

דולרים של ה-IMF לדיקטטורים? השפעת הקצאת SDR על מדינות מתונות ומדינות מבודדות

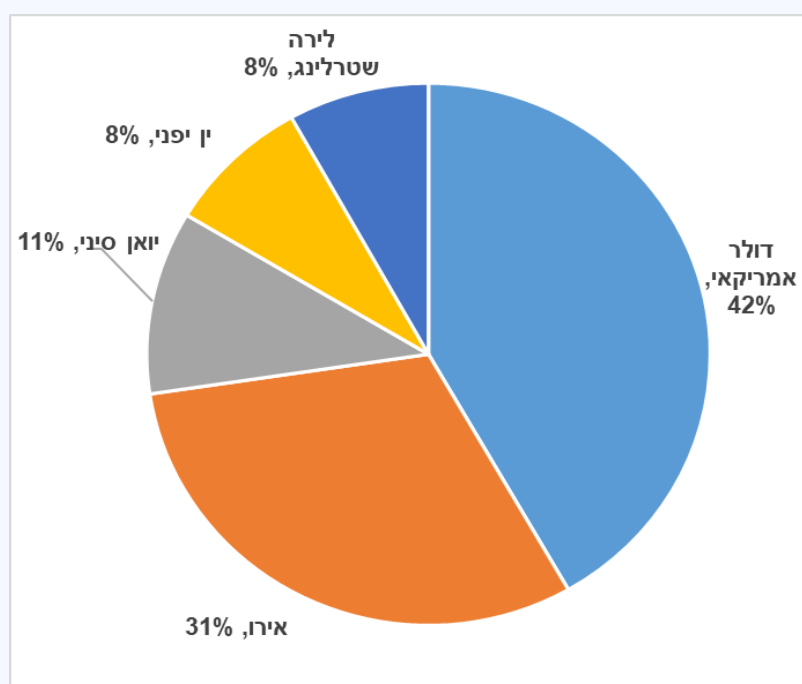
חגי אטקס | 30 במארס, 2022 | גיליון 1582

באוגוסט 2021 הקצתה קרן המטבע הבינלאומית יתרות SDR בשווי של כ-650 מיליארד דולר למדינות החברות בה במטרה להגדיל את הרזרבה שלהן במט"ח במהלך משבר הקורונה. הקצאה זו, הגדולה בהיסטוריה של הקרן, הגדילה את הרזרבה של מדינות המזרח התיכון בהיקף כולל של כ-48 מיליארד דולר. ההקצאה הממוצעת למדינה הייתה בהיקף של כאחוז תוצר, אך ההקצאה ללבנון, שכלכלתה והרזרבות שלה הצטמקו בשנים האחרונות, הייתה בהיקף של כחמישה אחוזי תוצר. עראק, לבנון וירדן מכרו כמעט את כל יתרות ה-SDR שלהן תמורת מטבע חוץ בשווי של כ- 2.1, 1.1 וכ-0.5 מיליארד דולר, בהתאמה. מנגד, מדינות מבודדות מדינית, ביניהן איראן, סוריה, תימן, אפגניסטאן וונצואלה, טרם מימשו את יתרות ה-SDR למרות הצורך שלהן במטבע חוץ. ספק גם אם רוסיה תצליח לממש את יתרות ה-SDR הגדולות שלה עקב בידודה המדיני. ממצאים אלו אינם עולים בקנה אחד עם [הביקורת של סנטורים אמריקאים בכירים](#), שלפיה הקצאת SDR על ידי קרן המטבע סייעה ליריבי ארצות הברית כרוסיה, איראן והטליבן או נתנה [דולרים של ה-IMF לדיקטטורים](#).

[\(SDR\) Special Drawing Rights](#) הינו נכס חרבה בין לאומי המשלים את הרזרבות הלאומיות של מטבע חוץ ומנוהל על פי כללי קרן המטבע הבינלאומית. מדינות יכולות לשמור את יתרות ה-SDR ללא ריבית (בשונה מיתרות מטבע חוץ קשה) כחלק מיתרות מטבע החוץ או למכור את היתרות תמורת מטבע חוץ כדולרים. הערך של ה-SDR נקבע על פי סל מטבעות בין לאומיים (דולר, אירו, יואן סיני, ין יפני ולירה שטרלינג. תרשים 1). נכון לינואר 2022, SDR אחד שווה לכ-1.4 דולר.

יתרות ה-SDR מוקצות על ידי קרן המטבע למדינות החברות כאשר רק מדינות החברות בקרן, בנקים מרכזיים של איחודי מטבע ומוסדות פיננסיים בינלאומיים יכולים לרכוש יתרות SDR ולהחזיק בהן. מדינות יכולות למכור יתרות אך הן מחויבות בתשלום ריבית על היתרות שמכרו לאורך השנים. הריבית עומדת כיום רק על שיעור שנתי 0.22 אחוז בלבד, והיא עשויה לעלות ביחד עם הריבית קצרת הטווח בארצות הברית, אירופה וכו'. [ערך ה-SDR במטבע חוץ והריבית על יתרות SDR ממומשות](#) מתפרסמים באופן שוטף על ידי קרן המטבע.

תרשים 1: הרכב סל המטבעות אליו ה-SDR צמוד, החל מ-2015



מקור: קרן המטבע הבינלאומית. הרכב סל המטבעות יבחן מחדש ב-2022.

הקצאת יתרות SDR במשבר הקורונה

באוגוסט 2021 הקצתה קרן המטבע יתרות SDR לחברות במסגרת הקצאה כללית (General Allocation) בהיקף כולל של 456 מיליארד SDR (כ-650 מיליארד דולר). ההקצאה נועדה לשפר את הנזילות הגלובלית, ובפרט לסייע למדינות עניות לשלם עבור הוצאות רפואיות ואחרות במשבר הקורונה. זו הייתה ההקצאה הגדולה בתולדות הקרן, שהכפילה ביותר מפי 3 את סך יתרות ה-SDR הגלובליות לכ-660 מיליארד SDR. ההקצאה כללית של יתרות SDR למדינות החברות מחולקת על בסיס [מכסת השליטה של החברות בקרן](#), שנקבעה על פי מגוון משתנים כתוצר, סחר בין לאומי ואוכלוסייה.

יתרות ה-SDR של מדינות המזרח התיכון (כולל ישראל וטורקיה) גדלו בהנפקה ביותר מפי-3 מ-14.7 מיליארד SDR (20.4 מיליארד דולר) לכ-49.4 מיליארד SDR (כ-69 מיליארד דולר). מספר מדינות מתפתחות – כירדן, לבנון ותימן – מימשו בעבר את יתרות ה-SDR הישנות, וההקצאה החדשה הגדילה את יתרות ה-SDR, וכך גם את החרבה במטבע חוץ של מדינות אלו (ראו: לוח נתונים). מאידך גיסא, הרשות הפלסטינית שאינה חברה בקרן המטבע לא קיבלה הקצאה של SDR.

טכנית, הקצאת ה-SDR – שזכתה לתמיכה אמריקאית – הגדילה גם את יתרות מטבע החוץ של מדינות יריבות למערב כרוסיה, איראן, אפגניסטן, סוריה, ותימן. על כן, ההקצאה נתקלה בביקורת חריפה של ארבעה סנטורים רפובליקאים בכירים, ששלחו למזכירת האוצר האמריקאית [מכתב פומבי בו טענו כי יש למנוע את הקצאת ה-SDR משום שהיא "מטיבה עם משטרים דכאניים ותומכי טרור", לרבות סין, רוסיה, איראן, ונצואלה וסוריה](#). בדומה, בכירים

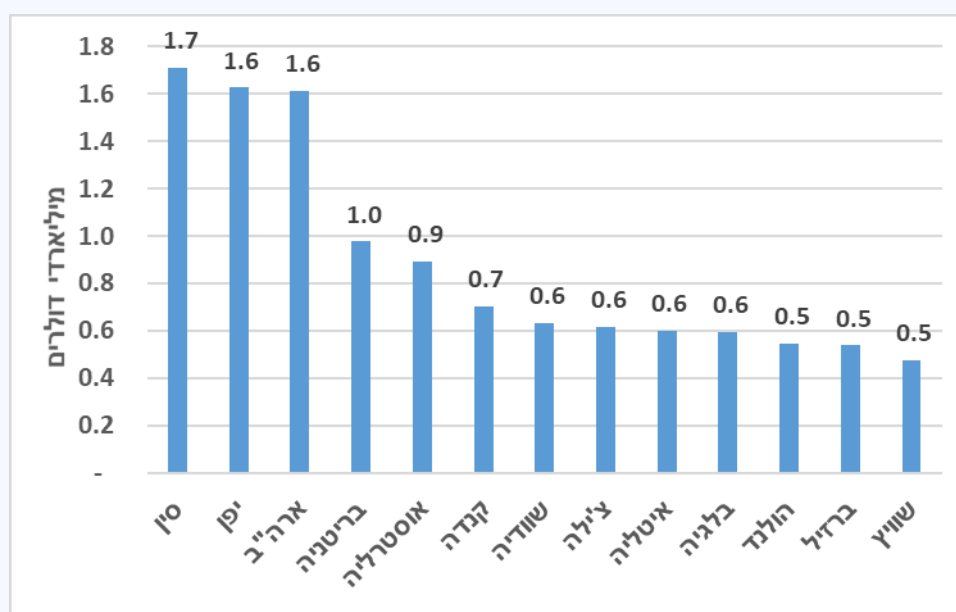
בממשל טראמפ טענו שההקצאה "[מערכת מאמצים בין לאומיים להשתמש בלחץ כלכלי כדי לשנות את התנהגותם הרעה של משטרים אלו](#)" (ראו גם [WSJ, 25, WSJ, 24 March 2021](#), [August 2021](#)). לאחר פלישת רוסיה לאוקראינה בשלהי פברואר 2022, [הודיעו פקידי האוצר האמריקאי כי יפעלו למנוע מרוסיה לממש את נכסיה בקרן המטבע](#), שגדלו בעקבות ההקצאה לכ-25 מיליארד דולר.

מכירת יתרות ה-SDR תמורת מטבע חוץ

כאמור, מימוש יתרות ה-SDR מחייב מכירת יתרות SDR תמורת מטבע חוץ למדינות החברות בקרן או מוסדות הזכאים להחזיק ב-SDR. ספק אם רכישת SDR הינה עסקה כדאית מבחינה פיננסית עקב השילוב של הריבית הנמוכה (0.22 אחוז בשנה) בהשוואה לאגרות חוב דולריות לשנתיים של האוצר האמריקאי (תשואה של 0.5 אחוז בשנה), והסחירות הנמוכה של SDR בהשוואה לאגרות חוב הנסחרות בשוק החופשי. אמנם SDR מספק גיוון במטבעות אך ניתן לחקות הרכב זה על ידי רכישת סל אגרות חוב בעלות הרכב מטבעי ורמת סיכון דומים אך עם תשואה וסחירות גבוהים יותר.

כ-30 מדינות, שרובן מדינות מפותחות, רכשו יתרות SDR בהיקף של 10.2 מיליארד SDR \ 14.3 מיליארד דולר בין הקצאת ה-SDR באוגוסט 2021 לינואר 2022. הרוכשות הגדולות ביותר של יתרות SDR הן סין, יפן וארצות הברית (בהיקף של כ-1.2 מיליארדי SDR / 1.65 מיליארד דולר, כל אחת). גם מדינות אנגלו-סקסיות כבריטניה, קנדה ואוסטרליה רכשו SDR בהיקף ניכר (500-700 מיליון SDR / 0.7-1 מיליארד דולר) ומספר מדינות שרובן עומדות בראש [קבוצות מדינות בדירקטוריון קרן המטבע](#) רכשו SDR בשווי של כחצי מיליארד דולר (ראו תרשים 2). יש לציין, כי באזורנו רק ישראל ועומאן רכשו יתרות SDR אך בשווי מוגבל (כ-70 מיליון SDR / כ-95 מיליון דולר, כל אחת). רוב מוחלט של מדינות אלו שותפות או למצער לוקחות בחשבון את מדיניות החוץ והסנקציות האמריקאיות, ועל כן מדינות המבודדות בזירה הבינלאומית עלולות להתקשות למכור את יתרות ה-SDR תמורת מטבע חוץ קשה

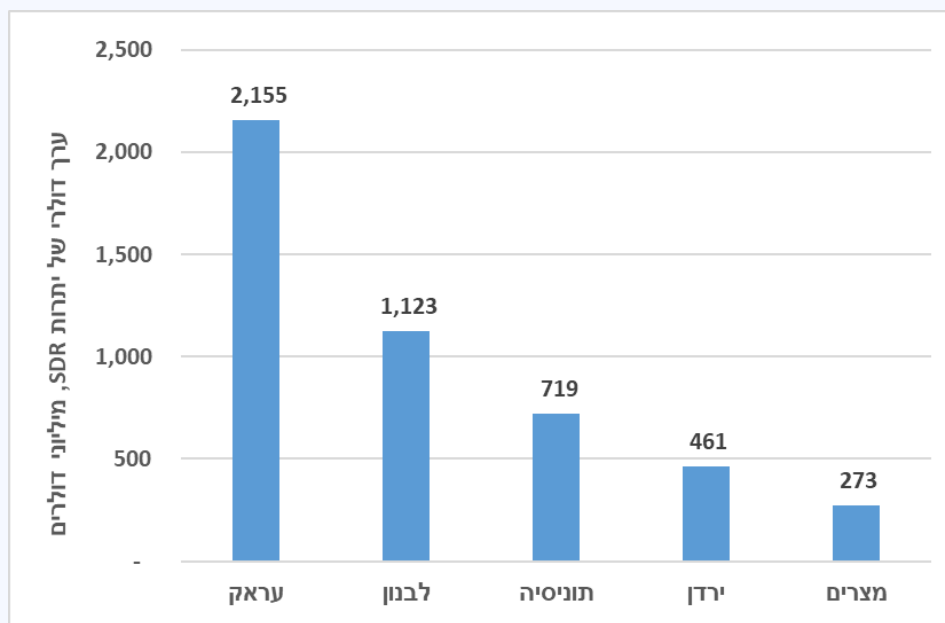
תרשים 2: רוכשות עיקריות של SDR בין אוגוסט 2021 לינואר 2022



מקור: עיבודים לנתוני קרן המטבע הבינלאומית. שער ה-SDR ביחס לדולר (USD=0.723SDR) נכון ל-18 במרץ 2022.

דומה כי ההבדל בין מדינות המשולבות בזירה הדיפלומטית לבין מדינות מבודדות אכן ניכר בעסקאות המכירה של SDR. חמש מדינות מזרח תיכוניות מכרו יתרות ה-SDR במהלך החודשים אוגוסט-דצמבר 2021: עיראק (בשווי של 2.2 מיליארד דולר או 1.3 אחוזי תוצר לשנת 2020), לבנון (בשווי של 1.1 מיליארד דולר או 5.9 אחוזי תוצר), תוניסיה (בשווי של 720 מיליון דולר או 1.8 אחוזי תוצר), ירדן (בשווי 460 מיליון דולר או אחוז תוצר) ומצרים (בשווי 300 מיליון דולר או 0.14 אחוזי תוצר). מדינות אלו, להוציא מצרים, מימשו למעשה את כל יתרות ה-SDR שהיו ברשותן ולא יוכלו לממש יתרות נוספות בעתיד הנראה לעין. מימוש יתרות ה-SDR מצביע על מצוקה של מדינות המתקשות ללוות במטבע חוץ בתנאים נוחים. מנגד, מצרים שמרה על יתרות SDR בשווי 2.5 מיליארד דולר ותוכל למכור בעתיד (ראו: לוח נתונים). תרשים הנספח מציג את הנתונים על כלל המדינות שמכרו SDR בהיקף

תרשים 3: מימוש יתרות SDR על ידי מדינות המזרח התיכון, אוגוסט-ינואר 2021 מיליוני דולרים



מקור: עיבודים לנתוני קרן המטבע הבינלאומית. שער ה-SDR ביחס לדולר (USD=0.713SDR) נכון ל-11 בפברואר 2022.

בניגוד לחמשת המדינות שמכרו יתרות SDR תמורת מטבע חוץ, מדינות מבודדות מדינית – ביניהן איראן, סוריה, תימן, אפגניסטאן וונצואלה – לא מכרו יתרות SDR בהיקף משמעותי למרות מצוקת מטבע חוץ. נראה כי מעמדן הבין לאומי הרעוע והסנקציות האמריקאיות מרתיעים מדינות שלישיות מרכישת SDR ממדינות אלו. עם זאת, ההקצאה באוגוסט הגדילה את יתרות ה-SDR של איראן בהיקף של כ-4.8 מיליארד דולר, של סוריה בהיקף של כ-390 מיליון דולר ושל תימן בהיקף של 470 מיליון דולר. מעניין לציין כי גם תורכיה הנמצאת במצוקת מטבע חוץ – אך יחסי החוץ שלה עם מדינות מערביות מורכבים – טרם מכרה יתרות SDR שהצטברו לאחר ההקצאה בקיץ לשווי של כ-7.5 מיליארד דולר.

גם רוסיה צפויה להתקשות למכור את יתרות ה-SDR שברשותה, שגדלו בהקצאה באוגוסט 2021 מ-7.8 מיליארד דולר לכ-24.9 מיליארד דולר. זאת משום שרוב המדינות שרכשו SDR בשנה האחרונה הן מדינות שהטילו סנקציות על רוסיה בעקבות הפלישה לאוקראינה בפברואר 2022. כמו כן, ספק אם סין, הרוכשת הגדולה של SDR בשנה האחרונה, תרכוש מרוסיה SDR בהיקף ניכר הן עקב [החשש מתגובה אמריקאית](#) והן משום שסך הרכישות הסיניות של SDR בשנה האחרונה עמדו על פחות מעשירית מיתרות ה-SDR של רוסיה.

אם כן, הממצאים של ניתוח זה אינם תומכים [בביקורת לפיה הקצאת ה-SDR סייעה למשטרים תומכי טרור או ליריביה של ארצות הברית](#).

הכותב מודה לעורכי סדרת 'מבט על', לתומר פדלון ולאסטבן קלור על הערותיהם המועילות.

לוח נתונים: יתרות ומכירת SDR של מדינות המזרח התיכון, מיליוני SDR

יתרת SDR (פברואר 2022)	מכירת SDR (אוגוסט 2021 - פברואר 2022)	הקצאת SDR (אוגוסט 2021)	יתרת SDR (יולי 2021)	
מדינות שמכרו SDR				
61	537,1	595,1	3	עראק
3	800	607	196	לבנון
30	534	523	41	תוניסיה
7	334	329	12	ירדן
798,1	295	952,1	141	מצרים
מדינות שרכשו SDR				
775,2	-67	841,1	866	ישראל
692	-70	522	100	עומאן
847,2	-50	878,1	918	אלג'יריה
מדינות מבודדות מבחינה מדינית				
180,3	0	508,1	672,1	לוב
474	0	467	7	תימן
564	0	281	282	סוריה
972,4	0	419,3	553,1	איראן
מדינות אחרות				
508,5	0	465,4	043,1	תורכיה
446	0	379	67	בחרין

איחוד האמירויות	153	215,2	0	368,2
קטר	276	705	0	981
כווית	336,1	853,1	0	189,3
ערב הסעודית	836,5	577,9	0	413,15
סודאן	168	604	0	772
סה"כ מזרח תיכון	13,753	32,842	3,370	43,224
מדינות מבודדות מבחינה מדינית מחוץ למזרח התיכון				
אפגניסטן	37	310	3	344
וונצואלה	43	3,568	0	3,611
רוסיה	7,834	12,368	0	24,916

מקור: עיבודי INSS לנתוני קרן המטבע

עורכי הסדרה: ענת קורץ ואלדד שביט