

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 15/06/2026

נושא המפגש: "האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

לחומר הרקע למפגש: [חומר הרקע](#); [מצגת חגי שרייבר](#); [מצגת צביקה אקשטיין](#); [מצגת גיא לקן](#)

לרשימת המשתתפים: [לחצו כאן](#)

צוות מקצועי: דניאל אלביליה, טוהר זיני, ניר פלד, דותן פרידמן

שלומי שוב

בוקר טוב, אנחנו עוסקים היום בנושא של סביבת שער החליפין החדשה של הדולר – גם מבחינת הסיבות לתופעה, גם בהיבט של ההשלכות המשקיות וגם בשאלה האם בראיית מאקרו, כלומר המדינה – רגולטורים, משרד האוצר ובנק ישראל – כל אחד בתחומו, צריכים לעשות משהו. יש כאן סוגיה רחבה מאד שמקשרת בין שוק ההון, שוק המט"ח, הפעילות הריאלית במשק וגביית המס – לא מדברים על זה הרבה אבל תחשבו איזו פגיעה זאת מבחינת הכנסות המדינה למשל לאור מיסי חברות ההייטק שמתורגמים לשקלים ומיסי היבוא.. בקיצור יש כאן מידניות מוניטריות, פיסקאליות, רגולציה פיננסית ועוד – ממש הכל קשור להכל. ואין ספק שיש כאן תופעה מיוחדת בישראל ביחס לעולם, כלומר יש תיסוף מקומי חריג, ולכן אנחנו גם דנים בה.

אם בעבר הושפע שער החליפין בעיקר מפעילותם של יצואנים, יבואנים ומשקיעים זרים, כיום גם החלטות ההשקעה והגידור של הגופים המוסדיים מהוות גורם משמעותי בביקוש ובהיצע של מטבע חוץ – ועסקנו בכך בשנה שעברה בפורום.

מאחר והיקף הנכסים המנוהלים על ידי המוסדיים הוא עצום וחצה את רף ה-3.4 טריליון שקל, גם שינויים מתונים יחסית במדיניות ההשקעה או במדיניות הגידור עשויים להיות בעלי השפעה משמעותית על שוק המט"ח. נייר מדיניות שפרסמנו בשבוע שעבר במכון הפניקס מצביע על כך שמכל שקל שולי המופקד למכשירי החסכון המוסדיים מופנות להשקעות בחו"ל 54 אגורות. דינמיקה זו

מייצרת לחצי ייסוף כבדים על השקל, כאשר עליות שערים חדות בשווקים הגלובליים מאלצות את המוסדיים למכור דולרים לצורכי איזון התיק. ועוד מעט נראה מספר גרפים מעניינים בנושא.

כמו שראינו, בנק ישראל ביצע התערבות מינורית יחסית במסחר באמצעות רכישת דולרים, במטרה לעצור את התחזקות השקל. השאלה היא האם צעד זה מהווה שינוי מדיניות מוניטרית של בנק ישראל והאם הוא רואה בעיה מובנית בהשקעות של המוסדיים ו/או אלה שמתבצעות על ידי הציבור דרכם או רק התערבות נקודתית בגלל תקלה, או משהו כזה, בשוק כמו שנאמר על ידם.

אגב אנקדוטה חשבונאית מעניינת היא שירידת שער החליפין של הדולר מובילה להפסדים משמעותיים בדוחות של בנק ישראל ושימו לב שזה הפסד "שלא נספר" כלומר לא מביאים אותו בחשבון לכל כיוון בתקציב המדינה. שזה קצת מלאכותי שהסתכלות היא לא כוללת. זה נכון שתקציב המדינה הוא על בסיס מזומן ולא על בסיס צבירה, אבל זה מובא בחשבון גם במועד המימוש (אם יהיה כזה...)

התחזקות השקל מול הדולר מציבה אתגר מורכב בפני קובעי המדיניות. מצד אחד, שקל חזק תורם לירידה במחירי המוצרים המיובאים, מפחית לחצים אינפלציוניים ומסייע בשמירה על יציבות המחירים.

מצד שני, הוא מקשה על ענפי היצוא ועל חברות הפועלות בסביבה עסקית גלובלית. במציאות זו נדרש בנק ישראל לאזן בין מטרות שונות ולעיתים אף מנוגדות: שמירה על יציבות המחירים, תמיכה בפעילות הכלכלית ושמירה על כושר התחרות של המשק הישראלי.

אין ספק שההשפעה המשמעותית ביותר של סביבת שער החליפין הנוכחית מורגשת בענף ההייטק הישראלי שיש לו השפעה חריגה על הכלכלה שלנו. ענף זה פועל במידה רבה במונחים דולריים: מרבית הכנסות החברות, גיוסי ההון והשקעות ההון סיכון נקובים בדולרים, בעוד שחלק ניכר מהוצאותיהן, ובראשן עלויות השכר, נקוב בשקלים. כתוצאה מכך, התחזקות השקל מגדילה את עלות הייצור במונחי דולר ומקטינה את הערך השקלי של ההכנסות המתקבלות מחו"ל. במקרים רבים, משמעות הדבר היא שחברות נדרשות להקצות חלק גדול יותר מהתקציב לצורך מימון אותה פעילות, גם כאשר היקף הפעילות העסקית עצמו אינו משתנה.

השפעה זו בולטת במיוחד בקרב חברות סטארט-אפ וחברות צמיחה, אשר מממנות את פעילותן באמצעות הון שגויס ממשקיעים זרים. כאשר שער החליפין יורד, הערך השקלי של ההון שגויס נשחק, בעוד שעלויות השכר והתפעול ממשיכות להיות משולמות בשקלים.

ניתן לראות זאת היטב במשקפיים חשבונאיות – לאור העובדה שמטבע הפעילות של חברות אלה הוא הדולר ומאחר והן פועלות בישראל ומבוססות במידה רבה על כוח אדם, יש עליה משמעותית בהוצאות השכר שמובילה לשחיקה משמעותית מאד של הרווח התפעולי.

צריך מצד אחד להיזהר כדי לא ל"הפיל" על שער החליפין את כל האשמה למצב הנוכחי של חברות ההי טק ולגל הפיטורים, אבל מצד שני גם לזכור את שהמשברים הגדולים מגיעים "מסערה מושלמת" כלומר כאשר מספר גורמים בעלי השפעה שלילית מגיעים ביחד..

האתגר בולט גם בקרב חברות טכנולוגיה בינלאומיות המפעילות מרכזי מחקר ופיתוח בישראל. החלטותיהן של חברות אלו מתקבלות על בסיס השוואה גלובלית בין אתרי פעילות במדינות שונות. כאשר עלות ההעסקה בישראל עולה במונחי דולר, היתרון היחסי של ישראל עלול להישחק בהשוואה למוקדי פעילות חלופיים באירופה, באסיה ובמדינות נוספות. במצב כזה, חברות עשויות להאט גיוסים בישראל, להעביר חלק מהפעילות למדינות אחרות או להקצות השקעות חדשות לאתרי פעילות חלופיים. אף שמדובר בהחלטות המושפעות ממגוון רחב של גורמים, ובהם איכות כוח האדם, היציבות העסקית והסביבה הטכנולוגית, לשער החליפין תפקיד חשוב בקביעת העלות היחסית של הפעילות המקומית.

צריך לזכור שענף ההייטק בישראל אחראי לחלק משמעותי מהיצוא, מההשקעות הזרות, מהכנסות המדינה ממסים ומהצמיחה במשק. יתרה מכך, השפעתו של ענף ההייטק חורגת הרבה מעבר לחברות הטכנולוגיה עצמן ומשפיעה על שוק העבודה, על שוק הנדל"ן, על ענפי השירותים העסקיים ועל פעילותם של אלפי ספקים ונותני שירותים. לפיכך, השפעות שער החליפין אינן מוגבלות לחברות הטכנולוגיה בלבד, אלא עשויות לחלחל בהדרגה למגוון רחב של ענפים ופעילויות כלכליות.

שימו לב איך הכל מתקשר להכל ולכן גם החלטנו לקיים את הדיון היום. זאת סוגיה בעלת השלכות רחבות על המדיניות המוניטרית, על כושר התחרות של ענפי היצוא, על מיקומן של השקעות בינלאומיות ועל קצב הצמיחה ארוך הטווח של המשק הישראלי. וכן גם על הכנסות המדינה ממסי ההיי טק – בין אם זה חברות ובין אם זה עובדים. ככל שהיקף ההשקעות של הגופים המוסדיים בחו"ל ימשיך לגדול, וככל שחלק גדול יותר מהחיסכון הפנסיוני של הציבור הישראלי יופנה לשווקים זרים, כך צפוי הקשר בין שוק ההון, שוק המט"ח והפעילות הריאלית במשק להפוך לחשוב יותר בקבלת ההחלטות.

לאחרונה עלו מגוון של הצעות "יצירתיות" לפתרון, לרבות באמצעות סיוע לחברות ההיי טק ולרבות בהקשר של אופן המיסוי. אני פחות אוהב צעדים שמטפלים בסימפטום ולא בבעיה – אבל כן חושב והבעתי את דעתי לא פעם בעבר שהגיע הזמן לסגור את העיוות לפיו חברות ישראליות שמטבע הפעילות שלהן הוא דולר ממוסות בשקלים, כל עוד הן לא נכנסות לתחולת ה"תקנות הדולריות". כמו אלביט למשל. המס צריך ללכת אחרי הכלכלה וכאן החשבונאות בדיוק משקפת את הכלכלה. אז יכול להיות שכעת זאת הזדמנות לתקן עיוות היסטורי.

יש לנו כאן היום מסביב לשולחן נקודות מבט שונות שתכף נראה אותן לרבות נציגים של גופי הרגולציה השונים. אני מניח שיעלו כאן בדיון היום לא מעט הצעות ודעות, לרבות האם נדרשת בכלל התערבות רגולטורית, ונשמח לשמוע אותן אבל הכל כמובן מתחיל בזיהוי הבעיה.

אמיר ברנע

בהמשך לשלומי, אלמנט מרכזי בדיון היום הוא השפעת פעילות פיננסית על שער החליפין. מוצגות ותוצגנה השלכות של נטרול סיכון מטבעי שמחייבות מכירת מטח בסיטואציה ששוק ההון עולה ורכישת מטח אם שוק ההון העולמי יורד. מה השפעת פעילות מוסדית זו על שער השקל האם נדרשת פעילות ממלכתית במדינת ישראל לנטרול הפעילות הזו.

ההתייחסות שלי היא מצומצמת, ואני אתייחס רק לאופטימיזציה של ניהול תיקים כאשר כלול בהם מרכיב מרכזי או חשוב של השקעה בחוץ לארץ. כלומר, מה השלכות החשיפה המטבעית על ניהול תיקים, כאשר מצד אחד, התשואה שלהם נמדדת בשקלים, הסיכון שלהם נמדד בשקלים וקיימת תחרות בענף. כלומר מה השלכות החשיפה המטבעית לניהול תיקים כאלה.

הגישה שלי נגזרת מתורת המימון, יחסי תשואה סיכון למשקיע ישראלי שמודד את רכושו בשקלים. ההנחה היא שהשקעה מוסדית היא השקעת שוק, ולכן רלוונטי מדד שארפ שהוא מודד הפרפורמנס המקובל, בו מקדם הסיכון הוא סטיית תקן של התשואה, ולא הסיכון השיטתי.

כבר במפתח הדברים אדגיש שהמסקנות שלי תהיינה כלליות, אולי כלליות מדי ופחות רלוונטיות לגבי תיקים ספציפיים. שימוש במדעי שוק, שוק ההון הישראלי לעומת שוק ההון הזר, שנשמע עליו עוד מעט בכל המצגות שיוצגו, יכול להטעות. הוא יכול להטעות מכיוון שהרגישות של תיקים ישראליים למט"ח או לשער המטבע, תלויה בתיק ספציפי. האם תיק מניות ישראלי שכולל השקעות במגזר הפיננסי, נניח בנקים ביטוח, דומה במקדמי המתאם לשער החליפין לתיק מניות טכנולוגיות? הרי יכול להיות שונה לגמרי. האם תיק מניות שמייצג נדל"ן בארץ, דומה במקדמי המתאם, לתיק מניות מייצג ביטחון למשל? התשובה היא כמובן שלילית, אבל הדגש היום הוא על הקשר בין השקעה במדדי חו"ל, לשער החליפין, כאשר תשואת התיק, כמו שאמרתי, וסיכנונו נמדד בשקלים.

הנתונים שיש לנו הם מהשנתיים האחרונות יתכן שנדרשת תקופה יותר מוקדמת אך יש בעיה עם השפעת הקורונה על פי הנתונים נאמד מקדם מתאם שלילי בין תשואת השוק האמריקאי לשער החליפין. המקדם שמצאו הוא בערך מינוס חצי.

כמובן, השאלה הראשונה היא, האם הקשר הוא אינדוגני או אקסוגני? כי אם פעילות המוסדיים משפיעה על שער החליפין, והיא נגזרת מהפעילות שלהם בחוץ לארץ, אז זה יותר אינדוגני. אנחנו נמנעים מלבחון איך מתנהגים משתנים מאקרו חיצוניים. כלומר, האם הם קובעים או נקבעים על פי פעילות מוסדית.

לפני שנים, כמו ששלומי אמר, שערי החליפין נקבעו על ידי הסקטור הריאלי. יבוא, יצוא אולי השקעות חוץ. כיום שערי החליפין נקבעים, לפחות במידה מסוימת, על פי פעילות פיננסית טהורה, ולא דווקא על ידי פעילות ריאלית, ייבוא ויצוא וכו'. אם באמת קובע שוק ההון, משקיעים מוסדיים שמנהלים 3.4 טריליון ש"ח, הם אלה שמשפיעים על שע"ח לפנינו בעיה מאקרו כלכלית שמצדיקה דיון נפרד.

מה אומר מקדם מתאם שלילי? הוא יש לך תיק של חול, נניח תיק חול 100%. הסיכון השקלי בתיק הזה יופחת אם הוא חשוף להשפעה מטבעית. כלומר, נטרול ההשפעה המטבעית דווקא מגדיל את סיכון התיק השקלי. כלומר, חשיפה מטבעית מקטינה סיכון תיק שנמדד בשקלים.

כאמור נאמד מקדם מתאם שלילי של מינוס חצי, בין תשואת שוק המניות הישראלית שנמדדת ממדדי שוק ישראלי, ובין שער חליפין. זה אומר שנטרול חשיפה מטבעית, פוגע בסיכון של התיק. הוא לא מועיל לו. בנוסף קיימת גם עלות לניטרול חשיפה מטבעית.

לפי התורה הכלכלית שוודאי נשמע עליה עוד מעט, שער החליפין העתידי, שהוא האמצעי העיקרי שבו מנטרלים את המט"ח בתיק, נקבע על פי הפרשי ריבית ושער החליפין הנוכחי. אבל בשביל עסקה עתידית צריך פרטנר. יכול להיות, שכתוצאה מחיפוש פרטנר, שחשיפה שקלית לא נוחה לו, אולי בנק בינלאומי, הרי בנק ישראל לא עושה את זה עבורנו, אלא גופים מסחריים, האם אין כאן פרמיה? כלומר, לניטרול חשיפה מטבעית יש עלות במונחי תשואה. עכשיו, כמה העלות הזו? לפי נתונים שהוזכרו כאן אני לא סומך עליהם במאה אחוז, אבל בסדר גודל מדובר על בין 0.8% ל-1% עלות של החשיפה, ואם היקף החשיפה הוא נניח 20% או 30%, מדובר להפסד של רבע אחוז תשואה, שזה משמעותי מבחינת התשואה השנתית.

אז השאלות הן בעצם שתיים. שאלה ראשונה, אני מציע לבדוק טוב בתיק ספציפי, האם יש צורך בפעילות שמקטינה או מפחיתה סיכון מטבעי. התשובה היא לא טריוויאלית. ניקח תיק ספציפי, ונבדוק מה משמעות החשיפה המטבעית בתיק הזה. נושא שני, הזה אפקט התחרות בין המוסדיים, יתכן שיש לנו פה כשל שוק, כי אם המוסדיים מתחרים ביניהם על תשואות הזמן הקצר ויש ניוד של כספים בהיקפים גדולים, ממוסדי למוסדי, על פי תשואות של חודש, חודשיים, אחרונים במקרה הטוב, המוסדיים כמעט נאלצים לבצע ניטרול חשיפה מטבעית, והשאלה אם זה לטובת המשקיעים נשארת פתוחה.

אלה שתי שאלות שאני מקווה שהדיון היום יתרום לתשובות להן, כלומר, גם השאלה, האם חשיפה מטבעית היא רצויה לתיק נתון. וגם השאלה, האם ההתחרות בין המשקיעים המוסדיים שהיא על תשואות הזמן הקצר, באמת תורמת לסיכון של התיק כל עוד נמדד שארפ על פי סטיית תקן של התיק בשקלים שנמדדת לאורך זמן.

משה ברקת

אמיר, הערה קטנה, אתה מודד את ההפסד ברבעי אחוז, אז כדי שאנשים יבינו יותר, מדובר על 8 מיליארד שקל הפסד לחוסכים בשנה.

צביקה אקשטיין

(מוצגת מצגת) זה ישראל, אנחנו מדברים מ-2008, רואים ב-2008 שהריבית הארוכה בישראל הייתה משמעותית, גם לפני כן, גבוהה מארצות הברית. ואנחנו בתהליך שהוא תהליך עולמי של ירידת ריבית ארוכה. יש לנו כמובן את המשבר הגדול כאן ב-2008, והריביות יורדות, ועכשיו אחרי האינפלציה הן גבוהות, והדבר הדרמטי בעצם, היום, שהריבית הארוכה בישראל היא כ-3.7% וזו בארה"ב היא 4.6%.

זה הבדל ענק, וזה בעצם יוצא דופן, אנחנו בנקודת זמן ובתהליך יוצא דופן, אנחנו גם במלחמה, יוצאת דופן. אני לא רוצה לתאר את המלחמה כי המילה שנשמטת תהיה פוליטית, אבל אנחנו במלחמה שהזירות לא נסגרו. אתמול בערב לא ידעתם אם אתם פה בבוקר.

זה יוצא דופן שעם סיכונים כאלה, רמת הסיכון שרואים המוסדיים, היא באחוז נמוך מארצות הברית, כאשר מוכרים אגרות חוב של ישראל למוסדיים אחרים בחו"ל שלא שוכרים בהם, זה אחוז מעל. ה-CDS של ישראל הוא סדר גודל של 80 עכשיו, שוק מוזר.

אבי לוי

רגע, אבל התשובה בישראל זה צמוד מדד.

צביקה אקשטיין

לא. זה ריבית ארוכה נומינלית אני משווה.

אז אנחנו בעולם מאוד מוזר לגבי ההתנהגות של אזרחי ישראל לגבי הסיכונים שלהם יחסית לחו"ל ושל השוק העולמי יחסית לחול. זה נקודה מרכזית שאני רוצה להבהיר אותה, ואנחנו בריביות, זאת שאלה, דרך אגב, האם זו ריבית ארוכת הטווח של ישראל וארצות הברית? כי אנחנו צריכים לחשוב מהי ריבית ארוכת הטווח של הבנק המרכזי של ישראל. היא לא שונה הרבה מארצות הברית, יעד אינפלציה של 2%, היא צריכה להיות קצת גבוהה, אם יש רמת סיכון יותר גבוהה. אבל סדרי הגודל של הריבית הארוכה, בוא נגיד ככה, הפד אומר 3%, יש כאלה אומרים 4%. אנחנו בבעיה וגם בפד לא יודעים, יש פתאום נגיד חדש, אנחנו בעולם מאוד יוצא דופן עם אי ודאות רבה.

עכשיו אני ממביט על הגרף של יצוא ויבוא באחוז תמ"ג. זה הגרף הכי חשוב לצערי אין לי אותו הולך אחורה עד 2000. זה הפנדמנטלס, זה הייצוא והייבוא כאחוזי תל"ג. דבר ראשון, אנחנו רואים שבממוצע, הייצוא גדול מהיבוא, דרך אגב מ-2004. דבר שני, בתהליך, יש לנו ירידה בפתיחות המשק, הייצוא קטן והיבוא קטן כאחוז מהתמ"ג. הפער ביניהם מתמשך בהיקף של עודף של כ-3-5 אחוזי תמ"ג.

כלומר, הפעילות של המוצרים הבלתי סחירים היא אחרת. דרך אגב, כשמסתכלים על האינפלציה, אם הסתכלתם בהחלטת הריבית האחרונה, האינפלציה של מוצרים מיובאים היא 0.3%, האינפלציה של מוצרים מקומיים היא 2.8%, וזה בעולם שבו הדיור לא עולה כל כך הרבה. זו גם הדילמה של בנק ישראל. התחזקות השקל היא המקור לאינפלציה של כ-2% מאחר ובמוצרים המיובאים היא רק 0.3% בשנה אחרונה.

אנחנו רואים עוד כאן, מהקורונה 2020, היצוא תפס עוד פער מהיבוא, ועכשיו במלחמה עוד יותר. ואיזה ייצוא יורד? כל היצוא שהוא לא הייטק. חלקו של ההייטק ביצוא, גדל, מגיע עכשיו ל-57%. אז אם היצוא לא גדל באחוזים, אז מה קורה? כל היתר נעלמים. אבל המרווח הזה, זה מה שמשלמים אלה שמחזיקים נכסים דולרים בחו"ל, כששער החליפין לא משתנה, זה שיווי משקל ברמה יומית.

הבעיה המרכזית, היא למה היבוא לא גדל כששער החליפין יורד? דקה אחת נעשה הצצה על שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, הוא מתחיל פה ב-90, ותראו איפה הוא. זה על כל המדינות, על כל היבוא בעולם, משוקלל. הדולר הוא יחסית יציב. דרך אגב, שער החליפין האפקטיבי יותר מושפע מהיורו מאשר מהדולר, ההייטק מושפע מהדולר.

מה שאני מנסה לומר, זה שיש לנו שער חליפין אפקטיבי מהעולם יורד, והיבוא לא גדל. משק בעייתי. למה?

הביקוש למזון גדל, האוכלוסייה גדלה, כמות המזון המיובאת קטנה, כי לא נותנים פה, ואסור להביא. יש מגבלות, יש מכסים, יש המון מכסים. יש המון מגבלות על פעילות של נותני שירות בישראל, מהנדסים, רואי חשבון, אנחנו מדינה סגורה. אנחנו מדינה שכל החיים שלה עד 2004 פחדה מבעיית גירעון במאזן המסחרי. אנחנו בבעיה סטרוקטורלית, שיש לנו ענף התי טק שמחזיק את המשק.

שתי מילים על ההייטק, קודם כל, הייטק הוא מאוד מפוזר. אין מדינה קטנה כמונו שיש לה הייטק כל כך מפוזר. ביטחון 12% מההייטק, מבחינת עובדים, סטארטאפים 8%-9% מההייטק ומרכזי R&D שהם בערך 25% מההייטק. מרכזי ה-R&D הם בדולרים עובדים, דרך אגב, הם משלמים גם בשקלים הכי הרבה. אם שער החליפין ירד ב-15%, הם יכולים להוריד את השכר ב-15%. לאן החברה ילכו? אתה יודע, הבעיה מספר 1 במלחמה, כן? ילכו לחו"ל? יתכן וזו הבעיה המרכזית. הם מרוויחים 2.5 כפול מהמוצק במשק. כלומר, כשאומרים הייטק ייפגע, אני אגיד התעשייה הביטחונית לא תיפגע, בהייטק יש רווחיות גדולה.

למה אין יבוא? לא מייבאים מזון, ולא בונים מספיק בתים, ולא בונים מספיק רכבות, ולא משקיעים מספיק במשק, ויש המון מגבלות על יבוא. מי פותר את הבעיה הסטרוקטורלית הזו? המוסדיים.

תראו, בשקף זה מוצג החשבון השוטף, יש לי אותו 95, אבל אנחנו בעודף (כיום). הממוצע זה באחוזי תל"ג, 3.5% תל"ג. הדולר מ-2010, עד לפני שנה, היה בממוצע 3.6 שקלים לדולר. מה שקרה, שמלפני

שנה, יש לנו תהליך משמעותי של תיסוף שהגיע בחודש האחרון ל 2.8 ועכשיו כ 2.9 נה לדולר. אני חושב שקודם כל צריך להכיר שאנחנו בתקופה, של שוק הון מוזר.

השאלה מי שילם את העודף במאזן התשלומים לאורך כל העשור לפני יוני 2025. למזלנו, כספי הפנסיה הם גורם דומיננטי, אבל לא רק. ישראלים משקיעים בחו"ל יותר מאשר אחרים משקיעים בישראל, כבר הרבה שנים. אבל המוסדיים הצטרפו בסדרי גודל ב2008, הם חוסכים, הם מקבלים זרם של 17 אחוז מהשכר, בערך 10 אחוז מהתמ"ג, כל שנה. אם הם משקיעים, הם צריכים 3.5% מהתמ"ג. זאת אומרת, אם הם משקיעים שליש חשוף דולרי, אין לנו בעיה. אם הם משקיעים 20%, שזה נדמה לי הנתון שהצגתם. בנוסף, יש לנו אנשים עשירים במשק שמשקיעים בחו"ל, והם חשופים לדולרים, אז המטבע נשאר בשיווי משקל. מה קרה בזמן האחרון? אני לא יודע. לא ראיתי אף מחקר שהראה בדיוק מה קרה. הניחוש שכולם אומרים, שפתאום כולם התחילו להתאהב במשק הישראלי, ולהשקיע בשקלים, ולהוריד חשיפה דולרית. האם זה זמני או קבוע? אני לא יודע.

אז תראו, בשנה האחרונה שוק המניות הישראלי עלה ב50%, שוק המניות בארצות הברית עלה ב27%. זו שנה לא נורמליות. בממוצע שוק המניות בארצות הברית עולה ב8%-10%. יש לנו את הAI, עכשיו, כנראה שהקופות הורידו את החשיפה למט"ח בכל הצורות. דרך אגב, שער החליפין יורד דולר לא זז, זה הכל בשנה האחרונה.

לפני שנה שער החליפין היה 3.62, ב2010, איך החזקנו? הסברתי לכם, היו השקעות בחו"ל, חשיפות דולרים, שסגרו את זה. ההמשך שלנו, שיהיה לנו המשך של עודף כזה, האם השוק יכול לקיים עודף כזה? כל עוד שהחשיפה של המוסדיים היא סדר גודל של 20%, או קצת יותר, ראינו שהם נמוכים, והאנשים הפרטיים משקיעים בדולרים, אז יהיה שיווי משקל, האם נחזור פחות או יותר לשיווי משקל של שער החליפין מלפני יוני 2025? קשה לנבא בשוק זה אבל לא בלתי סביר. ב21 דרך אגב הגענו ל3.1 שח לדולר והשער עלה ל 3.6. זאת אומרת היה לנו כבר תהליך כזה.

יש שלוש בעיות שצריכות לפתור במשק:

אחת, עד כמה שאני יודע, אנשים פרטיים שמחזיקים נכס בשקלים, מנקים להם מהתשואה את האינפלציה, ולכן הם משלמים מס על תשואה ריאלית. אם הם חשופים לדולר, לא מנקים להם את האינפלציה.

עזבו שער חליפין, מדבר אינפלציה בישראל. יש הבדל, לא אינפלציה בארצות הברית. בוא נניח שעברנו שנה, שבה האינפלציה בישראל ובארצות הברית היא 2%, שזה הממוצע, זה הצפי שלה, גם בישראל ובארצות הברית. ושער החליפין קבוע, אז אני בתוחלת מפסיד את המס על האינפלציה, זו בעיה במיסוי. הנגיד אומר את זה, וצריכים לשנות. דיברתי גם עם האוצר, וצריכים לשנות.

הבעיה השנייה, הפונדמנטלית, של היבוא, חייבים לטפל בה, זה לא לפורום הזה, אבל זו בעיה ריאלית, משמעותית למשק.

אני אגיד שתי מילים על בנק ישראל, הייתי שם כשהחלטנו להתערב, והייתי בעד ההתערבות, לא כולם היו בעד, אבל נקטנו בראייה רטרוספקטיבית, התערבנו מאסיבית בשנים 2009-2011 בו בזמן גם העלינו את הריבית. בדיעבד, יש תמימות דעים, אני אגיד אפילו בן ברננקי כתב על זה פוסט בהקשר הזה, שזו הייתה התערבות לא נכונה, וגם הפסקנו אותה באיזושהי צורה והוצאנו הודעה שבנק ישראל צריך להתערב כאשר התנועות בשער החליפין הן לא תואמות את הפנדמנטלס. אני אגיד שההתנהלות האחרונה של שער החליפין נראית לא תואמת את הפנדמנטלס. לכן הייתה הצדקה לבנק ישראל להתערב, אולי גם היום. אבל באופן עקרוני, התערבות בשער החליפין זה קוונטיטטיבי איזינג (Quantitative Easing - הרחבה כמותית), ואתה עושה את זה כשהריבית היא אפס, וזה מה שעשו ב-2020.

לכן, אם השוק ילך לצלילה וזה יתאים את מה שקורה בשוק, בנק ישראל יתערב רק בתזוזות חדות למטה, הוא לא ימנע את המגמה. הנזק של זה למשק הישראלי עשוי להיות דרמטי לענף ההייטק. ההייטק הישראלי, הכנסות ממיסים ישירים זה בערך 25-30% של הכנסות המיסים בישראל. הכנסות מרווחיות זה בערך 10% מהמיסים, אבל היתר הוא שיש להם הכנסות מאוד גבוהות, הם משלמים מע"מ בסדרי גודל מאוד גבוהים, וזה עשוי לפגוע ברצון שלהם להיות בישראל שזה הדבר הכי נורא שיכול להיות.

גיא לקן

אני אנסה לקצר, כמו ששלומי אמר, הוצאנו בשבוע שעבר נייר מדיניות שעוסק בהשקעות המוסדיים בחו"ל. אז אני אתן רקע, אדבר על הדברים של שלומי ושל אמיר, אנחנו בכלל מדברים על הגופים המוסדיים בהקשר של שער החליפין, בגלל הגידול המאוד מאוד מסיבי בנכסים המנוהלים על פני זמן, נכון להיום, אנחנו מדברים על קרוב ל-3.4 טריליוני שקלים ובמקביל ראינו גם גידול מאוד דרמטי באלוקציה, בצפיפה שלהם לחו"ל, דבר שהפך אותם לשחקנים מאוד משמעותיים, גם בשווקים המקומיים וגם בשוק המט"ח.

אפשר לראות פה (מצגת) תמונת מצב על פני זמן, הקו הירוק הוא שיעור החשיפה לחו"ל, שכמו שאפשר לראות עולה בקצב מאוד מהיר על פני זמן. הקו הכתום שיעור החשיפה למט"ח, והפער ביניהם הוא אומדן הגידור. אז אם אנחנו מסתכלים על תחילת שנת 2026, אנחנו מדברים על שיעורי חשיפה לחו"ל של כ-40% ופחות או יותר 50% מתוך החשיפה הזאת מגודרת.

עכשיו, כמו ששלומי ואמיר ציינו לפני, לפעילות שלהם גם בשוק הספוט, וגם בהשלמות המרגינס על החוזים העתידיים והגידורים, עשויה להיות השפעה מאוד דרמטית על שער החליפין, בגלל היקפי הנכסים המאוד משמעותיים.

אם נסתכל רגע על התקופה האחרונה, שנת 2025, אנחנו רואים איזושהי ירידה בשיעור החשיפה של הגופים המוסדיים לחו"ל ונשאלת השאלה למה? יכולות להיות מגוון סיבות, האם מדובר בהחלטה אקטיבית של הגופים, האם אלה טעמי חוסכים, או פשוט מדובר על שערוכים, זאת אומרת היחס בין ה S&P לבין תל אביב. אני כבר אגיד שקשה לענות על השאלה הזאת, אז אני אתן פה איזושהי אינדיקציה. אם אנחנו מסתכלים על הקו הכתום, שיעור החשיפה לחו"ל בשנת 2025, אל מול מדד ה S&P במונחים שקליים, זאת אומרת שיערוך התיק, אנחנו רואים שה S&P לא ירד, אבל עדיין האלוקציה קטנה בשנה הזאת. ונשאלת השאלה למה?

נסתכל על מסלולי S&P שמנוהלים על ידי הגופים המוסדיים, פה אתם רואים רק את הפנסיה ואתם רואים את המשיכות מהמסלולים משנת 2024 עד שנת 2025. ראינו משיכות מאוד משמעותיות של חוסכים מאותם מסלולי S&P בהשוואה ליתר המסלולים, ששם דווקא ראינו ירידה במשיכות על פני זמן.

אני אגיד שבמונחים אבסולוטיים זה לא יכול להסביר את כל הירידה באלוקציה, אבל זה עוד גורם שיכול לבוא ולהשפיע על המרות הדולרים ועל האלוקציה של הגופים המוסדיים, ואין למנהלי ההשקעות שום השפעה על הנושא הזה. מדובר אך ורק בטעמי חוסכים.

אם נסתכל אולי במבט צופה פני עתיד, מה הנטייה השולית של הגופים המוסדיים להשקיע בנכסים זרים, אז הסתכלנו מצד אחד על ההפקדות לפנסיה, ומצד שני על השינויים בשיעורי החשיפה, וכמו ששלומי ציין לפני, קיבלנו מתאם של 0.54. זאת אומרת, על כל שקל חדש של הפקדות שמגיע לגופים המוסדיים, אנחנו מקבלים 54 אגורות שיוצאות באופן מיידי לחו"ל.

איך הגופים המוסדיים משקיעים בחו"ל? אני חושב שהתובנה המעניינת, שאותי עניינה, בראשונה, זה שהם נחשפים בעיקר לנכסי אקוויטי, אנחנו כמעט ולא רואים נכסי חוב, רוב החשיפה לנכסי אקוויטי וקרוב ל-40% מהחשיפה מתבצעת על ידי מגזרים עתידיים, חוזים עתידיים על מדדי מניות. ושוב אני מתחבר לסיפור של דרישות המרגינס שיכולות להשתנות כתלות בביצועי מדדי המניות הזרים, וגם הם ישפיעו בתורם על שער החליפין שקל דולר.

אם משווים את הגופים המוסדיים הישראליים לגופים המוסדיים ב OECD, רואים שעל פני זמן מגמת הגידול בחשיפה לחו"ל מאוד מאוד דומה. הגופים המוסדיים לא התנהגו בצורה חריגה בהשוואה לגופים המוסדיים ב OECD, אבל אנחנו עדיין רואים שהם נמצאים בתת אלוקציה, הם משקיעים פחות בחו"ל ביחס לגופים המוסדיים ב OECD, זה השקעות מחוץ למדינה.

נדבר רגע על תשואות, האם אותה חשיפה לחו"ל תורמת לביצועים של הגופים המוסדיים? אז אם נלך רגע לתיאוריה, מדובר בגיוון בינלאומי ואני לא צריך לבוא ולהסביר יותר מדי, אבל גם כשמתחברים לנתונים ומסתכלים על שיעור החשיפה הממוצע לחו"ל במסלולי ההשקעה השונים אל מול התשואה של אותם מסלולי ההשקעה, אז א' רואים תשואה גבוהה יותר, יש פה נתונים של 20 שנה, של תשואות

של 20 שנה ושיעורי חשיפה לחו"ל של כל אחד מהמסלולים. גם כשמסתכלים על מדד שארפ, רואים שהחשיפה לחו"ל מתואמת עם מדד שארפ גבוה יותר. זאת אומרת, לא רק תשואה גבוהה יותר, אלא גם סטיית תקן נמוכה יותר באותם המסלולים החשופים יותר לחו"ל, וגם עשינו איזשהו פילוח לפי מכשירי השקעה שונים, רואים השפעה גם של החשיפה הכוללת לחו"ל, גם תוך חלוקה למכשירים לא סחירים - קרנות השקעה אל מול מניות סחירות. תודה.

חגי שרייבר

בחודש וחצי האחרונים, אנחנו כמוסדיים כולנו עומדים תחת מתקפה, גם קצת מכוונת נראה לי, ומאשימים אותנו בכל מה שקורה בשוק המט"ח. אבל אני רוצה לדבר על כמה נקודות שאולי טיפה ישימו את הדברים בפרופורציות.

הדבר הראשון כמו שנאמר, אנחנו בנטו קונים דולרים, אנחנו לא מוכרים דולרים, אנחנו כל חודש קונים דולרים. אם 54 אגורות מכל שקל מושקעים בחו"ל, ובסופו של דבר בנטו אנחנו חשופים סביב 20%, בסוף קנינו דולרים. אז אנחנו בצד של הטובים, לא של הרעים, גם בתקופות האלה.

מה קרה פה ונגעו בזה גם, אפריל ומאי היו חודשיים קיצוניים בצורה חריגה. חריגה מבחינת העלייה של ה S&P שעלה 16% והנאסד"ק שעלה 27%, תודה אגב למתן שטרית, הכלכלן שלנו, שהכין את השקפים, זה בערך העלייה השלישית בקיצוניות שלה, הדו-חודשית, ב20 שנה האחרונות.

אז אין מה לעשות, צריך לטפל גם במלאי, כי בשוליים כל חודש אנחנו קונים דולרים, ואם השוק עולה בקצב הרגיל שלו, נקרא לזה, 8% לשנה, לא עושים כל יום איזשהן התאמות, לא קם מישהו בבוקר ואומר ה S&P אתמול עלה 0.3 בואו נמכור עכשיו דולרים ב0.08 או משהו כזה, זה לא עובד ככה אצל המוסדיים. כשיש באמת כזאת תנועה קיצונית, אין ברירה, צריך לנהל את המלאי. אגב, גם כשהשקל היום התחזק בבוקר, זה לא שהמוסדיים קמו בשבע בבוקר, רצו ומכרו את כל הדולרים, השוק כבר יודע את זה והתמסורת מתבצעת בלעדינו.

בשוליים, וחשוב לדעת את זה, אנחנו קונים דולרים. זה בשוליים, ולא בשוליים אנחנו תמיד נאמנים ללקוחות שלנו, לחוסכים, ואנחנו נפעל בדרך שהכי טובה לחוסכים שלנו. אני אגלה לכם סוד, אנחנו טובים כמוסדיים בלנתח אג"חים, בלנתח מניות, בלנתח סקטורים, בלנתח אולי גיאוגרפיות. בלנסות לחזות איפה יהיה הדולר שקל בעוד שבוע או חודש או חודש וחצי בשוק כל כך עמוק ונזיל ששער הספוט אמור לשקף ולהכניס מתוכו את הכל, אנחנו לא יותר טובים כנראה מאף אחד אחר, ובגלל זה לא על זה מתחרים פחות או יותר ויש איזשהו איזון.

אני ביליתי לא מעט מהקריירה שלי בהשקעות בחו"ל, אני הסתובבתי בעולם, פגשתי מנהלים של קרנות פנסיה ועוד, שאלתי אותם מה שיעור החשיפה הנכון למט"ח? אין תשובה לדבר הזה. בסוף התחרות קובעת את זה ולא על זה נלחמים. אז זה דבר אחד שחשוב לדעת.

אמיר ברנע

אבל אתה חושב שהעובדה שאתם מקטינים את החשיפה למט"ח - מה זה עושה לסיכון השקלי?

חגי שרייבר

אל תסתכל על זה שאני מקטין. אני כל חודש קונה דולרים בשביל להשקיע בחו"ל. כשיש חודשיים כל כך קיצוניים, יש לי מלאי של נכסים בחו"ל, שהם דולרים או מט"חים, השווי שלהם בעצם עולה מאוד במונחים דולריים, ואם אני לא אמכור דולרים, אז החשיפה המט"חית שלי תעלה.

אם 50 אחוז מהנכסים שלנו במסלולים כלליים הם מט"חים, בסדר? וה-S&P והנסד"ק שזה רוב החשיפה עולים ב-25 אחוז, אם אני לא אעשה כלום, אז שיעור החשיפה שלי יעלה בערך ב-5 אחוז.

אמיר ברנע

מהי חשיפה אופטימלית?

חגי שרייבר

אין אופטימליות.

אמיר ברנע

האם אתה מנתח את זה במונחי תשואה סיכון?

חגי שרייבר

כל מנהלי הסיכונים יגידו לך שתוספת מסוימת עד גבול מסוים בחשיפה מטחית, גם בנוסטרואים, בסולבנסים וגם כספי עמיתים, עד שיעור מסוים, היא משפרת את מצבך, היא תורמת לך לפיזור, היא מגינה עליך מפני, בוא נקרא לזה משברים גיאופוליטיים וכן הלאה. אז עד איזושהי רמה זה עוזר לך. איפה זה מתחיל להיות יותר מדי? לא יודע להגיד, באמת לא יודע להגיד, האם זה 17, 22, 24, לא יודע.

אייל הירדני

יש עוד מדינה שפגשת שמחייבת לפי החוק להפריש לחיסכון כ-20 אחוז מהמשכורת? ללא קשר לגיל, גם חייל משוחרר בגיל 21 שעוד אין לו כסף לפרנס את עצמו, חייב להפריש אחוז גבוה מהמשכורת שלו לחיסכון.

חגי שרייבר

אגב, החוסך הממוצע לדעתי בישראל היום, העובד הממוצע הוא בערך 47.8, יש פה אנשים שאולי יודעים את המספרים יותר טוב ממני. זה בערך השלב שאתה מגיע לשיא ההשתכרות. אז ישראל, גם הדמוגרפיה ולא רק הרגולציה, היא תורמת לעוצמה של כניסת הכספים. ההתחזקות של השקל מול הדולר - אגב, זה הרכיב של השקל ספציפית, אוקיי? וזה הרכיב של הדולר מול הסל בעולם. תראו את העוצמה הזאת שהיא ייחודית לחודשיים האלו. אי אפשר עכשיו, הכל התנקז לחודשיים האלו, הנסדק, ה-S&P אולי סימנים של סיום המלחמה.

לא הכל זה שיקול דעת שלנו, בסדר? בסוף יושבים מנהלי השקעות והחליטו עכשיו למכור דולרים. תראו מה קורה בעצם מאמצע 2025, גם נגעו בזה, אבל פה אני חושב שגרפים יותר טובים, לגבי מסלולי S&P 500. מאמצע 2025, אוקיי? זו לא החלטה שלי, זו החלטה שלכם.

סוכן הביטוח יושב איתכם, לא יושב איתכם, לא משנה. אבל אתם החלטתם, לא אני החלטתי, ללכת ולמכור S&P 500 ולקנות מסלולי מניות ישראל. זה לא אני החלטתי בכלל, זה אתם. עכשיו מה קורה? כשאתם מעבירים 2-3 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, אבל 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, עוד שנייה בשקף הבא תראו אולי את העוצמה.

תראו מה קרה מתחילת הרפורמה המשפטית, ועד אמצע 2025 כמו שאמרתי. היקף הכספים שמנוהלים במסלולי S&P 500 עלו מ-20 מיליארד שקל, ל-220 מיליארד שקל, מה זה? זה קניית דולרים. תראו מה קורה מאמצע שנה שעברה, המלאי הזה מתחיל לרדת, ובעצם הדבר הזה אומר פה מכירה של דולר. גם היו עליות, אבל מכירה של דולרים יותר מ-20 מיליארד שקל שיש פה.

עדי פוזנר

כאשר אתם לא מגדילים את החשיפה, רק שומרים אותה קבועה, אז בעצם השקל יתחזק. צריך שכל הזמן תגדילו את החשיפה כדי לכסות את הפער השנתי של ה-3.5% תוצר שראינו.

חגי שרייבר

כן, אבל בוא ניקח רגע את המסלול הכללי שבו אני מחליט במה להשקיע ואותם 50, 60 אגורות, יוצאות לחו"ל שם, כי אין מספיק נכסים פיננסים בישראל להשקעה, ואנחנו חייבים לפזר את הנכסים לחו"ל, אבל לא חייבים לפזר את כל חשיפת המט"ח לחו"ל. זו כבר החלטה לא שלנו, אלא של הפרטיים.

צביקה אקשטיין

אפשר עצירה על המבנה של התיק הכללי?

חגי שרייבר

מבנה התיק הכללי, פחות או יותר מה שאמרו פה, זה בערך 50 אחוז חו"ל, 50 אחוז ישראל. ובערך גם 50 אחוז סיכון אקוויטי, זה עלה אפילו במסלולי פנסיה הצעירים, זה כמעט נושק ל60 אחוז סיכון אקוויטי, כל השאר סיכון של חוב קונצרני, אלטרנטיבי.

צביקה אקשטיין

אתם מחליטים עליו?

חגי שרייבר

כן, במסלול הכללי כן.

אמיר ברנע

כל השינוי המאסיבי הזה, יצר לכם איזושהי בעיית נזילות?

חגי שרייבר

לא, אני אולי אגע בנזילות, דיברנו על זה פה בפורום הקודם על הבייסיס בבנק ישראל. אני דווקא רציתי להניח היום לבנק ישראל ולהאשים משהו אחר. בואו נעבור עוד שקף אחד - משרד האוצר. אנחנו מדברים הרבה על בנק ישראל - לבנק ישראל יש 230-240 מיליארד דולר על המאזן. אגב, שמעתי פעם הצעה, ומישהו אמר, יש לנו 230 מיליארד דולר על המאזן של בנק ישראל, זה מסגנל חוזק ועוצמה, ואם יש חוזק ועוצמה, אז השקל מתחזק. אם מחר בנק ישראל, היתרות שלו היו עומדות על 50 מיליארד, אולי פרמיית הסיכון הייתה עולה, אולי הדולר היה עולה.

זו נקודה למחשבה לגבי בנק ישראל. אני רוצה רגע לדבר על משרד האוצר. לא מדברים על משרד האוצר, אנחנו אוהבים אותם, הם חברים שלנו והכל בסדר, אבל תראו מה קרה. מדינת ישראל - סך החוב הממשלתי שלה בערך 1.5 טריליון שקל. מדינת ישראל מגייסת כספים לחו"ל, הרוב בדולר, גם קצת ביורו. אבל הרוב, הרוב, בדולר. זה 200 מיליארד שקל. 210 מיליארד שקל בחו"ל. עכשיו, מה מדינת ישראל מגדרת? רק את הקופון הקבוע ואולי את התשלום הקרן הקרוב, אני לא יודע בדיוק.

זה כל הפער בין החשיפה הנומינלית לחשיפה נטו אחרי גידור של מדינת ישראל. בעצם, משרד האוצר, בין אם זה מתכוון, בין אם לא, בין אם הוא מודע, ובין אם לא, לקח פוזיציה על הדולר, גייס התחייבויות בדולר, עשה שורט, לא גידר את זה חזרה, הלך שורט על הדולר. לקח פוזיציה, שהיא תכלס פוזיציה ספקולנטית לדעתי.

צביקה אקשטיין

חלק מזה זה מדיניות על הרקע של מה שאני דיברתי. רצוי לא לתת לשקל להיות חזק מדי.

חגי שרייבר

לא, להיפך. הם מגייסים דולר, מה הם עושים עם הדולר? הם מוכרים אותו והם לא קונים אותו Forward. הם גייסו, נסעו לנו יורק, גייסו, אכלו, שתו, גייסו דולרים, מכרו אותם. נו, אז מה הם עשו? עשו שורט דולר. עכשיו מה קרה, בין אם במודע או לא מודע? עשו אחלה עסקה, בואו לא נאשים אותם. עשו אחלה דיל. הלכו שורט ב-3.5. על 200 מיליארד שקל ובניגוד לבנק ישראל, הם הרוויחו. מה זה הרוויחו? הרוויחו. התחייבות, למה זה כן לדעתי, שלומי, תעזור לי פה בחשבונאות, אבל אם רושמים את ההתחייבות הזאת, שמדינת ישראל, במונחי שקלים, הנמיכו את ההתחייבות, שהם בנו את ההתחייבות לפי 3.5. מה הוא יעשה? הוא יכול למכור את הכל עכשיו לשקל ולקנות אותו פורוורד לעוד שנה שנתיים שהוא צריך להחזיר את זה. יהנה מהבייסיס ויהיה מגודר על המצב.

צביקה אקשטיין

הוא לא מחזיר את זה.

חגי שרייבר

בטח שהוא מחזיר את זה. מתישהו הוא מחזיר את זה.

צביקה אקשטיין

הוא מגלגל את זה קדימה.

חגי שרייבר

כולם מגלגלים, גם אנחנו מגלגלים. מה זה מגלגלים? אם משרד האוצר חושב שהדולר, שהשקל חזק מדי, שזה פוגע ביצואנים, פוגע בכלכלה, יש לו אחלה שורט, לא לצאת ולסגור, להרוויח 20 אחוז, בצדק. יש לו בערך 40 מיליארד דולר שורט.

צביקה אקשטיין

תבחין בין מלאי שיושב, ובין הזרם שהוא צריך לממן את הוצאות הממשלה.

חגי שרייבר

מי אמר שצריך מלאי שהוא שורט דולר במדינת ישראל? מי אמר את זה? כמו שאני אמרתי לך, גם לי יש מלאי דולרים בלונג. אצלי אני יודע להגיד לך שזה ניהול סיכונים. שזה עוזר לי בזעזועים גיאופוליטיים, זה מגוון לי את התיק, אני חייב לקנות נכסים בחו"ל. למה משרד האוצר שכל התשלום שלו הוא בשקלים, למה הוא צריך להיות שורט דולר?

צביקה אקשטיין

סיבה יחידה, הוא רוצה להחזיק את השוק הזה חי על השקל לימי חירום.

חגי שרייבר

הוא שורט דולר, בימי חירום הדולר עולה.

טל ישראלי

טוב, אני אגיד תודה לחגי על הפניית האש. אנחנו היינו יותר קולגיאליים וניסינו למשוך את האש מכס. תודה רבה. אני אגיד רגע כמה דברים כלליים. בדרך כלל כשרואים איזושהי תוצאה מאוד חריגה בשוק, השאלה הראשונה שאנחנו שואלים היא שאלת הפנדמנטלס. מה לא עובד בשוק? איפה יש בעיות?

ואני חושבת שזו שאלה מקדימה שאנחנו צריכים לשאול בדיון הזה, האם יש בעיה עם שער הדולר? האם זו באמת בעיה? ברור לי שנקודתית כרגע יש בעיה בשווקים, יש בעיה בעיקר בשוק השירותים, בהייטק, בכל השטחים שמייצאים שירותים, אנחנו רואים שיש בעיה נקודתית היום. אבל האם שער הדולר הוא בעיה כשהוא מגיע לשיעור כזה או כזה? זו שאלה שצריך לשאול רגע מהותית לפני שאנחנו רצים לאיך פותרים את זה. כשמסתכלים על השאלה הזאת, נכון להסתכל על הפנדמנטלס, האם הם עובדים? ואני חושבת שאני אתיחס לזה רגע מכובע רכות צוות פיננסים באגף תקציבים, תסלחו לי על ההפרדה המבנית, אבל תרשו לי רגע להגיד מילה על הגופים המוסדיים, בניגוד לחגי, אני לא זורקת את אף אחד מתחת לגלגלים.

אז באמת כשאנחנו מסתכלים רגע על ההתנהגות של השוק, אנחנו רואים שוק מוסדי שמתנהל בצורה מצוינת כדי להגן על תשואות העמיתים. אני ארחיק לכת ואגיד, אם ננסה לבחון את כל אחד מהפרמטרים בנפרד, אנחנו רואים שפשוט השוק מגיב לתנודות שקיימות בו, וככה השוק צריך להגיב.

אם מסתכלים, כמו שגם חגי ניתח, חלו אקסוגניים לפעילות המוסדית שהשפיעו על מידת התנודתיות של השער: קפיצת התשואות בנאסדק, והשינוי של הטעמים של הציבור שבאופן אקטיבי הקטינו בבת אחת את החשיפה למט"ח בחודשים האחרונים אחרי מספר שנים של מגמה הפוכה. בעצם אנחנו רואים שהגופים המוסדיים מגיבים לתנודות שיש בשוק ובעצם מתנהלים כמו שהייתי רוצה שהם ינהלו את את הפנסיות שלנו ואת הכסף של הציבור, זו אחריות מאוד גדולה. עכשיו, הדבר היחיד שככה אנחנו נשארנו עם מחשבות עליו, זו סוגיית הניידות, עודף ניידות או הצורך לייצר מודלים שהם קצרי טווח. אנחנו מוטרדים מהתדירות שבה הכספים מניידים בתוך השירותים. אנחנו רואים שזו מגמה שנגרמת באופן לא מפתיע בטווח של שנתיים אחרי צירוף לקרן פנסיה אחת מעבר לקרן שנייה. אנחנו שואלים את עצמנו האם יש פה איזושהי בעיה מבנית שגורמת להעדפת תשואות של טווח קצר, או פוגעת בתשואות החוסך. התופעה הזאת נובעת לפחות בחלקה מהעדפה של סוכנים לנייד אחרי שנתיים את הכסף, או לחילופין התופעה הזאת יכולה לנבוע גם מהצגת השוואה של התשואות בטווח קצר (חודשי) ולא בטווחים ארוכים יותר שמשקפים באופן טוב יותר תשואות חסכון

ארוך טווח. יכול להיות ששם יש איזושהי בעיה, אבל זו בעיה, שוב, שלא גורמת לגובה שער הדולר להיות כמו שהוא אלא לקצב התנועה של השער. ולעניין ההצעה של חגי, אני רוצה לטעון, ואני אתן גם לעומר מצוות מאקרו להגיב, שבסוף ההצעה הזאת אולי תייצר איזושהי הקלה בטווח הזמן המייד, בחודש חודשיים הקרובים, אבל בסוף זה לא פתרון טווח ארוך. זה לא פתרון שישנה את שוק באופן מהותי ויפתור את השער. מה שמחזיר אותנו לשאלה איתה פתחתי - האם זה השער שצריך להיות במדינת ישראל? ואם כל יסודות הפעילות הכלכלית בשוק עובדים כמו שצריך, מה הבעיה שזה השער?

אבל אני כן אאפשר לצוות מאקרו להגיב מעבר.

שלומי שוב

עומר, גם אתה חושב שאין בעיה במצב הנוכחי?

עומר כהן

כן, אבל אני אגיד ככה מלמעלה, בהתחבר לדברים של טל, שאנחנו חושבים שבאמת לא בטוח שהשער הנוכחי משקף איזושהי בעיה משקית או בעיה מבנית בשוק המט"ח. אנחנו כן מבינים שהמצב הזה, ובעיקר המהירות שבה השינוי הזה קרה, יכול לייצר אתגרים מסוימים. בסקטורים, בייחוד בהייטק, שמאוד חשופים, יצואנים גדולים, שמאוד חשופים לשער המט"ח. כן חשוב לי להתייחס בקצרה, רגע גם, למה שחגי אמר באמת, שמדיניות ניהול החוב במשרד האוצר לא תופסת את עצמה כמנסה להשפיע על שער החליפין, וזה לא השיקולים שהם מנחים בקביעת החוב. גם צביקה התייחסת לזה שבאמת, הסיפור הזה של הנפקות שנתיות בחו"ל קשורות כשר הדוק לרצון של החשב הכללי לשמור על קשר עם המשקיעים בחו"ל. ונגיד בנוסף לזה שלא נעשה איזושהו שינוי מדיני בתחום הזה בשנה האחרונה, שיתכתב עם השינוי שראינו בשער החליפין.

חגי שרייבר

פשוט את הדולרים שאתה מקבל, למכור אותם ספוט, לקנות אותם פרוורד.

עומר כהן

זה בעולמות, שנייה. זה בעולמות אולי הצעת הפתרונות, למי שמתייחס לשער החליפין כבעיה, כמו שאמרנו, אנחנו לא בהכרח מתייחסים לזה כבעיה.

שלומי שוב

יכול להיות שיש בעיה זמנית.

אמיר ברנע

האם זו לא חלוקת עבודה בין בנק ישראל לאוצר?

טל ישראלי

יותר מזה, למשרד האוצר אסור להתערב במדיניות מוניטרית, זאת אחריות של בנק ישראל ה אחריות, ואני אומרת את זה לא כגלגול אחריות, אלא אני אומרת את זה באמת כי אנחנו לא מספיק מבינים בזה, כדי לבוא וואין לנו את הכלים או הסמכות לנהל מדיניות מוניטרית מקבילה .

עומר כהן

אתם ראיתם הרבה מכם כתבות על כל מיני דברים שאנחנו בוחנים. נגיד שהדברים הם באמת הרבה יותר בעולמות של דברים זמניים, ורצון לעזור לגשר, על התנועה הדרמטית שקרתה פה בשוק, אבל לגמרי לא דברים בעולמות הקבועים ולא שום רצון להתערב בשאר החלקים שנקבע בשוק.

אסף נחמני

שלום, אני אסף נחמני, מנהל חטיבת השקעות, רשות שוק ההון. אני אתייחס ממש בקטנה לגבי הדברים שנאמרו כאן. ראשית, אני חושב שהוצגה חצי מהתמונה, כדאי להסתכל לא רק על החשיפה והתנועות של המוסדיים, אלא גם על קרנות הנאמנות ומשקיעי הריטייל. תכף אני בטוח שרשות ניע יפרטו טיפה על זה, כי מגוון הקרנות שם, מגוון מסלולי ההשקעה הוא פשוט הרבה יותר רחב, ורואים בצורה הרבה יותר טובה את המשמעות של שינוי טעמי המשקיעים.

אנחנו ממש רואים בשנה האחרונה יציאה מסיבית מקרנות בחו"ל, למשל מקרנות מחקות נאסדק, קרנות מחקות S&P, ומעבר של כספים למדדי ישראל כאשר מה שהוצג כאן רק את החיסכון הפנסיוני. כשמוסיפים, את הצד של קרנות נאמנות ומשקיע הריטייל, זו בערך תנועה שהיא חזקה פי 2 ופי 3. זאת אומרת, מעבר לסוגיה המבנית של הגידורים, יש פשוט תנועת הון מאוד משמעותית בחצי שנה האחרונה של כספים מחו"ל בחזרה לארץ.

אם יגבילו את הגידורים בצורה כזאת או אחרת, ההשפעה לא בהכרח צפויה, יכול להיות שהתנועה הזאת תתחזק, משום שבסוף יש הרבה מאוד אפשרויות השקעה היום לעמיתים, וככל שפער התשואות יגדל, בין היתר כתוצאה מתנועות של מט"ח, וכתוצאה מפערי תשואה שנובעים מטח, אז יכול להיות שהעמיתים פשוט יגידו אני לא רוצה לסבול את התנודתיות הזאת של המטח, ויעברו בתנועת הון חזקה יותר לישראל.

עכשיו בהיבט הרגולטורי, אנחנו פרסמנו לגופים המוסדיים מסמך קווים מנחים שנוגע לניהול סיכוני נזילות מט"ח בשבוע שעבר, הייתה עבודת מטה סדורה, יחד עם רשות ניירות ערך ועם בנק ישראל בעקבות האירוע של הקורונה בשנת 2020, נעשתה עבודת מטה, ופורסם נייר שהוא נוגע באמת לניהול סיכוני נזילות מט"ח לטובת העמיתים והמבוטחים, מתוך הבנה שיש פה סיכון שצריך לתת לו מענה מבחינת ניהול הסיכונים של הגוף המוסדי. עכשיו, אני לא בטוח שזה המצב פה, כמו שצינו כאן, גם הגופים המוסדיים וגם משרד האוצר, גם רשות שוק ההון לא יודעת מה השער הנכון של המטבע. במבט על, אם מסתכלים על ה-20-30 שנה האחרונות, אנחנו רואים שהגופים המוסדיים אז היו בתוך מסגרת רגולציה מצומצמת שנתנה להם מעט מאוד חופש פעולה בהשקעות, איפה הם יכולים להשקיע

ולמה הם יכולים להיחשף, כאשר עם הזמן המסגרת הזאת הלכה ונפתחה והיום היא מאוד רחבה מתוך תפיסה עקרונית, שהרגולטור לא יודע לנהל השקעותומי שצריך לעשות את זה אלה המקצוענים מהגופים המנהלים והם עושים את זה בצורה הטובה ביותר, כאשר לנגד עיניהם טובת המבוטחים והעמיתים.

אמיר ברנע

האם שקלתם אפשרות, להקטין קצת את הנזילות ביכולת, במעבר, אצל כל מנהל, בין מסלולים, או בין מנהל למנהל?

אסף נחמני

אני לא חושב שאתם מבינים את העוצמה של הדברים שאתם רואים כאן. גם טעמי לקוחות וגם ערוצי הפצה, שבסופו של דבר צריכים להתייחס לפערים מאוד משמעותיים בתשואות. הרי מה קרה בעצם עם מסלולי S&P בין 2020 ל-2023 ו-2024?

מה שקרה עם מסלולי S&P, זה שאנחנו רואים שהתשואה שלהם ברמה של שנה, שלוש שנים וחמש שנים, הייתה הכי גבוהה, ובין היתר בגלל זה ראינו תנועה משמעותית של לקוחות ושל ערוצי הפצה לכיוון מסלולי S&P. עכשיו אנחנו רואים ההפך, אותן תשואות עבר יצאו מהמדידה, התשואות בארץ גבוהות יותר, ישנה השפעה של המט"ח על התשואה הכוללת, ועכשיו אנחנו רואים תנועה הפוכה. אם אנחנו נעשה את זה במקום מעבר יומי, מעבר שבועי, או חודשי, ללא ספק אנחנו נפגע בתחרות, ולא בהכרח תהיה השפעה של שע"ח או שיפור ביכולת של המוסדיים לנהל סיכוני נזילות.

שלומי שוב

יש צעדים אחרים שאתם שוקלים לעשות בימים אלה?

אסף נחמני

מתקיימים דיונים עם כל הגופים הרלוונטיים. שוב, בסוף זה נושא מאוד גדול, אני לא בטוח אם רשות שוק ההון, לאור תפקידיה, היא זו שצריכה לתת מענה רוחבי בענין הזה.

טל ישראלי

יש משהו מקולקל שאתם צריכים לתקן?

אסף נחמני

ראשית, ברור שישנן בעיות, מן הסתם, כמו שצינתי את ענין הנזילות שהוצאנו את אותם קווים מנחים, אז אנחנו פועלים בשביל לתקן אותם.

אנחנו עושים את זה במסגרת הסמכויות שלנו או ביחד עם גורמים אחרים. יש הרבה בעיות בשוק שאנחנו פועלים לפתור ולשפר, למשל בנושא ההפצה, וללא ספק אפשר לעשות תיקונים שונים בשוק, אבל שוב, הכל מתוך תפיסה של להגן על העמיתים והמבוטחים.

שלומי שוב

זאת אומרת, לשאלתה של טל, אתה לא רואה משהו מקולקל כרגע.

אסף נחמני

לא בהיבט של המט"ח, אני לא חושב שיש פה מקום לרשות שוק ההון, כרשות שוק ההון, במסגרת האחריות שלה ותפקידיה שקבועים בחוק להתערב לבדה בשביל לעשות שינויים כלשהם בשוק המט"ח, כשאין אינדיקציה ברורה לפגיעה בחוסכים ובמבוטחים.

מרים שוורץ-זיו

נעים מאוד, אני מרים שוורץ-זיו, הכלכלנית הראשית ברשות ניירות ערך. אני אגיד כמה מילים. תודה רבה על המצגות של גיא וחגי, היו מועילות, הרבה דברים מעניינים. אני לא אחזור על הנתונים, אולי אתן עוד איזושהי זווית בהמשך למה שאסף אמר על הקרנות אצלנו. אנחנו רואים שבקרנות אצלנו, היו יצירות של כ-4.5 מיליארד שקלים בקרנות שהן מגודרות מט"ח, ובמקביל ראינו פדיונות של כ-4 מיליארד שקלים בקרנות שלא מגודרות מט"ח.

זה אמנם הרבה כסף, אבל מדובר רק בחצי אחוז מסך הנכסים שמנוהלים בקרנות. וזה כמובן בנוסף לכל מה שדובר פה שמושקע במסלולי S&P, שזה בדיפולט בדרך כלל לא מגודר. אז גם בקרנות יש אינדיקציה שיש מעבר לנכסים יותר מגודרים, וכמו שחגי אמר מקודם, אנחנו יודעים שבדרך כלל משקיעי הריטייל שהטעמים שלהם הם אלה שדוחפים את ההשקעות בקרנות, מסתכלים אחרונות, ואם הם נפגעו כתוצאה מכך שהם לא היו מגודרים, אז הם כמובן מגדרים קדימה.

אני אגיד גם, שדיברנו פה הרבה על הזווית של המוסדיים, איך הם מתאימים את הפורטפוליו שלהם בהינתן ששער החליפין השתנה. אבל אני רוצה להביא רגע את הזווית של החברות, שזה התחום שאנחנו מסתכלים עליו אצלנו. אנחנו עושים ניתוחים מגוונים, לבחון האם יש איזושהי סיכון מאוד משמעותי ברמת המאקרו.

אנחנו לא רואים משהו מאוד גדול. יחד עם זאת, אני כן אגיד שבוודאי ובוודאי שיש חברות שהן נפגעות מהתחזקות השקל. כלומר, כשמדברים על זה מהזווית של המוסדי, אז כן, המוסדי עושה את ההתאמות. אולי המוסדי יגדר קצת יותר, יתאים את האלוקציה של הפורטפוליו באיזו מדינה הוא משקיע, אבל כשמדברים על חברות, אז כן, מטבע הדברים יש חברות שנפגעות יותר מחברות אחרות.

אנחנו עושים ניתוחים פיננסיים, אם כייש נתונים מוגבלים. לדוגמה, בחנו את הקשר בין אחוז ההכנסות של החברות מחו"ל לתשואה עודפת, לא מצאנו קשר סטטיסטי מובהק, אבל זה לא אומר

שלא קיים קשר כי יש דברים נוספים שצריכים להיכנס לתוך ניתוח כזה, כמו ההוצאות בחו"ל, ואין בדרך כלל נתונים מפורטים על העניין הזה.

יחד עם זאת, אני רוצה לחלוק איתכם ניתוח מעניין שעשינו. הסתכלנו על הדוחות הכספיים לשנת 2025, והסתכלנו מה החברות אמרו בנושא התחזקות השקל, האם ההתחזקות תעזור להם מבחינה עסקית או תפגע בהם מבחינה עסקית. אני מניחה שלא תופתעו לשמוע שבשנת 2024, 33 אחוז מהחברות אמרו שהתחזקות השקל פוגעת ברווחי החברה, וב-2025 כבר הייתה עלייה, והנתון הזה כבר עמד על 42 אחוז מהחברות. הסתכלנו גם איזה סקטורים נפגעו במיוחד, שוב, לפי מה שהם אומרים בדוחות הכספיים, וסקטור האנרגיה נמצא בראש החברות שאומר שהוא נפגע מהסיפור של התחזקות השקל, שוב, זה לא מפתיע. כי יש להן פעילות משמעותית בחו"ל, ואילו חברות המסחר והשירותים מובילים מבחינת החברות שאומרות שהתחזקות השקל תרמה לרווחיות שלהן.

אז אני חושבת שנכון, שוב, שדיברנו פה על הזווית של האלוקציה מהזווית של המוסדיים, אבל בסוף צריך לזכור שמאחורי המוסדיים, ומאחורי הבחירות של המוסדיים איפה להשקיע, נמצאות חברות. וצריך גם לחשוב על הדברים מהזווית של החברות. איך התחזקות השקל משפיעה על חברות, וגם אם יש אולי רק סקטורים מסוימים של חברות שמושפעים מהתחזקות השקל, גם עליהם צריך לחשוב. תודה.

שלומי שוב

רון יקותיאל, מנכ"ל קלטורה, נשמח גם לשמוע את הצד של החברות עצמן הרי כולנו מסתכלים רק על הנתונים החיצוניים, לא מבפנים.

רון יקותיאל

תודה רבה שלומי ובוקר טוב. שמי רון יקותיאל, מנכ"ל ויו"ר קלטורה, חברת הייטק ישראלית/אמריקאית בת 20.

דובר רבות פה על השפעת שינויי השער על ענף ההייטק שמהווה 57 אחוז מהייצוא. אני רק רוצה להוסיף עוד כמה מספרים לחדד את הבעיה. נראה לי שאני לא איש בשורה בלהציע פתרון שאחרים פה לא חשבו עליו.

אנחנו חברה אמריקאית עם חברת בת בישראל שבה עובדים כמחצית מעובדינו בעולם, והפעילות והעלויות הדולריות של הפעילות בישראל עלו בשנה האחרונה ב 25-30 אחוז.

חברות הייטק שהן בשלב הצמיחה, כמונו, בד"כ מייצרות שיעורי רווחיות נמוכים מ 25-30 אחוז, לכן דה-פקטו ההתייכרות הזאת מהווה את ההבדל בין רווח להפסד תפעולי בישראל.

עכשיו, יש לנו אלטרנטיבות. יש לנו עובדים מסביב לעולם, יש לנו עובדים בארצות הברית וקנדה, במזרח אירופה ובהודו. אני אגיד לך מילה רגע על ההבדל נטו שקרה במדינות האחרות, כי לא במקרה, רכשנו בחצי שנה האחרונה שתי חברות, האחת פעילה בקנדה והשנייה פעילה בהודו. אני אפתח ואומר

שכולנו מאוד רוצים להגדיל את הפעילות בישראל. אני ואנחנו מאוד ציוניים והחברה מאוד מעוניינת בלתמוך ולדחוף את ההצלחה בישראל, אבל היא צריכה גם לשמור על עצמה והיא צריכה גם להצליח, אגב, היא צריכה להצליח גם בעבור העובדים שבישראל.

אז לשם השוואה, בשנה האחרונה בהודו לא הייתה התייקרות דולרית. הייתה ירידת ערך מול הדולר של 10 אחוזים ברופי, זה בערך התקזז עם עליית השכר בהודו. ובקנדה בשנה האחרונה הייתה שחיקה נטו רק של 3% ביחס ל 25-30% בישראל. אלו הבדלים מאוד מאוד גדולים.

עכשיו מילה רגע על מה ששוחח פה, על מה שער הדולר הנכון לשהות בו, ללא קשר לשינויים שנתיים. בוא נבחן את מצב השכר הממוצע בהייטק כרגע במדינות השונות. בארצות הברית (בקליפורניה) העלויות לא נמוכות יותר - בממוצע 180 עד 230 אלף דולר למהנדס בכיר ממוצע, כשבישראל זה באזור ה 200 אלף. אבל מדינות אחרות בארה"ב נמוכות יותר. בקנדה השכר הממוצע 80 עד 120 אלף. ובהודו רק 60 עד 120 אלף לנותני שרות לחברות בינלאומיות. זאת אומרת, הרבה יותר זול - ויש שם המון אנשים רלוונטיים. אגב, פותחים שם מרכזי AI של החברות הכי גדולות בעולם. גם פה אנבידיה פותחת בצפון, וטוב שכך, אבל בכל העולם פותחים מרכזים. לכן, אבסולוטית, לא יחסית, הרבה יותר זול לשכור בחו"ל - וזה נהיה הרגע 30 אחוז יותר זול ביחס למה שהיה כאן קודם.

אני אגיד עוד מילה, אנחנו במקרה משלמים פה מס שקלי בישראל כי אנחנו במתכונת "קוסט פלוס" - זאת אומרת שמעבר להתייקרות כח האדם, תשלום המיסים בעארץ עלה - וזאת למרות שאנחנו לא מרוויחים.

לסיכום אומר את המובן מאלי - מדינת ישראל צריכה לעשות תכנון לטווח ארוך. טווח ארוך זה לא שנה. אנחנו צריכים להבין שההייטק קריטי. אני לא אוהב להשתמש בביטוי "הקטר של המשק" כי יש פה הרבה קטרים ואנחנו לא מיוחדים והדם של ההייטק לא יותר כחול משל אף ענף אחר. אבל זה סקטור מאוד חשוב והוא יכול, בשונה מסקטורים אחרים, להעסיק בקלות אנשים גם בחו"ל, וצריך להיזהר ממאוד מדליפת מוחות שינבע גם מתזוזת המועסקים וגם מעזיבת המעסיקים (יזמים וחברות). בהקשר הזה כמובן צריך להבין את האפקט המעגלי שזה ייצור, כי אם יהיו פה פחות עובדים וחברות יהיו פחות מיסים. ולבסוף, ברור לכולנו שיש לשימור ההייטק בישראל חשיבות ביטחונית וגיאופוליטית אדירה. קריטי שיהיה פה ענף ההייטק חזק שייצא לחו"ל, שיוציא מציון תורה לעולם.

אייל הירדני

אייל, מנכ"ל ומייסד של קבוצת לרדן, עוסק גם בתחומי הבנקאות, ההייטק, השקעות ונדל"ן. התחלתי את דרכי במשרד הביטחון.

האמת שאני קצת מופתע מההתייחסות, כי יש פה איזושהי תחושת רוגע, כשאני חושב שהמצב היה צריך להיות טיפה יותר בוא נגיד מבהיל או יותר מעורר דיון לכיוון של פתרון מהיר. אני חושב שאנחנו קצת מסתובבים סביב הבעיה. אני לא חושב שיש פה מחלוקת בשאלה, שיש קורלציה חד חד ערכית בין מה שקורה למדדים בארצות הברית, לבין מה שקורה לשער החליפין. פחות או יותר כל אחוז אחד

של עלייה במדדים בארצות הברית, מוביל לירידה של 0.5%-0.6% בשער החליפין. והשאלה העקרונית שאנו צריכים לשאול היא, האם האם אנחנו רוצים לאפשר קשר כזה לאורך זמן.

דרך אגב, ברור שיש מעבר מהשקעה ישירה דולרית ב S&P להשקעה מוגנת. אנחנו יצרנו קורלציה בין עליית המדדים בארה"ב להחלשות הש"ח, לפיכך משקיע שמאמין בעליית המדדים בחו"ל בהגדרה יבחר בהשקעה מגודרת מטבע, מה שמחריף את הבעיה. זאת אומרת, אנחנו יצרנו את הבעיה ואנחנו מחריפים אותה וממשיכים להחריף אותה.

אני רוצה להתחבר למה שאמר מנכ"ל ומייסד קלטורה. ישראל משחקת בעולם נגד אחדים, אנחנו לא משחקים נגד עצמנו. ארצות הברית פועלת אגרסיבית ואקטיבית כדי לפגוע בשער החליפין של הדולר, כדי לעודד את הייצור ולעודד את הפעילות המקומית. היא מקשה על ויזות, אתם מכירים את זה לא פחות טוב ממני. למעשה השקל התחזק ביחס לכמעט כל המטבעות בעולם בשיעורים שהם קיצוניים מה שמקשה מאד על כושר התחרות של מדינת ישראל. לסיכום:

1. מנגנון ההגנות הקיים יוצר קורלציה משמעותית בין עליית הבורסות בארה"ב להתחזקות השקל
2. המנגנון האמור יוצר תמרוץ גם למשקיעים אופטימיים המעוניינים להשקיע בחו"ל לבצע השקעות תוך נטרול שער השפעת שער חליפין – מה שמחזק את הבעיה
3. מדינות העולם ובייחוד ארה"ב עושות מאמצים להחליש את שער המטבע שלהם על מנת להגביר את היתרון התחרותי
4. אנחנו מקבלים התחזקות מטבע משמעותית שיוצרת קושי משמעותי ארוך טווח למדינת ישראל כמו כן חשוב להדגיש שלוש נקודות:

1. ההגנות המבוצעות על ידי המוסדיים בחלקם המשמעותי מהוות הגנה מפני חשיפה שהם עצמם יוצרים
2. משקיעים שהבורסות שלהם עולות ויש ביקוש של משקיעים להשקיע בהם – דווקא היית מצפה להשפעה של התחזקות המטבע שלהם ואנו למעשה מקבלים תופעה הפוכה ביחס לבורסות בארה"ב ולשער הדולר מול השקל
3. לא כל השקעה פיננסית במשק זר ראויה לבצוע הגנה מטבעית בשל אפשרות לנזק כפול. לדוגמא העמדת הלוואה בדולרים בארצות הברית וביצעת הגנת מטבע. יתכן מצב שבו גם ההלוואה לא תפרע כתוצאה מסיכון אשראי שהתממש וגם יוצר הפסד כתוצאה משינוי שער חליפין

שלומי שוב

פתרון יש לך להציג?

אייל הירדני

בשורה התחתונה מה שקורה פה זה אני חושב שהמשק היחידי בעולם שמחייבים אנשים להשקיע בהיקפים מאד משמעותיים. אני חושב שהיקף החיסכון בישראל הוא בין פי 5 לפי 7 מהמקובל בארצות הברית, ומהמקובל באירופה. דבר שני, אין פה התפלגות גילאים בהקשר של המחויבות לחסוך. גרף החיסכון של אדם ממוצע מתחיל בדרך כלל בגילאים יותר מבוגרים, אנשים צעירים בדרך כלל לא יכולים לחסוך. מה שעשה פה המחוקק שמחייב אנשים לחסוך מגיל צעיר, דוחק אנשים להגדיל מצד שני את ההלוואות/משכנתאות. למעשהבן אדם בן ה - 28 או ה - 30 שגמר 200 ימי מילואים, לוקח משכנתא מצד אחד, וחייב לחסוך 20 אחוז מהמשכורת מצד שני. ברור שהשקעה בקרן אג"ח לא תוכל להניב תשואה העולה על עלויות המימון של ההלוואות/משכנתאות ולפיכך המשקיע עובר להשקעה בקרן מנייתית. זאת אומרת צעירים בעקיפין בישראל לוקחים אשראי על מנת להשקיע במניות. לסיכום:

1. סכום החיסכון של המשק הישראלי גבוה מאד.
 2. אפשרויות ההשקעה במשק הישראלי מוגבלות ביחס להיקף החיסכון מה שיכול להוביל לניפוח ערך נכסים בישראל ובכל מקרה מחייב הסטת השקעות למשקים זרים.
 3. הסטה למשקים זרים תוך ביצוע הגנות מטבע יוצרת מורכבות משמעותית בשער החליפין ולעיתים פגיעה בכושר התחרות של המשק הישראלי.
 4. בשל ההיקפים המאד משמעותיים של החיסכון הצבור ושל החיסכון החודשי השוטף – הבעיות המפורטות לעיל הן משמעותיות מאד ולמעשה היקף החיסכון במשק ואופן הניהול שלו כיום מגלם סיכון שיש להתייחס אליו בהקדם האפשרי.
- להערכת:

1. יש לבחון את החבות לחיסכון בגילאים מוקדמים ובכל מקרה לאפשר שימוש בחיסכון צבור על מנת לרכוש דירה ראשונה כחלופה או כהקטנת משכנתא.
2. יש לבחון את אלוקציות ההשקעה בישראל ביחס להשקעות בחו"ל.
3. יש לבחון הגבלה על היקף הגידור המטבעי בהשקעות המוסדיים במשקים זרים.

עדי פוזנר

אז קודם כל, אני רוצה שנבין מה זה שער חליפין. שער חליפין זה מחיר. מחיר נועד לתת סיגנלים למשק מה צריך לעשות. אז לדוגמה, אם המשק שלנו מאוד מוצלח בהייטק ולכן מייצר הרבה דברים עבור חו"ל, זה אומר שמגיע לנו ליהנות מהדברים שחו"ל מייצר ולהשתמש בהם בארץ, כלומר להגדיל את היבוא. אז איך הדבר הזה עובד? השקל מתחזק, ואז נהיה יותר משתלם נניח לסגור מפעל למלט בארץ ולהביא מלט מחו"ל, או שסטודנט שמתלבט עכשיו אם ללמוד תכנות או ללמוד רפואה, לא יגיד

אני אוטומטית רוצה ללמוד תכנות – בגלל חולשת הדולר אולי יבחר ברפואה (מקצוע מקומי) וכך יהיו לנו יותר רופאים שמייצרים בריאות עבורנו. אז זאת המטרה של שער חליפין. ובמובן הזה, אם אנחנו רוצים לעשות התערבות שנוגעת בשער החליפין של טווח ארוך, אנחנו מונעים את ההתאמות של המשק, ונמשיך לייצא המון דברים לחו"ל, ולא נשתמש בדברים הטובים שחו"ל יכול לתת לנו. אז לכן התערבות באופן בסיסי היא דבר רע.

מה שכן, אני באמת חוזר לדברים שצביקה אמר, ביטול של התערבויות שבאופן מלאכותי מחזקות את השקל, זה בהחלט דבר נכון. התערבויות כאלה זה חסמי ייבוא, שלא מאפשרים לייבא. בטח צריך להפסיק את ההתערבויות האלה, ומיסוי מפלה נגד השקעות של פרטים בחו"ל. שתי התערבויות שמחזקות באופן מלאכותי את השער.

עכשיו, מדברים הרבה באמת על זה שיש פה מצב מיוחד, שלא מדובר בשער מט"ח שמספר רק את הסיפור של הייבוא והייצוא, אלא בגלל תנודות בשווקי חו"ל, יש פעולות שהמוסדיים עושים, מזיזים מט"ח ומשפיעים על השער, וכתוצאה מזה השער אולי לא נותן את הסיגנל הנכון למשק. אז אם זה היה נכון ששער המט"ח לא נותן סיגנל נכון, וגורם למישהו להיות רופא במקום מתכנת, אף על פי שעדיף למשק שיהיה מתכנת, זו טעות בשער שצריך לתקן את זה.

אמיר ברנע

אבל איך נתקן את זה?

עדי פוזנר

הו, אני איתך אמיר. מה זה נקרא לתקן את זה? זה אומר שאם השקל עכשיו באופן מלאכותי חזק מדי, צריך למכור אותו. אם הוא חלש מדי, מישהו צריך לקנות אותו. אבל תשימו לב שהתערבות כזאת מרוויחה כסף. אז ספקולנטים אמורים לעשות את זה. אם עכשיו יש תקלה כזאת, ספקולנטים אמורים לעשות את זה, להרוויח כסף ולתקן את התקלה. שיהיה ברור – ספקולנט זו לא מילת גנאי. זה שחקן כמו קרן גידור או נוסטרו של בנק שמנצל שער שגוי כדי להרוויח תוך לקיחת סיכון, ועל הדרך מתקן את השער. אז אם אנחנו שואלים האם בנק ישראל צריך להתערב, צריך לשאול מה הבעיה בשוק שהשוק לא עושה בעצמו את התיקונים האלה. אז זאת השאלה, אבל זה לא באופן אוטומטי שאנחנו צריכים להגיד שצריך התערבות. רק אם יש סיבה לחשוב שהשוק לא מצליח בזה.

ודבר אחרון, כשאנחנו כל הזמן מדברים על המתאם הזה של 0.5, 0.6, בין שווקי חו"ל לשער המט"ח, אז אנחנו חושבים על זה לפעמים במובן המכני הזה, שהמוסדי מוכר דולרים וזה משנה את השער. אבל צריך לחשוב אם המתאם הזה לא מבטא משהו אמיתי. מה זה שהנאסד"ק עולה? הוא בעצם מספר לנו, ענף ההייטק בעולם, ולכן גם בישראל, צפוי להצליח בעתיד. הוא הולך להכניס לנו המון כסף, יהיה בעתיד יותר ייצוא. ולכן יכול להיות שהוא בעצם מספר לנו ששער השקל צריך להיות יותר חזק "באמת". אז זה לא מובן מאליו שזה רק משהו מכאני שצריך לתקן.

אמיר ברנע

אותו מתאם שלילי מצאו גם בין שער החליפין לבין השוק בארץ.

עדי פוזנר

אבל השוק בארץ בדיוק הוא בחלקו הגדול חברות מייצאות. אז אם הוא עלה, זה גם אומר שיהיה לנו יותר ייצוא בעתיד. אז צריך לשים לב, רק לא אוטומטית להגיד שזה מכאני.

שלומי שוב

בשורה התחתונה, מה אתה אומר? אתה ממליץ להתערב או לא ממליץ להתערב?

עדי פוזנר

אני חושב שקודם כל הבסיס זה לא להתערב, ומתעורבים רק אם אתה נותן הסבר מאוד טוב למה לדוגמה ספקולנטים לא יודעים לתקן את התקלה הזאת. אחרת אתה פוגע בסיגנלים למשק וגורם לפעולות ריאליות שגויות במשק. זאת אומרת לפני שאתה מתערב אתה צריך לשאול את עצמך 10 פעמים למה הפעם השוק לא מתפקד טוב, למה בסיגנל שהמחיר נותן לשחקנים הריאליים הוא שגוי. רק אז זה מוצדק.

שלומי שוב

יש תקלה עכשיו?

עדי פוזנר

אני לא יודע להגיד, באמת אין לי תשובה. אבל מה שכן, אני מאוד חוזר על מה שצביקה אמר, יש התערבויות שמחזקות באופן מלאכותי את השקל, צריך להפסיק אותן.

אמיר ברנע

מה המשמעות של ההתערבויות האלה שמגינות על החקלאים בארץ, האם נשקלו ההשלכות מאקרו של יבוא מזון מחוץ לארץ?

עדי פוזנר

פתחת משהו חשוב עם הרבה אספקטים. אבל אני אענה מזווית אחת על זה. אם אני הולך 20 שנה אחורה האוכלוסייה פה גדלה אולי ב-60% והשטחים לייצור המזון בארץ ירדו ב-10%. אז אם אתה לא מייבא יותר מזון מחו"ל, זה אומר שהירקות יקרים והפירות יקרים, ומישהו עם הכנסה נמוכה צריך להקטין את הצריכה של הדברים האלה ולאכול ג'אנק פוד, שאולי מיובא מחו"ל. אז זאת אחת המשמעויות של ההגנה על החקלאות הישראלית: מותר לייבא ג'אנק פוד, אבל אסור לייבא ירקות. מוזר, לא?

רון תומר

קודם כל אני רוצה להגיד מילה לגביי אני תעשיין, מי שלא יודע, הייתי נשיא איגוד התעשיינים עד לאחרונה, סקטור שמאוד נפגע, חשוב לי להגיד כמה דברים. קודם כל שער הדולר, מבחינתי זה פני הים. אני חושב שכל הניסיונות פה לבוא ולהגביל את המוסדיים ולנחות את החשכ"לית ולנהל לכולם איך הם מנהלים את השער, הם פשוט שגויים במקור. כי אם גובה פני הים צריך להיות גובה פני הים מסוים, זה יהיה גובה פני הים ואנחנו צריכים להתאים את עצמנו אליו. בסופו של יום, הבעיה העיקרית זה הגלים. וכולם דיברו על הדינמיקה ועל המהירות ומה שקרה. אתה יכול לטבוע בבריכה של חצי מטר, אם יגיעו לך גלים של שבעה מטר מעליך בהקשר הזה. ולכן אני אומר, כל הנקודה היא שצריך להבין שאנחנו באירוע שצריך למתן אותו, להתאים אליו, ואם חס וחלילה, במרכאות כפולות, תהיה פה נורמליזציה ושלוש, והדולר גם יגיע אולי 2.5 עם השקעות מהמזרח וכך הלאה, וצריך להתמודד עם זה. אבל הקצב, הוא מה שמשנה, ואנחנו כתעשייה יודעים להתאים למצב הזה, אבל לא יכולים לקצב שינוי כזה. לגבי ייבוא, תראו, סך הכל ישראל היא מדינה מאוד פתוחה לייבוא, שלא נטעה בכל הדברים, נכון? במזון יש דברים שצריך אולי לעשות, תוך שמירה גם על יכולת הייצור המקומית ועדיין אנחנו מדינה פתוחה לייבוא, אבל צביקה (אקשטיין) אם תפתח חזק מדי לייבוא, מה יקרה אם הדולר יתהפך עליך פתאום? אתה תגיע להיפר אינפלציה. ובניגוד לייבוא שאתה יכול להזמין עוד 20 מכוניות או לא להזמין 20 מכוניות נוספות, כשסגרת פה תעשייה, ומחר תהיה תלוי רק בייבוא, אני כבר לא מדבר על הגיאופוליטיקה, אז עליית הדולר פתאום, התחזקות הדולרים תקרה יום אחד, אבל אנחנו בסוף בעולם של גלים, תגיע מהר מאוד להיפר אינפלציה ולא תהיה לך שום שליטה למתן אותה כי לא תוכל להעלות ייצור מקומי.

מה שכן צריך לזכור דבר אחד, שבנוסף לכל הפגיעה בייצוא, אנחנו נמצאים במצב גיאופוליטי מאוד קשה, וכל יצואן היום, בין אם של שירותי הייטק, ובין אם של מוצרים, נפגע כבר היום בגלל המצב הגיאופוליטי של ישראל, וזה ביחד עם החלשות הדולר, זו תנועת מלקחיים קשה. עכשיו תזכרו דבר אחד, ההייטק הוא מאוד חשוב, ואני יודע מה הנזק הדרמטי של מרכזי הפיתוח או של יצואני ההייטק כולם אומרים מה הם מרווחים הרבה, הם יכולים לספוג את הירידה, אבל אתה לא נמצא בעולם אבסולוטי שאתה עדיין מרוויח הכל טוב, אתה בעולם בינלאומי, וכשאתה מנהל, ואני בקשר גם אחרי שפרשתי עם מנהלי מרכזי פיתוח פה, שמעסיקים אלפי מהנדסים וצריכים להגיש ביולי תקציב לחברת האם שעולה ב-20 ומשהו אחוז מבלי לשלם עוד השקל תוספת השכר, בסוף יהיה מי שיוריד את הגרזן על ישראל, למרות שהמרכז עדיין מרוויח, הוא יכול להרוויח יותר במקום אחר.

התעשייה האמיתית של המוצרים הפיסיים היא עדיין כ-45% מהייצוא הישראלי. שם הרווחיות היא לא מגיעה לרמות ההייטק, שם כבר היום מפסידים, ומדברים אתי יום יום תעשיינים שעומדים בפני שתי אפשרויות, להעלות מחירים שכנראה זה אומר לא לייצא, או להעביר את קווי היצוא לחו"ל. עכשיו אתם לא תראו את זה מהרגע להרגע, מסתכלים על היצוא הדולרי, אומרים הוא לא נפגע, ברור שהוא לא נפגע. יש לך הזמנות קדימה, זה החיים חברים, החיים עצמם. ייקח זמן, אבל אתה לא לוקח

לקוחות חדשים. ובסוף גם מהקיימים לא תיקח הזמנות קיימות, וכשתגלו את זה, כבר יהיה מאוחר מדי. ואפרופו הכנסות ממיסים, זה ברור שלפחות ב-45% של ייצוא סחורות, זה ישתקף מהרגע להרגע.

עכשיו מדברים גם על מחירים בארץ, צריך לזכור שחברות הן דואליות כשהשוק ייצא נפגע, אני גם יצואן וגם לשוק המקומי, אז למה שיצואן לא יוריד מחירים לשוק המקומי אם חומרי הגלם שלו ירדו? כי במקרים רבים הוא מדמם על הייצוא והיצואן צריך לאזן את זה. ולכן בסופו של יום כל הסיפור הזה הוא בעייתי. ועוד נקודה אחת לבעיות, כבר אני אדבר על פתרונות. ממשלת ישראל, בצדק רב, העבירה לפני הרבה זמן את חוק עידוד השקעות הון, ובעצם לקחה את כל הייצואנים של סחורות ריאליות ודחפה אותם לפריפריה, שם מקבלים הטבות מוגדלות. כשהיצוא ייפגע, חברים, הראשונים שייפגעו זה הפריפריה. בפריפריה, התעשייה היצואנית היא מחזקת אותה בשכר גבוה, גבוה משמעותית השומר בקניון או מקפל חולצות בחנות. מי שמחזיק אותה זה אותם מפעלי ייצוא שם שמחזיקים משפחות שלמות. לכן תזכרו שאם ייצוא הסחורות ייפגע, הפערים החברתיים פה יגדלו ובסוף המדינה תצטרך להכניס את היד לכיס ולהביא כסף בצורה אחרת.

עכשיו, הפתרונות הם לא קלים. הפתרונות בסוף צריכים להיות איך אנחנו ממתנים את הגלים. אני לא רוצה פה להערים על החוקים של פני הים, זה בלתי אפשרי, בטח מדינה קטנה כמונו תפסיד. לכן כדי לפתור צריך לעשות כמה דברים – קודם כל לחשוב באמת על מדיניות מס שתעודד יותר אנשים להישאר בארץ אל מול חו"ל, גם לחברות ההייטק וכך הלאה, למרות שפה יש לי כוכבית גדולה, חוקי הפילאר.

הפילאר היום קצת מגביל אותנו בגמישות, ביכולת שלנו לתת הטבות מס, אבל איפה שאפשר, צריך לתת. משרד האוצר חוץ מלהאשים את בנק ישראל ולספר שיום אחד יהיו גם להם פתרונות וגם אז הוא מדבר רק על הייטק, הוא שכח את כל אותה תעשייה של הפריפריה, שרובם גם מצביעי ממשלה קיימת, אבל לא משנה, לא נכניס פוליטיקה לחדר הזה. משרד האוצר דום שתיקה כללי, ואני מצפה ממשרד האוצר כדי לעזור למתן את הגלים, לא לאורך טווח ארוך זמן, לתת פתרונות פיסקליים. מהם פתרונות פיסקליים? להוריד את ההוצאה השקלית אין אין מילה אחרת, להוריד הוצאה שקלית, לא לסבסד ייצוא אבל עדיין צריך להוריד הוצאה שקלית. כדי להחזיק פה עובדים, למשל, האוצר צריך לדעת להכניס יד לכיס ולסקטורים שהם מוטי ייצוא להוריד את הביטוח לאומי ממעסיקים למשל, זה יכול לעזור, לא באופן קבוע, בהוראת שעה עד סוף 2027 כדי לתת לגלים להתמן ולהבין מה השער לאורך זמן, כ"כ צריך לתת תוכניות השקעה הרבה יותר נדיבות ואגרסיביות כדי להעלות את הפריז, שזה אחד הבעיות הקשות פה. שאפשר להגיד הכל זה עקום כלכלית, זה נחשב זה, אבל בסוף הכלכלה תנצח, וכשהיצואנים לא יהיו פה, להחזיר אותם לא נוכל, והכל, תזכרו עוד פעם, שהיא בסביבה גיאופוליטית קשה.

מילה על בנק ישראל, אני שש שנים עובד מול בנק ישראל, מהקורונה, ובנק ישראל לא סתם הגיע להר דולרים כזה, כי בנק ישראל היה קשוב כל השנים לבעיות הייצואנים וההייטק, ובאמת יושב היום על הר דולרים, ואני יודע שאפשרות ההתערבות שלו היא מוגבלת. ולכן כל מי שמצפה שבנק ישראל יעשה היום ניסים וירכוש לא 801 מיליון דולר, אלא 30 מיליארד דולר, צריך להבין איפה אנחנו מתחילים.

אבל בנק ישראל, ופה אני שמח שהנגיד עשה שינוי לפני שבוע, ובסופו של יום חלק מהעניין שאתה משחק בשוק הוא גם להוריד את הוודאות. ושבנק ישראל אחרי אי הורדת הריבית, הורדת הריבית הקטנה האחרונה, נתן נאום שאני הולך להיות פסיבי ולא להתערב וכך הלאה, הוא טעה ואני שמח שהוא תיקן את זה, והוא צריך לתקן את זה, הוא צריך לעשות את זה חכם. כמו שאנחנו צה"ל, צבא קטן וחכם, התערבויות קטנות וחכמות, איפה שצריך, להגביר את האי ודאות הזאת של אותם אחרים, וזו התרומה שהוא יכול לתרום, וטוב שהוא עשה את זה.

יניב פגוט

כמה דברים אולי, נראה לי שאנחנו נלחמים פה בגרביטציה כלומר המגמה הבסיסית של הכוחות הפועלים בשוק המט"ח תומכים בהתחזקות רב שנתית של השקל. וכשאני אומר כוחות הטבע, אנשים לא מודעים לעובדה שנכנסים המון כספים של משקיעים זרים לבורסה. אני לא חושב שבבורסה היה אי פעם, יותר עניין ממשקיעים זרים ממה שאנחנו מוצאים היום. כל שקל שלישי של מסחר בבורסה כיום מקורו במשקיעים זרים. למרות המלחמה הקשה, אנחנו בשיא של מחזורים יומיים של זרים, עוד קרנות שמגבירים חשיפה לישראל. כסף נכנס לפה, ולדעתי לא רחוק היום שכל שקל שני פה יהיה של משקיעים זרים, שייכנסו וישקיעו פה בשוק המקומי, ולכן כוחות הטבע זה שקל חזק, ומה שמצאו באוצר בכל האמור בכך שאין עיוותים בשוק המטבע לדעתי, עושים שכל. עכשיו, איך נלחמים בגלים אותם הזכיר נציג התעשיינים קודן לכן, כלומר כיצד קונים זמן? אז בנק ישראל עשה את זה בעבר, התמלא בדולרים, אולי, יש גבול כבר, כמה דולרים אפשר להתמלא עם האירוע הזה. ויש פה כמה פתרונות אולי טכניים שאפשר לעשות, לקנות זמן. אבל כוחות הטבע הם שקל חזק, ומי שזורק 2.5, יזרוק מספר נמוך יותר, ואני אתן עוד, ויש דברים שניתן לעשות כדי לקנות זמן. למשל, פעם הנפיקו פה גלבעים.

האוצר לקח פה כסף בארץ, ומי שקנה גלבעים לא היו המשקיעים הזרים שקונים את הדולרים מבחוץ, אלא מי שקנה את הגלבעים היה המשקיעים המוסדיים פה בארץ, או הציבור הישראלי שדרך הבורסה ידע לקנות מכשירים מגובי דולר, ויצרנו פה ביקוש. אנחנו לאחרונה הנזלנו אג"ח דולרי של ממשלת ישראל, עם משאבינו, על המסך מ-1.6 עושה שוק, כדי שאנשים יקנו פה דולרים בבורסה, או חוב מדינת ישראל. שנותן חמישה אחוז דולרי, וואלה אנשים קונים. אז אם ינפיקו פה גלבעים, או יעשו פה רישום של כל הסדרות המט"ח, בבורסה בתל אביב, יקבל פה ביקוש, למוצרים דולרים, כי יש פה אנשים שרוצים דולרים ריבית ולא נגישים ל-OTC. אז יש פה פתרונות מהסוג הזה. יש גם אפשרות לנהל את הביטחונות ולעשות נגזרים על מדדים זרים, עם ביטחונות שינוהלו במסלקה של הבורסה בתל אביב, ויקטינו פה את התנודתיות, יש מה לעשות. אני לא זוכר שמישהו דפק אצלנו בדלת וביקש איך לעזור לו באירוע הזה.

נתנאל היימן

קראתי הבוקר עיתון, הרבה דברים עצבנו אותי, אף אחד לא עצבן אותי כמו התשובה של טל והנציג השני ממשרד האוצר היום. אני חשבתי באמת שאנחנו נדון פה על הפתרונות, לא חשבתי שיש לנו

ויכוח על הבעיה. הבעיה קיימת. קודם כל מבחינת האם אנחנו נמצאים במצב חריג או לא. אז כן, הקצב הוא חריג, השער הריאלי האפקטיבי הוא חריג והיסטורי. אנחנו נמצאים במטבע הכי חזק בעולם, לא משנה איזה טווח את לוקחת שנה, שלוש שנים, חמש שנים, עשר שנים, ישראל המדינה הכי חזקה בעולם מבחינת שערי מטבע. החשבון השוטף שלנו, כמו שנאמר, הוא באמת גבוה, הוא לא חריג. הוא לא מצדיק כזו תחזקות בשער החליפין, שאתה אומר זה מה שהופך את המשק הישראלי, זה מה שהופך את המשק הישראלי לכל כך חזק. מבחינת הפתרונות שעלו פה על הנושא של ייבוא. גם מבחינת ייבוא, אנחנו לא חריגים. נכון שאוהבים להשוות אותנו ל-OECD, אבל 27 מדינות מתוך ה-OECD, זה מדינות שחברות באיחוד האירופי. שסוחרות אחת עם השנייה. כל סחר בין בלגיה להולנד, זה בדיוק כמו הסחר בין באר שבע לחיפה, והוא נספר בצורה אחרת. עכשיו, בוא נגיד שאנחנו צודקים שזה הפתרון הגאוני שלנו. הייבוא, וסך הכל אנחנו מדברים פה על החקלאות, חוץ מהחקלאות אין שום מכסים בישראל. תפתח את כל החקלאות, לא משנה מה זה יעשה לחקלאות, אבל תפתח את כל החקלאות, כמה זה יזיז את שער החליפין?

אז קודם כל בואו תכירו בבעיה, אתם לא יכולים להגיד שהמצב הנוכחי הוא מצב נורמלי. אם המטבע הוא מחיר, אז הוא מחיר טורפני כרגע. מחיר טורפני, מה שהוא עושה, הוא כרגע מוציא אנשים מאוד מאוד חשובים מהשוק, תוכנה, סטארטאפים, תעשייה, כל הסקטורים שדיברו פה. ברגע שהשער יחזור להיות "ריאלי", המודלים, הרבה מאוד חברות כבר לא יהיו פה, חברות שאנחנו מאוד רוצים שיהיו פה ויעסיקו פה אנשים. אז קודם כל זה לגבי הבעיה. מבחינת הפתרונות, אתם, עלו פה פתרונות. יש את הפתרונות הפיסקליים, כן עם החשכ"ל, לא עם החשכ"ל. הריבית בישראל, הריבית בישראל היא ריבית ריאלית מאוד מאוד גבוהה. הריבית לא צריכה כן לתמוך בשער החליפין או לא לתמוך בשער החליפין, הריבית צריכה להיות נכונה. וכרגע הריבית לא נכונה. למה היא לא נכונה? כי בנק ישראל באותה מצגת שהוא מסביר למה הוא לא מוריד ריבית, הוא אומר שהסיכון ירד. והריבית אמורה לשקף סיכון והיא לא משקפת את הסיכון כרגע, היא הרבה הרבה יותר גבוהה.

גם מבחינת המנגנונים של המוסדיים, אף אחד לא צריך להגביל את המוסדיים, חס ושלום. אבל צריך להכיר בבעיה, ואם יש פה פתרון שבנק ישראל יוכל לתת מענה למוסדיים, אם זה OTC, כל פתרון אחר, זה לא משנה, העיקר שיכירו בבעיה, אז כן, תעשו את הפתרונות האלה. וגם אצלכם, אתם לא יכולים להגיד, נראה לנו, אין בעיה, בסוף זה יסתדר. לא, תשבבו, תראו איך אתם פותחים את הפתרונות האלה. אתם מציעים פתרונות, סתם דוגמה, פתרון קטן, תשלום מס בדולר. תוך 4 דקות כבר מישוהו במשרד האוצר מדליף למה זה פתרון לא נכון, כי החבר שלו בקומה למעלה או למטה הוציע את הפתרון הזה.

חבר'ה, הבעיה היא רצינית, אנחנו נמצאים במצב חמור, התעשייה עברה קורונה, שלוש מלחמות, את כל התקופה האחרונה אף פעם לא קיבלנו כאלה תלויות וכאלה זעקות שבר כמו שאנחנו מקבלים משער החליפין.

משה ברקת

אני רוצה להתייחס לשני חלקים. אחד, התנהלות של מי שקופץ מקומה 20 ושואלים אותו בקומה 14 מה קורה, והוא אומר, עד כאן הכל בסדר, היא לא הגיונית. צריכה להיות תוכנית מגירה למצב שבו פתאום יש עוד קפיצה, ואף אחד לא יכול לנבא שזה לא יקרה. אנטרופיק הוציאה משהו, או אינבידיה הוציאה ציף חדש, ויש עוד קפיצה ב-S&P. וברור מה המוסדיים יעשו, אני לא מאשים פה את המוסדיים תכף אני אתייחס, ואם השער יגיע ל-2.2 או השער יגיע ל-1.8, עדיין האוצר יאמר שהכל בסדר? מישהו חישב מה השער הנכון בשווי משקל?

בנק ישראל והאוצר לא יודעים מהו השער בשווי משקל, אז הספקולנטים, שבבוקר קונים ביטקוין שעולה 100 אלף ואומרים שיגיע למיליון, ובערב מוכרים ואומרים שיגיע 50 אלף דולר, עליהם אנחנו מטילים את יהבנו שהם יודעים ויסכנו את הכסף שלהם על להמר האם השוק בשווי משקל או לא בשווי משקל, כאילו השקל דולר נסחר בשוק משוכלל? אני חושב שהאמירות האלה הן לא רציניות, וצריך לעשות תוכנית מגירה לאיך מתמודדים ומה ההשלכות על המשק הישראלי. זה נושא אחד, אבל אני רוצה לדבר על הבעיה שהיא בעצם העניין שנוגע למוסדיים, ואני אתן אנלוגיה. בואו תארו לעצמכם שמוסדי משקיע באגרת חוב 30 שנה. ויש לו צפי שהפרישות יהיו בטווח הזמן הזה, או שיהיו עוד פורשים. הוא צריך אג"ח 30 שנה, ויש לו את היכולת והכוונה להחזיק 30 שנה. אבל הרגולטור אומר לו, תעשה מארק טו מארקט. ובגלל שהוא עושה מארק טו מארקט, הוא יעשה עכשיו גידור ריבית על האג"ח הזה. זה הגיוני? מה שקורה פה, זה שוב, זה כמו תאונה שצופים שהיא תקרה מראש. הממשלה הוציאה את הפנסיה לשוק הפרטי. הממשלה יודעת שהשוק הישראלי לא יכול להכיל וזו עוד תאונה שתקרה, ויש בשוק עוד תאונה שהיום אדבר עליה עם רשות ניירות ערך. יש תאונות שברור שהן יקרו בשוק הישראלי, וצריך להיערך מראש ולתקן אותן.

אבל העניין הזה הוא לא היה הפתעה שהפנסיה תגיע, ואז ידין ענתבי שחרר ב-2008 את השוק להשקעות בחו"ל וזה נכון וברור. אבל יש לכך השלכות וברור מה יקרה. אנחנו מדברים על נתון ש-54 אחוז מהכסף החדש במערכת יוצא לחו"ל, כשאני הייתי מפקח דיברתי על זה, שזה יגיע 70 אחוז, ואנחנו נגיע לשם. פשוט צריך להבין מה עושים עם ההשלכות של זה. קודם כל בנק ישראל חייב להיות מוכן לפתוח את המכשירים שלו למוסדיים, לפתוח את הסוואפים מול המוסדיים, ובמקרה שיקרה תרחיש הפוך ממה שתיארת קודם, לא תרחיש עליות בגלל שאנבידיה יוציאו ציף וכולי, אלא שיהיה משבר ב-WALL ST, ויהיה לנו עוד פעם מה שהיה בקורונה.

ואני מאוד התעקשתי במשבר שהיה בקורונה, ואם בנק ישראל לא היה פועל, אז גם האוצר היה מתערב, שר האוצר היה מתערב. אני מדבר על המצבים המשבריים. בנק ישראל פה, בין היתר, כדי לפעול במישור הזה, מכיוון שהכסף של הישראלים, מה לעשות, חייב להיות בחו"ל. חייב להיות, מכיוון שהמדינה לא יכולה לערוב לפנסיה שלו. והוא חייב להשקיע כסף בחו"ל, ולכן המדינה צריכה, ובנק ישראל כחלק מהתפקידים שלו, חייב לטפל במישור הזה של התערבות במשברים מהסוג הזה, כפי שהיה בקורונה ולא מן הנמנע שיקרה שוב. עכשיו נדבר על הגידור. לגבי הגידור, אני אומר עוד פעם, מדובר בסכומים אדירים בכסף. עכשיו, שורש העניין נובע מזה שבעצם אומרים, התשואה של

הישראלים זה שקלי, אבל זו תשואה ל-30 שנה. ביקשת פתרונות שלומי, ויש לי פתרון שדווקא בא מעולם החשבונאות. כולנו יודעים מה עושים עם סביבה שמתנהגת דולרית, חברות אוטונומיות, יש לנו דבר שנקרא הפרשי תרגום. אני ב-21' הצגתי את הפתרון לוועדה המייעצת של ליברמן, שישבו שם יעקב פרנקל, ופרופסור אפי צדקה, וישב אלי יונס, וענת לוין וכולי. ואני אמרתי להם, חבר'ה, צריך לקחת את ההשקעות שהן דולריות, או ביורו, ההשקעות המטבעיות, ולחשב תשואה מטבעית, לא לחשב תשואה שקלית. עכשיו, כאשר אדם נותנים לו בסטייטמנט כמה אתה תקבל אם אתה עכשיו פודה, שיתנו לו סכום בשקלים כמובן, אבל בינתיים, אני מתמודד עם S&P בהשקעות חו"ל - מהאני 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, כי כל הגידורים נובעים מעניין המדידה הלא רלבנטית. אני חוזר לאנלוגיה של האג"ח ל-30 שנה, שמודדים אותם מארק טו מארקט, ואז צריך לעשות גידור ריבית כדי לא להיפגע בתשואות. אני חושב שזה שורש הבעיה.

שלומי שוב

אז מה אמרו לך כשליברמן היה שר האוצר?

משה ברקת

אני גם חשבתי שצריך לעשות מס הכנסה שלילי, אני גם חשבתי שאנשים שיש להם עשרה מיליון שקל בפנסיה, לא צריכים לקבל הטבות מס במקום לנסות לקצץ בפנסיה של יתר הציבור. אני לא מסכים לגמרי עם אייל, שאמר, וגם בנק ישראל אומר היום, שהפנסיה של הישראלים גבוהה מדי. לא רק שזה לא נכון, אלא שמצד שני, גם אומרים שביטוח לאומי הולך לפשוט רגל. רבותיי, החיסכון הישראלי של רוב הציבור לא גבוה, ואני דואג לצעירים מבחינת החיסכון שלהם בפנסיה.

אמיר ברנע

שני דברים לסיום. אני מציע לכל מוסדי לבדוק האם נטרול חשיפה מטבעית הוא כל כך רצוי. הפתרון שמוצע כאן של בערך 40 אחוז חשיפה, 20 אחוז הגנה מטבעית. האם הוא נבדק? האם הוא אקטואלי? האם הוא רלוונטי לנתונים של עכשיו? אני מציג את זה בסימן שאלה, ודבר שני, התחרות בין המוסדיים לא יכולה להיות על כל חודש. האלמנט הזה של ניוד מידי כאשר ניתן להגיב מיד וכאן מסייע ענף הייעוץ שמתגמל על ניוד, האם זה רצוי לחוסך? אתה הזכרת, הרי מדובר פה על השקעות לטווח ארוך, תוכניות פנסיוניות לטווח ארוך, שהסיכון והתשואה שלהם צריכים להימדד לאורך זמן.

עדי פוזנר

אתה חושב שהשוק הולך הלך חזר כל חודש?

אמיר ברנע

ההזות האלה, בסכומים כל כך גדולים...

שלומי שוב

כמה מילות סיכום שלי, אבל לפני כן רק אגיד לאמיר, שהנושא של הגבלת הניוד, והיינו שם לא מעט, הוא לא פשוט במידה תחרותית וזה כנראה לא יקרה בעולם תחרותי מודרני. אבל דווקא ההצעה של ברקת שאני, שמעתי עליה פה לראשונה עכשיו, יכולה להיות מאד מעניינת. הרי היא היא מנטרלת למעשה את התנודות של הפרשי שער מתוך תפיסה שהמשיקעים לא מהמרים על שער חליפין (מה שנכון כלכלית), מה שיצמצם את את הטירוף הזה של ההמרות. זה באמת יכול להיות רעיון ששווה לשקול אותו.

אני חושב שבאמת היה לנו פה אחד הדיונים המעניינים והרחבים עם הרבה הסתעפויות וזוויות. הוצעו פה גם לא מעט הצעות מקוריות. אני כן חושב, ופה אני לא חושב שיש מישהו שחולק, שיש ייחודיות, יש מצב ייחודי במשק הישראלי של היקף כספי הפנסיה ביחס לתוצר. אין לזה תקדים בעולם. ולכן אני גם פחות מתחבר לעמדה שהובעה כאן על ידי נציגי משרר האוצר. ואנחנו לא יכולים להתעלם ממנו. צריכה להיות רגישות מיוחדת של כל הרגולטורים ומקבלי ההחלטות למצב הזה. חשובה הסתכלות כוללת ולא רק נקודתית בראיה צרה.

אנחנו גם ראינו את בגרפים שהוצגו כאן - גם מה שצביקה הציג שהתכתב עם הניתוח שעשינו במכון הפניקס שאנחנו רואים בשנה האחרונה, את התנועה הזאת. זה בולט. אז כמובן זה לא נכון לשנות את "גובה פני הים", אבל אולי כן צריך איזשהו "שובר גלים" לאור הסיטואציה המיוחדת שנוצרה.

תודה רבה.

על הפורום:

פורום שווי הון (Fair Value Forum - FVF) הוקם בכדי לתרום לאיכות המידע בשוק ההון ולייצר שיח רב דיסציפלינארי פורה בסוגיות מקצועיות הקשורות לשוק ההון ולעולם העסקי שנמצאות על סדר היום הציבורי. הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים ושלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן בית ספר אריסון למנהל עסקים, הוקם במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים באוניברסיטת רייכמן. הפורום כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדינות, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

לאתר הפורום: [לחץ כאן](#)