

1.6.2026

סיבות לירידת שער הדולר

תמצית דיון שולחן עגול - מרכז הראל לחקר שוק ההון ומכון ספרא לבנקאות ופיננסים בפקולטה לניהול ע"ש קולר, אוניברסיטת תל אביב

אתמול התקיים דיון מקצועי מיוחד, ביוזמת מרכז הראל לחקר שוק ההון ומכון ספרא לבנקאות ופיננסים בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב, לניתוח הגורמים לירידת שער המט"ח והאם הגופים הפיננסיים הובילו לכך, בהשתתפות אנשי המערכת הפיננסית (חברות ביטוח, בתי השקעות ובנקים), קובעי מדיניות, ואנשי אקדמיה (רשימת משתתפים בסיום).

פרופ' דן וייס, ראש מרכז הראל באוניברסיטת תל אביב הנחה את הדיון, וסיכם את התובנות העיקריות שעלו:

- א. בעשרים השנים האחרונות, הגופים המוסדיים בישראל הגדילו משמעותית את ההשקעות בניירות ערך הנסחרים במט"ח לרמה של כ-50% ברוטו (ללא גידור) וכ-20% נטו (כולל גידור) מתיק ההשקעות הפנסיוני. מגמה ארוכת טווח זו הביאה לעלייה משמעותית בתיק ההשקעות במט"ח, שתמכו בעליית שער הדולר לאורך שנים ולא לשחיקתו. בראייה ארוכת טווח הגופים המוסדיים הם Net Buyers של מט"ח.
- ב. בדיון עלו שתי הצעות פרקטיות להקטנת ההשפעה של עסקאות גידור החשיפה המטבעית של החסכון הפנסיוני - ביצוע עסקאות הגנה מטבעית ישירות עם משרד האוצר (כמו תשלומי המיסים בעסקת WIZ) וביטול חובת גידור בתיק הפנסיוני הזכאי לתשואה מובטחת בעקבות ביטול הנפקת אג"ח מיועדות.
- ג. חלק מרכזי של תנודות ההון מהדולר לשקל נבעו ממשקיעי ריטייל ולא מהחלטות מנהלי השקעות להקטין חשיפה למט"ח בקרנות הפנסיה.
- ד. דרוג MERCER בשיתוף מרכז הראל מדרג את איכות מערכת הפנסיה בישראל חמישית מתוך 52 מדינות בעולם. בדיון עלתה הסכמה כללית כי אסור להתערב בשיקולי מנהלי ההשקעות בגופים המוסדיים וחשוב לשמר את עצמאותם ואת איכות מערכת החסכון ארוך הטווח בישראל.

להלן נקודות עיקריות מהדיון בצירוף תמצית דברי המשתתפים:

סקירה על ירידת שער החליפין וסיבות עיקריות לכך

המוסדיים הורידו חשיפה למט"ח



אלכס ז'בז'ינסקי, מיטב בית השקעות

אלכס ז'בז'ינסקי, כלכלן ראשי מיטב, סקר את התחזקות השקל למול הדולר, במיוחד בשנה האחרונה, בראייה של פרמיית הסיכון של ישראל, עודף בחשבון השוטף, והשקעות זרות בישראל (FDI).

בנוסף, הראה כי המוסדיים הורידו את החשיפה למט"ח (במסלולים הכלליים) מרמה של כ-26% מסך התיק בספט' 2024 לרמה של כ-17% מסך התיק במרץ 2026. ירידה זו כנראה תרמה לייסוף המשמעותי בשער השקל למול הדולר.

ז'בז'ינסקי הוסיף כי קיים קשר שלילי בין תשואות מדד ה-S&P500 לבין שער החליפין שקל-דולר, כלומר כאשר מדד המניות עולה הדולר נחלש ביחס לשקל. הקשר השלילי הזה התחזק משמעותית ב-4 השנים האחרונות.

יניב בר, כלכלן ראשי בבנק לאומי, ציין כי הסיכונים הפוליטיים והביטחוניים מיתנו במידה מסוימת בשנים הקודמות את ירידת שער החליפין, אולם ברגע שהסיכונים פחתו הייסוף התגבר משמעותית. בנייתו של בנק לאומי בטווח הארוך התחזקות השקל מסתדרת עם הנתונים הכלכליים, אך לשינויים קטנים בפערי הריביות בין ארה"ב לישראל אין השפעה מובהקת על שער החליפין.

בר הזכיר את השפעת המוסדיים בשוק המט"ח, במיוחד עם עליית רכיב המט"ח בתיק ההשקעות שלהם בעשורים האחרונים, אולם דווקא ציין כי הם הורידו במידה מסוימת את היקפי הגידור של מט"ח מרמה של 13% מסך התיק בשנת 2022 לרמה נוכחית של כ-8% בלבד מסך התיק, כך שיש מקום מבחינתם להגדלת היקפי הגידור במבט קדימה.

אלון קאופמן, מנהל השקעות עמיתים בהראל, תיאר מספר סיבות כלכליות לכך שהשקל התחזק בשנים האחרונות, במיוחד לאחר מבצע הביפרים בלבנון וירידת פרמיית הסיכון של ישראל. אחד הגורמים להתחזקות השקל הוא הריבית הריאלית קצרת הטווח, הגבוהה בישראל (כ-2%) ביחס לעולם (לדוגמה בארה"ב כ-0% בלבד), פער שמביא זרמי הון לשקל. בנוסף, העלייה החדה מאד במדדי המניות באפריל ומאי עד כה יוצרים לחץ נוסף על השקל כתוצאה מהפעילות של הגופים המוסדיים בנגזרים וזרמי הדולרים הגבוהים שמקבלים המוסדיים בגינם.

הצעה 1 לפתרון: גופים מוסדיים דורשים לבצע עסקאות הגנה מטבעית ישירות עם משרד האוצר כדי למנוע ירידה בשער הדולר וגם להקטין את עלות הגידור לטובת העמיתים

ארז מגדלי, מנהל חטיבת השקעות במגדל ביטוח, הדגיש בדבריו כי אם נדרש גידור בהיקף של 30% מהתיק, ועלות הגידור העודפת מעבר לפערי הריביות דרך המערכת הבנקאית היא כ-1%, אז מדובר בעלות של כ-0.3% שפוגעת בתשואת החוסכים. לכן נדרש למצוא פתרון טוב יותר לחוסכים.

אלכס ז'בזינסקי, כלכלן ראשי במיטב, הציע כי הגופים המוסדיים יבצעו עסקאות גידור מט"ח ישירות מול בנק ישראל במקום בשוק המט"ח ישירות. בכדי שבנק ישראל ימנע מפתחת פוזיציה במט"ח הוא יכול לנטרל חשיפה שנוצרה כתוצאה מעסקת הגידור מול המוסדיים באמצעות עסקה נגדית מול משרד האוצר. משרד האוצר ינטרל בעסקה זו חשיפת מט"ח שקיימת אצלו בגין הנפקות אג"ח במטבע חוץ, וזאת מבלי להגיע לצורך גידור פוזיציה לשוק המט"ח. כך, למעשה, בנק ישראל ישמש כמתווך בין משרד האוצר לגופים המוסדיים.

הצעה זו דומה להסכם בין בעלי מניות בחברת וויז והאוצר כי ישלמו את רוב תשלומי המס על עסקת הרכישה של גוגל בדולרים במקום בשקלים. המהלך נועד למנוע זעזועים בשוק המט"ח וייסוף חד של השקל, כאשר רשות המסים והחשב הכללי קיבלו את כספי המסים בדולרים לטובת תשלומי חוב חיצוניים של הממשלה. כלומר, גם המוסדיים יכולים לפעול מול האוצר (בין אם ישירות ובין אם בתיווך בנק ישראל). עסקות אלה יתקיימו בהסכמה בין האוצר לגופים המוסדיים, ובנק ישראל ישמש כמתווך. בעסקות אלה עלות הגידור של המוסדיים תהיה נמוכה יותר ותנטרל ההשפעה הישירה על שער הדולר.

הצעה 2 לפתרון: ביטול חובת גידור בתיק הפנסיוני הזכאי לתשואה מובטחת בעקבות ביטול הנפקת אג"ח מיועדות

בעבר, הממשלה הנפיקה לקרנות הפנסיה איגרות חוב מיועדות. שיעור הריבית השנתי של אגרות החוב המיועדות ההיסטוריות, למשל "ערד", עמד על 4.86% צמוד מדד. המטרה היתה להבטיח יציבות וביטחון לחלק משמעותי מכספי הפרישה שלנו. המדינה, מתוך הבנה שהחיסכון הפנסיוני הוא קריטי לעתיד אזרחיה, הבטיחה תשואה צמודת מדד לחלק מהחיסכון, כזה שלא יושפע משינויים בשוק ההון.

לפני שלוש שנים, מנגנון אג"ח מיועדות הוחלף במנגנון הבטחת תשואה ממשלתית (רשת ביטחון). במקום שהמדינה תנפיק לקרנות הפנסיה אג"ח ייעודיות עם ריבית קבועה מראש, כל כספי הפנסיה מושקעים כיום בשוק ההון החופשי. המדינה הגדירה תשואת יעד ריאלית ארוכת טווח, 5.15% צמוד מדד, על חלק מכספי החיסכון. אם התשואה של ההשקעה בשוק ההון תהיה בפועל נמוכה מתשואת היעד, המדינה מבטיחה תשואה בשיעור 5.15% צמוד מדד ותשלם לקרן את ההפרש. האוצר מחייב את קרנות הפנסיה מדיניות השקעה זהה לחלק מהחיסכון הזכאי לתשואה המובטחת ולחלק שאינו זכאי לתשואה מובטחת.



ארז מגדלי, מנהל חטיבת השקעות במגדל ביטוח, הציע לאוצר לאפשר לקרנות הפנסיה להימנע מגדור חשיפות מטבע של חלק החסכון הזכאי להבטחת תשואה. חלק החסכון הפנסיוני הזכאי להבטחת תשואה בשל ביטול הנפקת אג"ח מיועדות יגיע בשנים הקרובות לכ-30%. ככל שחשוב לאוצר להימנע מתנודות בשער החליפין הנובעות מפעולות גדור של קרנות הפנסיה, הוא יכול להביא להפחתה של ההשפעה הזו באמצעות אפשרות שלא לגדר חלק זה בתיק המוסדיים. מצד אחד, הצעה זו מעבירה את סיכון המטבע לממשלה. מצד שני, הבטחת התשואה מתייחסת לתקופה של חמש שנים. בתקופה זו יחסכו עלויות הגידור שמקטינים את התשואה ומגדילים את הסיכוי שהממשלה תאלץ לשלם לחוסכים. ככל שסיכון החשיפה למט"ח לאורך זמן נמוך יותר, סיכון המטבע העובר לממשלה נמוך יותר.

חלק משצעותי של תנודות ההון מהדולר לשקל נבעו ממשקיעי ריטייל ולא מהחלטות מנהלי השקעות בגופים המוסדיים להקטנת חשיפה למט"ח

אסף נחמני, מנהל חטיבת השקעות ורישוי ברשות שוק ההון, ציין כי בחודשים האחרונים חל שינוי בטעמי הציבור, אשר הוביל למעבר מאפיקי השקעה בחו"ל, ובפרט ממכשירים העוקבים אחר מדדי S&P500 ונאסד"ק, למכשירים המשקיעים בישראל. שינוי זה תרם למכירת דולרים בהיקפים גדולים, ללא שיקול דעת אקטיבי מצד הגופים המנהלים.

ענבל פולק, ראש מחלקת ההשקעות ברשות ניירות ערך, ציינה כי תופעה דומה נצפתה לציבור גם בקרנות הנאמנות, והוסיפה כי הציבור עוקב אחרי תנודות ההון הקודמות ובכך מגביר את הכיוון שסומן כבר קודם על ידי משקיעים זרים ומוסדיים. היות והציבור נחשף להשקעה במניות באמצעות מוצרים פאסיביים העוקבים אחרי מדדים, ההשפעה חדה יותר ומייצרת עוד תנודתיות, וזאת לעומת תקופות עבר שהשקעות הציבור היו במוצרים מנוהלים והיה למנהלי ההשקעות, הן במוצרים ארוכי הטווח והן בקרנות, יותר שיקול דעת והשפעה ממתנת.

אייל פלם, מנהל יחידת רישוי ופיקוח על מוצרים פיננסיים ברשות לניירות ערך, הוסיף וציין כי בשנים האחרונות ישנה עלייה דרמטית הן בהיקף ההשקעות בקרנות הנאמנות (פי ארבע לרמה של כ-800 מיליארד ש"ח), והן בפתחת חשבונות מסחר עצמאי. הציבור הישראלי הופך להיות מרכיב משמעותי בתנודות המחירים, אפילו בשוק המט"ח, ובאופן יותר משמעותי מגודלו היחס בשוק.

ביחד, ברור שהחלטות חוסכים בשנה האחרונה לגבי מעבר מסלולים בחסכון ארוך טווח ממסלולי מט"ח למסלולים מוטים השקעות בישראל והחלטות משקיעים בקרנות נאמנות להסיט כספים ממקרנות מט"ח לקרנות מוטות השקעות בישראל גרמו לחלק משמעותי מההצעים לדולר, ולא החלטות של מנהלי השקעות בגופים המוסדיים.

האם ראוי בכלל שגופים מוסדיים יגדרו את החשיפה המט"חית שלהם בתיקים?

המונח הטיית הבית (Home Bias) מתייחס להשקעת יתר של גוף השקעות בשוק המקומי למול המשקל של אותו שוק ביחס לשוק הגלובלי. תופעה זו מאוד נפוצה ומוכרת בספרות האקדמית (French & Poterba, 1991; IMF, 2005) ונמצאה הן אצל משקיעים פרטיים והן אצל משקיעים מוסדיים. לדוגמה, היקף שוק ההון הישראלי מסך שווקי ההון בעולם עומד על כ-0.3% בלבד, אולם החשיפה לניירות ערך הנסחרים בשוק הישראלי אצל קרנות הפנסיה עומדת על כ-50% ד"ר יניי שפיצר, חוקר היסטוריה כלכלית, היסטוריון כלכלי שהתעמק בשנים האחרונות בשוק המט"ח הישראלי, ציין לחיוב את הגדלת רכיב החו"ל של הגופים המוסדיים בעשורים האחרונים, אך הדגיש שזה לא מספיק כי היקף ההשקעה בשוק הישראלי הוא בלתי פרופורציונאלי להיקף ישראל בכלכלה העולמית, ועל כן רכיב החו"ל צריך לגדול עוד משמעותית.

לגבי פעולת הגידור, ד"ר שפיצר טען כי היא מחמירה את אותה "הטיית בית" (Home bias) ויוצרת תנודתיות חזקה ומיותרת בשער החליפין. מעבר לכך, היא אינה מספקת גידור ריאלי לתשואות החוסכים, ולמעשה אף מגבירה את השונות בהן, ועלותה נכבדת. לכן גופים מוסדיים צריכים לחדול ממנה, על אף שבדיעבד היא הגנה מפני ייסוף השקל בעשורים האחרונים.

יובל שיתא, מנהל תחום גזברות בכלל נכסים פיננסיים, התנגד לעמדתו של ד"ר שפיצר, וציין כי החוסכים הישראליים ידרשו בעתיד לכוח קנייה בשקלים לצורך כיסוי הוצאותיהם בפרישה, ואי גידור שער המט"ח חושף אותם בצורה מוגזמת לתנודתיות מט"ח אשר אינה מהווה אחת ממטרות ההשקעה שלהם. בשקל השולי שנכנס אלינו אנו למעשה קונים מט"ח בהיקף של כ-40-50%, ואנו לא חושבים שהעמיתים היו מוכן להיחשף ברמה כזו למטבע שאינו שקל.

שיתא הוסיף כי גידור המט"ח בגין השקעה בשווקי חו"ל קיים גם בקרב קרנות פנסיה וחברות ביטוח באירופה. מדובר על שני משתני החלטה נפרדים – היקף חשיפה לחו"ל והיקף חשיפת מט"ח.

החלטות ההשקעה בחסכון ארוך וקצר הטווח מתנהלות בצורה טובה ואסור להתערב בניהול, אך יש להפחית את תדירות פרסום התשואות וקלות הניוד

מדד הפנסיה העולמי השנתי של Mercer בשיתוף מרכז הראל הינו תוצר של מחקר עולמי מקיף על איכות 52 מערכות פנסיה בעולם. מרכז הראל לחקר שוק ההון הינו שותף של Mercer בניתוח נתוני ההשוואה ופתוח המדד הבינלאומי. המחקר עליו מבוסס המדד, משווה בין המערכות במדינות השונות, מצביע על חולשות בכל מערכת, ומציע תחומים שבהם ניתן לבצע רפורמות כדי להבטיח לגמלאים פנסיה הולמת ובת-קיימא. המדד מתבסס על 50 משתנים שונים אשר מאוחדים לשלוש קטגוריות עיקריות - הלימות, קיימות והוגנות.



נעמי שפירר-בלפר, לשעבר מנהלת מרכז הראל, ציינה כי לפי מדד מרסר הגלובלי, שנערך בישראל בשיתוף מקומי של מרכז הראל, מערכת הפנסיה הישראלית מדורגת במקום החמישי מתוך 52 מדינות בעולם. לדבריה, הגופים המוסדיים, האמונים על ניהול החיסכון ארוך הטווח של הציבור, הוכיחו לאורך השנים יכולת לקבל החלטות השקעה אחראיות ומקצועיות. הטלת מגבלות על השקעותיהם במטרה לצמצם השפעות נלוות על שער החליפין, עלולה לבוא על חשבון התשואה והחיסכון הפנסיוני של העמיתים.

עוד הוסיפה שפירר-בלפר כי חובת פרסום התשואות מדי חודש, בניגוד למקובל במדינות רבות בעולם, לצד קלות הניוד הגבוהה בין גופים ומסלולים בישראל, מגבירות את ההתמקדות בביצועים קצרי טווח. לדבריה, מאפיינים אלה מעודדים מעבר תכוף בין מסלולים וגופים על בסיס שיקולים קצרי טווח, אף שמדובר בחיסכון שנועד להתנהל בראייה ארוכת טווח. לתופעה זו עשויות להיות גם השלכות על מדיניות ההשקעות, על היקפי הגידור ועל ההשפעה של המוסדיים על שוק המט"ח ושער החליפין.

אסף נחמני, מנהל חטיבת השקעות ורישוי ברשות שוק ההון, חזר על הקביעה כי מערכת הפנסיה בישראל היא מהטובות בעולם, וציין כי בשלושים השנים האחרונות הובילה הרשות מגמה עקבית של הרחבת חופש הפעולה של מנהלי החיסכון הפנסיוני. לדבריו, אף שעדיין קיימות מגבלות, הן מצויות בשוליים יחסית ותכליתן ניהול סיכונים, ובתוך מסגרת הרגולציה הקיימת נהנים הגופים המוסדיים מחופש פעולה רחב.

נחמני הדגיש כי הרשות אינה מנהלת השקעות: היא אינה מתיימרת לדעת מהו שער הדולר האופטימלי, או האם ובאיזה היקף נכון לגדר חשיפות מט"ח. לדבריו, זה אינו תפקידה של הרשות, אלא של הגופים המוסדיים שהשיקול המרכזי שלהם הוא טובת החוסכים.

עם זאת, נחמני ציין כי תדירות הדיווחים והאפשרות לניודים בישראל אינן חריגות, וכי אין מקום לשנותן, שכן המצב הנוכחי משרת את התחרות בתחום. לדבריו, להפחתת התדירות תיתכן השפעה על תמהיל החשיפות, אך היא עלולה גם להחזיר את השוק עשרות שנים לאחור - לתקופה שבה דמי הניהול היו גבוהים בהרבה.

ענבל פולק, ראש מחלקת ההשקעות ברשות ניירות ערך, הסכימה עם קביעתו של נחמני שאין מתפקידו של הרגולטור לנהל את ההשקעות. פולק הדגישה כי תפקידם ברשות הוא לייצר אפשרויות למשקיע הישראלי, ובעיקר לצמצם את ניגודי העניינים של היצרנים והמתווכים.



משתתפים בדיון (לפי א-ב של שם פרטי):

- אייל פלם - מנהל יחידת רישוי ופיקוח על מוצרים פיננסיים, רשות לניירות ערך
- אסף נחמני - מנהל חטיבת השקעות ורישוי, רשות שוק ההון
- אלון קאופמן - סמנכ"ל, מנהל השקעות עמיתים, הראל
- אלכס ז'בז'ינסקי - כלכלן ראשי, מיטב השקעות
- ארז מגדלי - משנה למנכ"ל, מנהל חטיבת השקעות, מגדל ביטוח
- ד"ר ארי אחיעז - מנהל מרכז הראל לחקר שוק ההון, הפקולטה לניהול
- פרופ' דן וייס - ראש מרכז הראל לחקר שוק ההון, הפקולטה לניהול
- יובל שיתיאת - סמנכ"ל, מנהל תחום גזברות, כלל ניהול פיננסים
- פרופ' יוסי שפיגל - חוקר וראש הקתדרה לתורת המשחקים והחלטות ע"ש פלאק, הפקולטה לניהול
- יניב בר - כלכלן ראשי וראש המחלקה הכלכלית, בנק לאומי
- ד"ר יניי שפיצר - חוקר היסטוריה כלכלית, (לשעבר) האוניברסיטה העברית
- משה פרל - מנהל מכון ספרא לבנקאות ותיווך פיננסי, הפקולטה לניהול
- ד"ר נעמי שפירר בלפר - (לשעבר) מנהלת מרכז הראל לחקר שוק ההון, הפקולטה לניהול
- עדי דאובר - משנה למנכ"ל, ממונה על חטיבת שווקים פיננסיים, בנק פועלים
- ענבל פולק - מנהלת מחלקת השקעות, רשות לניירות ערך