטמבר 2009, "מי ישלם על רכישות הדולרים של בנק ישראל?"

¹⁷ שם.

¹⁸ ד"ר ירון זליכה, החשב הכללי לשעבר, שיחת טלפון ב-7 באוקטובר 2009.

¹⁹ [מרקר](#), 23 ביולי 2009, "החשב הכללי באוצר לנגיד בנק ישראל סטנלי פישר: הפסק לרכוש דולרים מידי יום".

בצעד חסר תקדים שלא נדון ונבחן מחוץ לבנק ישראל שונה בשנתיים האחרונות אופן התפקוד של הבנק במשק והיקף התערבותו במסחר במט"ח.

בנק ישראל לקח על עצמו להגדיל את יתרות מטבע החוץ של ישראל תוך שינוי המדיניות הקובעת כי דרושות למדינה יתרות המספיקות לתשלומי 3 חודשי ייבוא (שהם כ-16 מיליארד דולר בנתוני 2008).

כמו כן, נטל על עצמו הבנק לפעול על מנת לסייע לייצואנים על ידי התערבות והשפעה על שער הדולר – מהלך המעלה שאלות תפקודיות וגורר עימו מחירים וסיכונים.

לא ברור אם בידי בנק ישראל הכלים והמנדט לקבוע מדיניות עידוד למגזר יצרני כזה או אחר במשק, גם לא ברור אם היצואנים בישראל זקוקים להתערבות זאת, היות ולפי נתוני הלמ"ס ומשרד התמ"ת הוזלו חומרי הגלם בתקופה הנדונה בעשרות אחוזים ורווחיות הייצוא עלתה. הנתונים גם מצביעים על עלייה של 20% בייצוא בשנה האחרונה לאור ההתאוששות בשווקי היעד של הייצוא.

הסיכונים אותם העמיס הבנק על כלכלת ישראל נובעים מרכישה בהיקף חסר תקדים של דולרים אמריקאיים בעת בה הדולר נמצא בתהליך אבדן ערך מואץ בעקבות הפעילות הכלכלית בארה"ב. מהלך זה מנוגד למהלכים אשר נוקטות מדינות אחרות, המבקשות להקטין את החשיפה לדולר ולהגן על ערך הנכסים שלהן. דומה הדבר ל"הכנסת ראש בריא למיטה חולה".

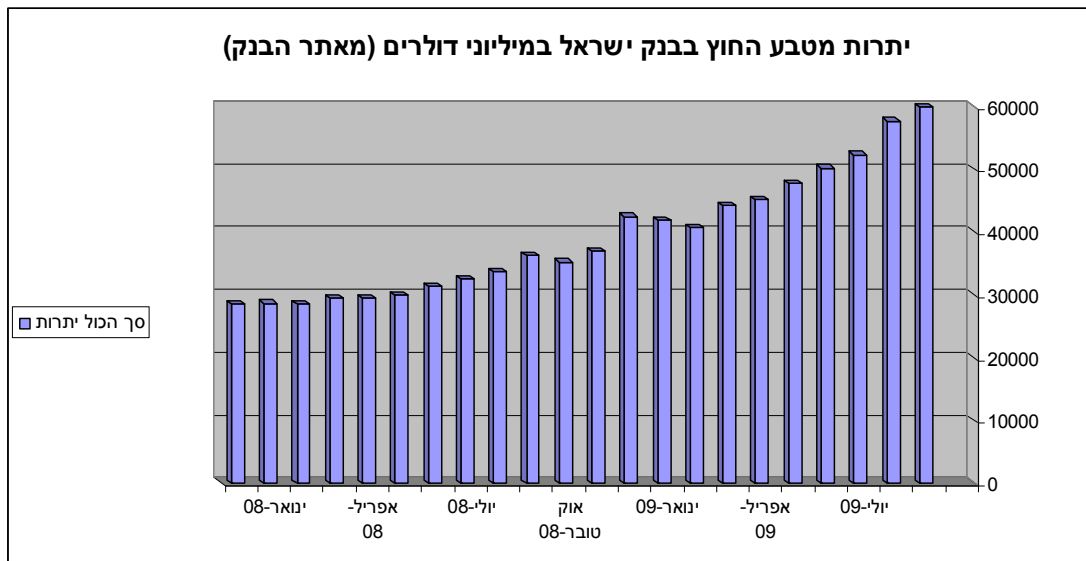
הרכישות גוררות אינפלציה שתזיק למשק הישראלי כולו ולא רק למגזר היצואנים. הגדלת כמות השקלים בשוק גורמת לאינפלציה. ההערכות לגבי היקפה עלו מתחילת השנה מהערכות ממעיטות של (0.85% -) עד ל-3.2%. עלייה זאת תפגע בכוח הקנייה ובאיכות החיים של אזרחי ישראל כבר השנה. בנק ישראל קבע בפועל מדיניות "מיסוי" ששווה ליצירת מס קנייה על כל מוצר שיירכש בשקלים, ושאוכלי יגיע ל כ-3% בעתיד הקרוב.

השימוש ביתרות המטבע מעורר שאלות נוספות. ההחלטה להעמיד הלוואה לקרן המטבע הבינלאומית, גוף העוסק בהענקת הלוואות למדינות מתפתחות, נראית שלא במקומה, כאשר באופן מקביל ישראל טרם החזירה הלוואות במט"ח בהיקף גדול, מתוכם כ-28 מיליארד דולר עליהם משולמת ריבית של מאות מליוני שקלים מדי שנה.

המלצתנו היא לשאוף למדיניות אחזקת יתרות מט"ח בהיקף נמוך משמעותית מן ההיקף הנוכחי ובגיוון מטבעות יציבים יותר מאשר הדולר. ראוי לממשלת ישראל לפעול להקטנה של החוב הממשלתי ונטל הריבית המשולמת על ידי ישראל, ולא להגדילו על ידי גיוס כספים והלוואות לקרן המטבע הבינלאומית.

ההחלטות להתערב בכלכלה במסגרת סיוע למגזר זה או אחר, ובמקרה זה ליצואנים, הן החלטות שראוי כי בנק ישראל לא יטול על עצמו באופן עצמאי, אלא יוכפפו למדיניות הכלכלית של הממשלה הנבחרת. הממשלה הנוכחית הצהירה על מדיניות הפוכה, של הורדות מיסים ולא של הגברת הנטל הכלכלי המוטל על הציבור באמצעות אינפלציה, לה גורמת מדיניות הבנק.

נספח : יתרות מט"ח (בדולרים) ע"פ נתוני בנק ישראל



יתרות מיליוני דולרים מקור – אתר בנק ישראל	מטבע	החוץ	בבנק	ישראל
תאריך	יתרות מטבע החוץ ללא יתרות עם קרן המטבע הבין-לאומית	יתרות עם קרן המטבע הבין-לאומית*	סך הכול יתרות	
דצמבר-07	28,443	113	28,556	
2008				
ינואר	28,600	114	28,714	
פברואר	28,469	113	28,582	
מרץ	29,426	113	29,539	
אפריל	29,366	112	29,478	
מאי	29,828	130	29,958	
יוני	31,252	131	31,383	
יולי	32,497	127	32,624	
אוגוסט	33,627	123	33,750	
ספטמבר	36,134	121	36,255	
אוקטובר	35,152	113	35,265	
נובמבר	36,842	182	37,024	
דצמבר	42,324	189	42,513	
2009				
ינואר	41,743	184	41,927	
פברואר	40,628	180	40,808	
מרץ	44,143	184	44,327	
אפריל	45,064	184	45,248	
מאי	47,537	189	47,726	
יוני	49,972	299	50,271	
יולי	52,081	300	52,381	
אוגוסט	56,388	** 1,379	57,767	
ספטמבר	58,428	** 1,537	59,965	

*טור זה כולל הקצאות זכויות משיכה שהוקצו על ידי קרן המטבע למדינות החברות בקרן (SDRs' Allocation), ואת היתרה בקרן המטבע הבינ"ל – Reserve Tranche.

**בחודשים אוגוסט וספטמבר 2009 הקצתה קרן המטבע זכויות משיכה למדינות החברות, חלקה של מדינת ישראל בהקצאות אלו עמד על כ-1.2 מיליארד דולר.