

כלכליסט, 1/3

29/06/2026

אלמוג 982606
עזר 06



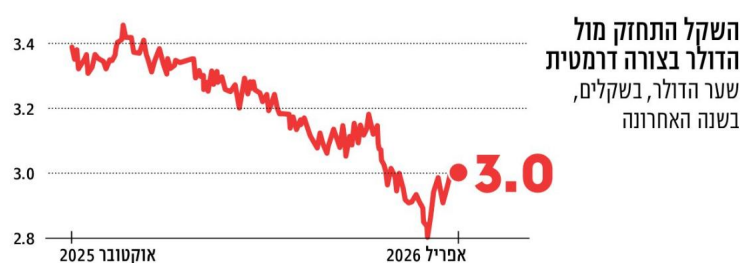
"האוצר פתח שורט על הדולר"

דיון בפורום סגור הפך
לזירת התגוששות
בין המוסדיים לנציגי
המדינה בשאלה מי
אשם בהתחזקות
השקל והאם זו בכלל
בעיה
אלמוג עזר, עמ' 10-11

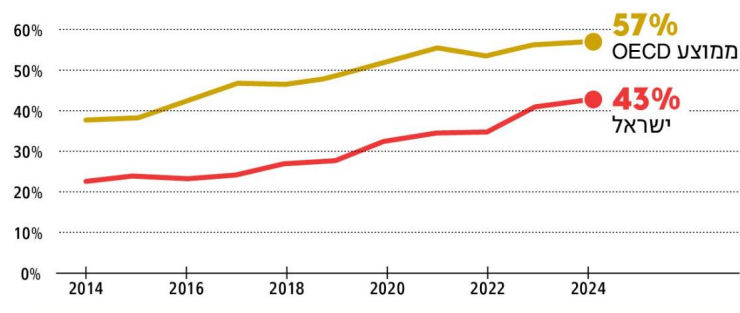
מנהל ההשקעות הראשי של הפניקס:

"כשכל חודש הציבור מעביר 3 מיליארד שקל מ־S&P 500 לארץ, השקל מתחזק"

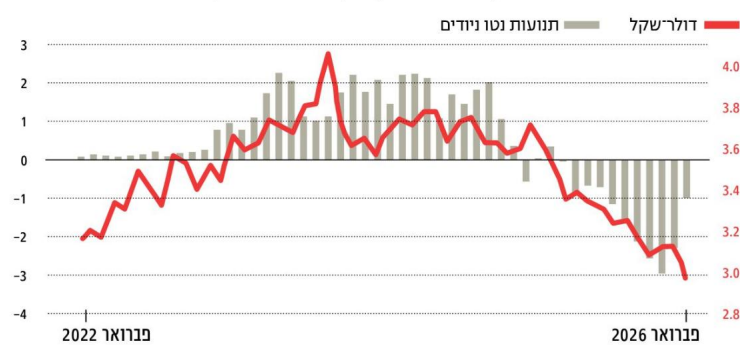
מה עומד מאחורי הראלי במטבע הישראלי?



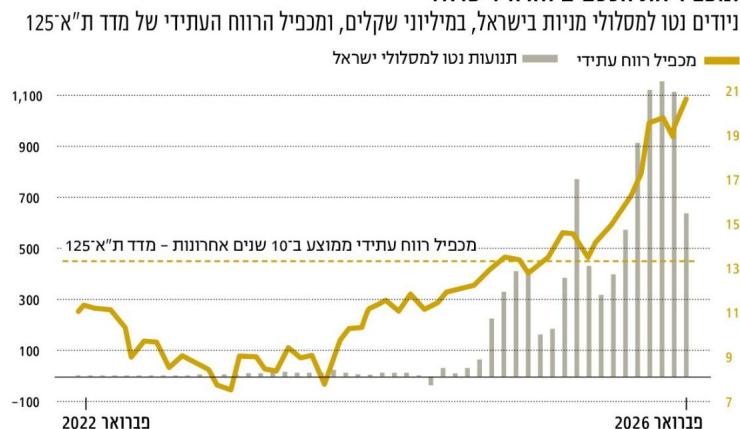
שיעור החשיפה של המוסדיים לחו"ל אכן גדל, אבל הוא חלק ממגמה גלובלית



זה קורה גם כי הציבור בורח ממדד הדגל האמריקאי



ומעביר את הכספים חזרה לישראל



מקור: מצגות שהוצגו בדיון שנערך בפורום שווי הוגן של אוניברסיטת רייכמן

דיון בפורום שווי הוגן חשף מחלוקת בשאלה מי אחראי לראלי בשקל. בהפניקס טוענים שהחוסכים מכתיבים את הטון והעלו טענה שהאוצר מבצע שורט, באוצר דחו זאת, ורגולטור לשעבר מציע לשנות את הצגת התשואות כדי לצמצם את הלחץ במט"ח

אלמוג עזר

בסוף חודש מאי צלל הדולר לשער של 2.85 שקלים לדולר, ירידה של 16% בתוך 11 חודשים. התחזקות השקל מול המטבע האמריקאי היתה כל כך אגרסיבית, עד שסיכנה את יציבות החברות המייצאות סחורות ושירותים מישראל, שרוב ההוצאות שלהן בשקלים אך המכירות שלהן בדולרים. בנוסף, הזינוק בשקל הופך את עובד ההייטק הישראלי לאחד מהיקרים בעולם, ופוגע בתחרות תיות שלו מול מרכזי הפיתוח באירופה, אסיה וארה"ב.

בלב הסערה הועלו טענות על ידי בכירים במשק על כך שהמוסדיים מוכרים דולרים, מאחר שהם מציגים תשואה שקלית ומתמקדים בהשקעת כספי החו"סכים בתוך ישראל, ובתוך כך דוחפים את הדולר מטה. את הוויכוח הזה אפשר היה לשמוע גם מאחורי דלתים סגורות בפורום שווי הוגן של אוניברסיטת רייכמן, שבו השתתפו בכירי הגופים המוסדיים, משרד האוצר, בנק ישראל, רשות שוק ההון ורשות ניירות ערך לצד אנשי מקצוע אחרים. הדיון הפגיש סביב שולחן אחד את כל השחקנים המשפיעים על שוק המט"ח, וחשף מחלוקות חריפות באשר למקור התחזקות השקל ולדרך להתמודד איתה.

שרייבר: "זו לא החלטה שלי, אלא של החוסכים"

חגי שרייבר, מנהל ההשקעות הראשי של הפניקס, המוסדי הגדול בישראל, דחה את הטענה שלפיה המוסדיים הם שמוכרים דולרים מיוזמתם. לדבריו, מכירות המט"ח הן תוצאה של החלטות החוסכים עצמם: "זו לא החלטה שלי, זו החלטה שלכם (של החוסכים – א"ע). סוכן הביטוח יושב איתכם, לא יושב איתכם, לא משנה. אבל אתם החלטתם, לא אני החלטתי, ללכת ולמכור S&P 500 ולקנות מסלולי מניות בישראל. זה לא אני החלטתי בכלל, זה אתם. עכ"שיו מה קורה? כשאנחנו מעבירים 3-2 מיליארד שקל כל חודש, מ־S&P 500 למסלול כללי, אני צריך ללכת למכור דולר, דולר פה, ואני קונה רבע דולר

שם. זה לא אני, זה אתם החלטתם, שכנעו אתכם, השתכנעתם, לא יודע איך. דרך אגב, אנחנו מסתכלים במראה האחורית, כמו בהרבה מקרים, אבל אנחנו פה רק מבצעים. זה שינוי בטעמים של החוסך, לא בשינוי בטעמים שלנו. כמוסדיים, אנחנו מבצעים, העברתם אצלנו ממסלול כזה למסלול כזה, ואנחנו חייבים למכור את הדולרים".

גיא לקן מאוניברסיטת רייכמן הציג נתונים שלפיהם בשנה האחרונה נרשמו פדיונות חריגים ממסלולי חיסכון שער קבים אחרי מדר הדגל האמריקאי S&P 500, שהובילו להמרות מט"ח. "אין למנהלי ההשקעות שום השפעה על הנושא הזה. מדובר אך ורק בטעמי החוסכים", אמר. שרייבר, מעבר להגנה על המוסדיים, הצביע על כך שמשרד האוצר נמצא בניגוד אינטרסים. לדבריו, מחד הוא אמור להגן על התעשייתנים וחברות ההייטק שנפגעות מצלילת הדולר, אולם הוא עצמו גייס חוב בדולרים והתחזקות השקל מול הדולר בעצם מקטינה את החוב האמור.

גיא לקן מאוניברסיטת רייכמן הציג נתונים שלפיהם בשנה האחרונה נרשמו פדיונות חריגים ממסלולים עוקבים אחרי S&P 500, שהובילו להמרות מט"ח. אין למנהלי ההשקעות שום השפעה על הנושא. זה רק טעמי החוסכים"

לדבריו, "משרד האוצר לקח פוזיציה על הדולר. בפועל הוא הלך שורט על הדולר. הם גייסו דולרים, מכרו אותם ולא קנו אותם בחזרה Forward (קביעה) מראש מה שער הדולר שיררכש בעתיד – א"ע". משרד האוצר גייס מעל ל-200 מיליארד שקל בדולר בשווי של 3.5 שקלים. שרייבר סבור כי משרד האוצר לוהו כסף בדולרים ועל מנת לממן את הפעילות השוטפת המיר אותם לשקלים. כאשר יצטרך להשיב את החוב בעתיד,

יחזור לרכוש דולרים על מנת להשיבו. כלומר באינטרס של משרד האוצר תחת השר בצלאל סמוטריץ' שהדולר יהיה נמוך, ועל כן סביר שלא תבוצע התערבות מהותית בענף.

"על השקעות דולריות צריך לחשב תשואה דולרית"

טל ישראלי, רכזת תחום פיננסים באגף התקציבים במשרד האוצר, אמרה כי הצעתו של שרייבר עשויה "לייצר איזושהי הקלה בטווח הזמן המיידי. אבל בסוף זה לא פתרון טווח ארוך. זה לא פתרון שישנה את השוק באופן מהותי". ישראל גם טענה כי שרייבר "זורק את משרד האוצר מתחת לגלגלי הרכבת" כשהוא בפועל מאשים את האוצר בייצירת שורט על הדולר.

על רקע הזינוק בשקל והלחץ לכאורה שמפעילים המוסדיים על שווי הדולר בשוק המקומי כתוצאה ממכירתו, אחת הטענות שעלו היא כי הדבר מקבל רוח גבית מכך שהמוסדיים מציגים את התשואה של החיסכון לטווח ארוך בצורה שקלית. קרנות הפנסיה, הגמל וההשתלמות מציגות לחוסכים תשואה בשקלים. כלומר השקעה במדד S&P 500 של החוסך הישראלי תשתלם רק אם במידה שתשואת המדד לא קווצה לגמרי על ידי תנועת הדולר מול השקל. ב-12 החודשים האחרונים, לדרי גמה, התשואה השקלית של המדד היתה 10% בלבד, בעוד מדד ת"א-125, המדד המייצג של אחזות בית, עלה ב-34%. השינויים בתשואה בין המדד האמריקאי למדד הישראלי הביאו לפדיון מיידי של ליארי שקלים מהמסלולים שעוקבים אחרי מדד S&P 500 והעברתם למסלול המקומי.

משה ברקת, יו"ר רשות שוק ההון הקודם, חשף בפורום כי כבר בשנת 2021, בדיונים מול משרד האוצר, הוא ביקש לעשות מהפכה בענף התצורה של החיסכון לטווח ארוך. "אמרתם להם, חבר'ה, צריך לקחת את ההשקעות מהן דולריות, או ביורו, ההשקעות המטבעיות, ולחשב תשואה מטבעית, לא לחשב תשואה שקלית. עכשיו, כאשר אדם נותנים לו בסטיימנט כמה אתה תקבל אם אתה עכשיו פודה, שייתנו לו

אבל מדובר רק בחצי אחוז מסך הנכסים שמנוהלים בקרנות הנאמנות (כ-835 מיליארד שקל, נכון להיום – א"ע).

היא הוסיפה כי "זה כמו בן נוסף לכל מה שדובר פה שמושקע במסלולי S&P, שזה בדיפולט בדרך כלל לא מגודר. אז גם בקרנות יש אינדיקציה שיש מעבר לנכסים יותר מגודרים".

על פי בדיקת רשות ניירות ערך, 42% מהחברות הציבוריות הצהירו ברו"חות שלהן לסיכום 2025 כי התחזקות הדיר לר פוגעת בהן. זאת, לעומת שנת 2024 שבה קבעו 33% בלבד כי התחזקות השקל פוגעת בהן.

כאמור, הדיון התקיים במסגרת פורום שווי הוגן בראשות פרופ' אמיר ברנע ושלומי שוב, ראש החוג לחשבונאות באוניברסיטת רייכמן, שעוסק בסוגיות מקצועיות ודילמות רגולטוריות הקשורות לשוק ההון ולעולם העסקי, שנמצאות על סדר היום הציבורי.

על פי בדיקת רשות ני"ע, 42% מהחברות הציבוריות הצהירו בדו"חות לסיכום 2025 כי התחזקות הדולר פוגעת בהן. זאת, לעומת שנת 2024, שבה קבעו 33% בלבד כי התחזקות השקל פוגעת בהן

מרים שוורץ זיו, הכלכלנית הראשית והיועצת האסטרטגית ברשות ניירות ערך, גיבתה את דברי נחמני והסבירה כי "אנחנו רואים שבקרנות אצלנו, היו יציאות של 4.5 מיליארד שקל בקרנות שהן מגודרות מט"ח, ובמקביל ראינו פריזנות של כ-4 מיליארד שקל בקרנות שלא מגודרות מט"ח. זה אומנם הרבה כסף,

סכום בשקלים כמו כן, אבל בינתיים, אני מתמודד עם S&P בהשקעות חו"ל – מה, אני מתמודד עם S&P שקלי? אני מתמודד עם S&P דולרי. הרעיון הוא פשוט לחשב תשואות במטבע. תשואות דולריות על השקעות דולריות ולא תשואות שקליות של המוסדיים ואז לא צריך לעשות את הגידורים המיותרים האלה".

על פי ברקת, הגידורים שעושים המוסדיים כדי להציג תשואה שקלית גם עבור השקעות בחו"ל עולים לחוסכים 8 מיליארד שקל, שמקוויים מהתשואה שלהם.

אסף נחמני, מנהל חטיבת השקעות ורישוי ברשות שוק ההון, הסביר כי לא מדובר בלחץ שנובע רק משינויים בחס"כ לטווח ארוך, אלא גם בחיסכון לטווח קצר, כלומר קרנות הנאמנות ומשקיעי הריטייל, שגם הם עברו להתמקד בעיקר במסלולי מניות בתוך מדינת ישראל ולא מוציאה לה.



מימין: ברקת ושרייבר. "אם מציגים תשואות במטבע המקורי לא צריך את הגידורים"