

אוגוסט 2026 | סקירה שמינית

סקירת מאקרו ושווקים

אמיר כהנוביץ, כלכלן ראשי בפרופיט



אפשר להיות אופטימי על השקל ועדיין להגדיל את החשיפה למט"ח

הכוח המבני השני, הנחשב בעיני כלכלנים למסביר העיקרי בתנועת מטבעות לאורך זמן, הוא החשבון השוטף. בהקשר הזה ישראל נמצאת כבר שנים בעודף, לאור עודף משמעותי בסחר בשירותים, בעיקר הודות ליצוא שירותי הטכנולוגיה. מכאן גם חשיבותו הקריטית של מצב ענף הטכנולוגיה בניתוח שערי החליפין אל מול השקל. המחשה נוספת לאותה תלות של המשק הישראלי בטכנולוגיה התקבלה באוגוסט, עם פרסום נתוני הלמ"ס על הצמיחה במחצית הראשונה, שעמדה על 3.2% בקצב שנתי ובהשוואה למחצית השנייה של 2025. הלמ"ס הציגה באוגוסט לראשונה את נתון הצמיחה הזה בניכוי הייצור של פעילות חברות בישראל בחו"ל, שהסתכם ב-1% בלבד. לפי פרסום בכלכליסט, רובו המוחלט של הייצור בחו"ל קשור לענף המחשבים, הצידוד האלקטרוני והאופטי, ולפי הערכות כ-90% ממנו מיוחס לאנבידיה לבדה. למבנה הכלכלי הזה יש גם השלכות על השקל. כשמרכז הפעילות של חברות גלובליות כמו אנבידיה נמצא בישראל והייצור מתרחש בחו"ל, נוצר זרם שוטף של המרת חלק מאותם תקבולי מט"ח לשקלים, לצורך למשל תשלומי שכר, מיסים והוצאות מקומיות אחרות, שתומך בשקל. אותה רגישות גבוהה של השקל לטכנולוגיה קיבלה באוגוסט הכרה נוספת, הפעם מבנק ההשקעות דויטשה בנק. כלכלני הבנק שילבו הערכות לגבי חשיפתם של מקצועות ומשימות לאוטומציה באמצעות AI עם נתונים דמוגרפיים ותעסוקתיים, נתוני יצוא ומאזני תשלומים של מדינות, ודירגו את השקל במקום השני מבין 30 מטבעות בעולם שנבדקו לפי רגישותם להשפעות ה-AI.

הזינוק של השקל בשנים האחרונות, מרמה של 4.08 שקלים לדולר באוקטובר 2023 עד לכ-2.80 בסוף מאי, הוביל ישראלים רבים לרכוש דולרים, מה שתמך בחזרה להיחלשות השקל עד לשער של 3.10 שקלים לדולר בסוף חודש יולי, ושוב ל-3.00 בסוף אוגוסט. האם בתוך הריצה הזאת אחר התנדטיות במטבעות יש מקום להכניס גם ניתוח כלכלי? ניסיון לעשות לשערי החליפין ניתוח כלכלי נתקל ברמת מורכבות על גבול הבלתי אפשרית, ובכל זאת יש כמה כוחות שכן מצליחים להסביר לאורך זמן תנועות בשערי החליפין. אחד מהם הוא פערי הריביות. הריביות על הדולר, הן הנומינליות והן הריאליות, כיום גבוהות מאלה על השקל ולכן דווקא תומכות בחזרה להתחזקות הדולר. להמחשה, בנק ישראל החליט ב-1 בספטמבר להפחית את הריבית ל-3.25%, על רקע ציפיות אינפלציה נמוכות ממרכז היעד והתחזקות השקל, שכשלעצמה לוחצת להפחתה. מנגד, בארה"ב הריבית עומדת על טווח של 3.50% - 3.75%, והשוק מגלם דווקא העלאה בספטמבר ל-3.75% - 4.00%. מול פער הריביות הזה עומדים שני כוחות חזקים לא פחות שתומכים בשקל. הראשון הוא עודף הנכסים של ישראלים בחו"ל לעומת היקף הנכסים של זרים בישראל. המצב הזה מסוגל לייצר לאורך זמן נטייה למכירות מט"ח, לגידור ולאיזון חוזר של תיקי השקעות, גם מצד המוסדיים. להמחשה, במבט כלכלי מצרפי, כאשר הציבור הישראלי פורש בהדרגה לפנסיה ומתחיל לצרוך את חסכוניותו, חלק משמעותי מהקצבאות הפנסיוניות ממומן באמצעות מימוש נכסים בחו"ל, ובראשם מניות טכנולוגיה דוגמת אנבידיה, והמרת התקבולים לשקלים.

אוגוסט 2026 | סקירה שמינית

סקירת מאקרו ושווקים

אמיר כהנוביץ, כלכלן ראשי בפרופיט



שכבר לא יהיה ניתן מתמטית לשרת? בחודש יוני חוקרים מאוניברסיטת פנסילבניה (PWB) פרסמו עדכון למודל תקציב ממשלתי, המנסה לבחון בדיוק את השאלה הזאת. לפי המודל, בתרחיש הביניים, כבר בשנת 2048 החוב האמריקאי יגיע לגבול העליון האפשרי, כ- 210% מהתמ"ג. אין מדובר בנקודת חדלות פירעון ודאית, אלא באומדן לרף החיצוני שמעבר לו לא יהיה ניתן לקבוע שיעור מס על הכנסות מעבודה שיוכל לייצב את החוב בתשואות שהשווקים ידרשו. כמובן שאם המשקיעים יאבדו אמון ביכולת או בכוונת הממשל לבצע בעתיד את התאמות התקציב הנדרשות משבר אמון יפרוץ עוד קודם.

בכל מקום בעולם בו תרחיש קיצון כזה יתממש, ממשלות יעמדו עם הגב לקיר, ויעמדו בפניהן כמה ברירות. המרכזית שבהן מכונה "שריפת אג"ח". הרעיון הוא שהן יצטרכו לבחור בין השתמטות מהחובות, השתלטות על הבנק המרכזי (העצמאי כיום) והדפסת כסף, או נקיטת צעדים המכונים "דיכוי פיננסי". דיכוי פיננסי מתאר פעולות לשחיקת החוב באמצעים חליפיים, כגון כפייה על קרנות פנסיה לקנות אג"ח ממשלתיות או פיקוח על תנועות הון אל מחוץ למדינה (כדי למנוע ממשקיעים מקומיים גישה לחלופות השקעה טובות יותר ולא לפזר אותן לקנות חוב ממשלתי במחיר מופקע).

כמובן שמדובר בקצה קצהו של זנב התרחישים השליליים, תרחיש כל כך שולי כיום שאין סיבה בעיני להקדיש לו זמן. לכן היה מוזר לקרוא לאחרונה שאסטרטג המקרו של בלומברג, סיימון וייט, החליט להתייחס לכך. וייט הפנה את תשומת לב הקוראים שלו לקריאות הפופוליסטיות של מנהיג השמאל הרדיקלי בצרפת, ז'אן-לוק מלנשון, שדרש לבטל לחלוטין את החוב הממשלתי שמוחזק בידי הבנק המרכזי של צרפת (צורה נוספת של דיכוי פיננסי).

הרגישות הגבוהה הזאת של השקל לטכנולוגיה מתקבלת כיום בעיקר כברכה, ויש שיסיקו מכך שכדאי לגדר את החשיפה המטבעית שבהשקעה בשוק המניות בחו"ל, כמו ב-S&P 500, לשקל. אלא שהצד השני של המטבע הוא שאי-גידור עשוי לספק למשקיע ערך גדול יותר, כגידור זול להשקעה במניות הטכנולוגיה.

כלומר, גם אם המשקיע חיוני לגבי עתיד השקל ולגבי הכוחות הכלכליים שתומכים בו, מוטב שלא ימהר לגדר לשקל את החשיפה הדולרית הכרוכה בהשקעה במניות בחו"ל. לא כדי לשפר את התשואה כשלעצמה, אלא כדי לשפר את התשואה ביחס לתנודתיות. שכאור, החשיפה לדולר עשויה למתן ירידות במניות הטכנולוגיה, ובכך לאפשר למשקיע להחזיק רכיב מניות גדול יותר מזה שהיה מתאים לו אילו החשיפה המטבעית הייתה מגודרת, תחת אותה מגבלת סיכון.

האם אנו אכן עדים לחשש המשקיעים מ"שריפת אג"ח ממשלתיות"?

תשואת האג"ח ל-30 שנה בארה"ב הגיעה במהלך חודש אוגוסט ל-5.34%, הרמה הגבוהה ביותר זה כמעט 19 שנה. עלייה כזאת יכולה לנבוע מכמה סיבות, כגון: עלייה בציפיות האינפלציה, עלייה בפרמיית הסיכון של המדינה, בעיות נזילות ותנודתיות, או עלייה בריבית הריאלית כתוצאה מגידול מהיר יותר בהיצע האג"ח לעומת הביקוש אליו.

מבין האפשרויות האלה, תשומת לב חריגה קיבלה דווקא האפשרות שהתשואות עולות בשל חשש לחדלות פירעון של ארה"ב. הטיעונים לכך נראים על פניו נראים משכנעים: הגירעון הגבוה של הממשל האמריקאי, כשלפי משרד התקציב של הקונגרס (CBO) צפוי להישאר בשנים הקרובות ברמה שאינה בת-קיימא של 5% - 6% מהתמ"ג.

השאלה מתבקשת בהקשר הזה היא האם קיימת רמת חוב

אוגוסט 2026 | סקירה שמינית

סקירת מאקרו ושווקים

אמיר כהנוביץ, כלכלן ראשי בפרופיט



תופעה כזאת כבר נצפתה בעבר, גם בארה"ב, כאשר מרווחי האשראי של חברות בדירוג הגבוה ביותר הצטמצמו מאוד או אף הפכו לשליליים בטווחים מסוימים. גם במשברי חוב ריבוניים, כמו זה של יוני ב-2012, ראינו כיצד הסיכון הריבוני יכול להיות חריף יותר מהסיכון של חברות חזקות ובעלות מאזן איתן הפועלות בתוך אותה מדינה.

אבל כאמור, סיכון לחדלות פירעון אינו מצליח להסביר את הזינוק ואת הרמה הגבוהה של תשואות האג"ח בחודש אוגוסט וזה היה בעיקרו הסבר תיאורטי פילוסופי. הסבר אפשרי נוסף לעליית התשואות הוא עלייה בציפיות האינפלציה לטווחים הארוכים. ואכן, נתוני האינפלציה בארה"ב שפורסמו בחודש אוגוסט היו גבוהים מעט מהתחזיות, גם על רקע עליית מחירי הסחורות והאנרגיה בעולם, כשמחיר הנפט מסוג WTI זינק ל-87 דולר.

בהקשר הזה בלט במיוחד נאומו של יו"ר הפד, קווין וורש, בחודש אוגוסט, כשבכנס הנגידים בג'קסון הול, על רקע שוק עבודה יציב, קצב עליית שכר גבוה ואינפלציה שנתורה מעל היעד, הזהיר כי סביבת האינפלציה נעשתה דביקה יותר. דבריו הובילו לקפיצה נוספת בתשואות האג"ח ואף לציפיות להעלאת ריבית בספטמבר לטווח של 3.75% - 4.00%.

אלא שציפיות האינפלציה, כפי שהן נגזרות משוק האג"ח לטווחים הארוכים, לא מצליחות להסביר את הקפיצה בתשואות, כיוון שהן נותרו יציבות יחסית. להמחשה, הציפיות לעשר שנים נעו סביב 2.28%, ולא נראה שהתחוללה בהן דרמה.

הגורם שמצליח להסביר את עליית התשואות באופן המשכנע יותר הוא דווקא השקט מכולם: גידול איטי יחסית בביקוש של הציבור להשקעה באג"ח, ומולו זינוק מהיר הרבה יותר בהיצע שלהן. מדובר בתנועת מלקחיים. ציבור המשקיעים הגדיל בשנים האחרונות את משקל המניות בתיקי ההשקעות שלו, כנראה גם על רקע השגשוג של חברות הטכנולוגיה, שנמשך גם בחודש אוגוסט, עם פרסום דוחות טובים מהצפוי של תאגידי ענק כמו

מבחינת וייט, עצם כניסתו בכלל של רעיון כזה לשיח הפוליטי, גם אם עדיין בשוליו, הוא אירוע המצדיק תשומת לב. מבחינתו אלה בדיוק הסימנים הראשונים למדרון חלקלק של אובדן אמון, עליית תשואות ונבואה שתגשים את עצמה. השיח בנושא עלול לדחוק גם מדינות מפותחות אחרות לדון באפשרויות שיעמדו בפניהן לאור הצמיחה הכלכלית הנמוכה, שלא תצליח עוד לבדה להמשיך לשחוק את החוב הקיים ביחס לתוצר ולא תצליח לייצר את תזרים ההכנסות שיידרש כדי להמשיך לשרת את החוב הממשלתי הגדל.

למרות שעל פניו נראה שהנקודות מתחברות ושעליית התשואות בהכרח קשורה לבור התקציבי שממשיך להיחפר ולאותו מדרון חלקלק, בפועל הן אינן מתחברות. מרווחי ה-CDS על החוב הממשלתי האמריקאי, כלומר מחיר הביטוח מפני חדלות פירעון, נמוכים כיום משמעותית משיאם ההיסטורי ואינם נמצאים במגמת עלייה שמסוגלת להסביר את הזינוק בתשואות האג"ח הממשלתיות. תכף נדבר על מה שכן מצליח להסביר. אבל אם נישאר במרחב התיאורטי, מעניין לחשוב מה יקרה בשווקים אם תרחיש כזה בכל זאת יתממש, ואיזה נכס פיננסי עשוי להתגלות אז כחוף מבטחים מלבד כמובן פיזור גיאוגרפי. האם אלה יהיו מניות? סביר מאד שלא, ואפילו להיפך.

בתרחיש כזה, של קריסת אג"ח ממשלתיות ומשבר בשוק המניות, נכס שעשוי להתגלות כחוף המבטחים הוא דווקא אג"ח קונצרניות של חברות גלובליות חזקות במיוחד. להבדיל מממשלה, חברה אינה יכולה "לשרוף" את האג"ח מבלי לעבור קודם תהליך חדלות פירעון שימחק או יפגע קשות בבעלי המניות. חברות ענק מסוימות, במיוחד חברות טכנולוגיה גלובליות, נהנות מעליונות מאזנית על ממשלות: תזרים גדול ומפוזר גיאוגרפית, יתרות מזומנים גבוהות וחוב נמוך ביחס להכנסות ולנכסים.

במצבים כאלה, התשואות על אג"ח קונצרניות בדירוג AAA עשויות בהחלט לרדת מתחת לתשואות הממשלתיות המקבילות.

אוגוסט 2026 | סקירה שמינית

סקירת מאקרו ושוקים

אמיר כהנוביץ, כלכלן ראשי בפרופיט



התוצאה עשויה להיות ירידה פתאומית, חריגה ומהירה בתשואות (זינוק במחירי האג"ח). ההכרה באפשרות הזאת, גם אם אינה התרחיש המרכזי, ממחישה את החשיבות של החזקת אג"ח קונצרניות לצד אג"ח ממשלתיות, גם כאשר פער התשואות ביניהן קטן. השילוב של אג"ח קונצרניות וממשלתיות, אלה לצד אלה, עשוי לשמש כלי גידור יעיל וזול יחסית לשורה של תרחישי קיצון מהסוג שנדון בהם. למעשה, דווקא החזקה בתמהיל אג"ח מגוון היא שמאפשרת למשקיע לשאת חשיפה גבוהה יותר למניות מסך נכסיו מכפי שהיה מסוגל להחזיק בלעדיו.

אנבידיה, אפל ואמזון. מצד שני, הנפקות החוב לא נרגעו, להפך. בשני העשורים האחרונים הממשל האמריקאי הזניק את היקף החוב ביחס לתוצר מרמה של כ - 40% לכ - 100% כיום, כשאחת הקפיצות הגדולות התרחשה בעקבות משבר הקורונה, והתחזיות קדימה מצביעות על המשך גידול מהיר. לאחרונה הצטרפו לגל הצפת השוק באג"ח גם תאגידי הענק, שמחפשים מקורות להשקעות הענק הכרוכות במהפכת ה - AI. ואכן, ניתן לראות שהתופעה החריגה ביותר מבין ההסברים האפשריים לעליית התשואות אינה עלייה בפרמיות הסיכון או בציפיות האינפלציה, אלא זינוק חריג בריביות הריאליות.

לכן, כל עוד שגשוג הטכנולוגיה ימשיך להצדיק השקעות ענק, סביר שהתנאים הנוכחיים יימשכו: החברות יוסיפו להשקיע ולהנפיק חוב, המשקיעים ימשיכו להעדיף מניות והגידול בהיצע החוב בשוק ימשיך להתחרות באג"ח הממשלתיות ולדחוף את התשואות למעלה. אמנם הריבית הריאלית הגבוהה כשלעצמה מעלה את שיעור ההיוון ומכבידה גם על מניות, אך עד כה עוצמת הצמיחה והרווחיות של חברות הטכנולוגיה גברה על ההשפעה הזאת.

אולם אם התנאים יתהפכו מסיבה כלשהי והמשקיעים יחששו מיציבות המודל העסקי של ענקיות הטכנולוגיה, אנו עלולים לראות אכזבה משוק המניות. אכזבה כזאת עשויה להוביל את תאגידי הענק לעצור או לצמצם השקעות, ובעקבות זאת גם להקטין את הנפקות החוב. במקביל, משקיעים בהחלט עשויים להיבהל ולרוץ בחזרה משוק המניות אל שוק האג"ח, ולגלות שכל היצע החוב שלפני כן היה "זרוק" בשוק הצטמצם במהירות.

מדדי מניות

מדד	אוגוסט 2026	מתחילת 2026
תא 90	-1.02%	-0.36%
תא 125	-0.37%	10.73%
מדד ת"א נפט וגז	1.64%	-3.80%
תל בונד-תשואות שקלי	0.26%	2.73%
מדד ממשלתי כללי	0.27%	2.52%
תל בונד 60	0.29%	3.34%
בעולם		
S&P500	2.62%	12.28%
דאו ג'ונס	1.34%	10.66%
נאסד"ק	3.93%	13.46%
דקס (גרמניה)	2.45%	7.22%
מט"ח		
דולר-שקל	-2.26%	-6.33%
אירו-דולר	1.03%	-1.05%

הסקירה כוללת תחזיות והערכות מהוות מידע צופה פני עתיד, כהגדרת מונח זה בחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968, אשר נשענות על נתונים הנמצאים בידי פרופיט למועד זה. התממשותן של תחזיות והערכות אלה אינה בשליטת פרופיט ומטבע הדברים הן עשויות שלא להתממש או להתממש באופן חלקי או שונה מכפי שיתואר בסקירה. אין בתוכן משום תחליף ליעוץ ו/או שיווק פנימי ו/או שיווק השקעות ו/או ייעוץ מס המותאם ללקוח או המלצה בנוגע לכדאיות השקעה במוצרים פנימיים או פיננסיים כלשהם, ואין בדברים משום הזמנה או הצעה לביצוע פעולות במוצרים פנימיים או פיננסיים כלשהם. לעורך הסקירה - ו/או לפרופיט עשוי להיות עניין אישי בנושא הסקירה. אין באמור להוות התחייבות לתשואה, ואין במידע על תשואות שהושגו בעבר כדי להעיד על תשואות שתושגנה בעתיד. המידע המוצג הוא חומר מסייע בלבד, הנשען על אומדנים והערכות החברה שמטבע הדברים, אפשר ויתבררו כחסרים או בלתי מעודכנים וכן עלולות להתגלות סטיות בין ההערכות המובאות במידע לבין התוצאות בפועל. אין לראות במידע זה כעובדתי או כמידע שלם וממצה של ההיבטים הכרוכים בניירות ערך ו/או בנכסים הפיננסיים או הפנימיים המוזכרים בו. אין באמור למצות ו/או להחליף את הוראות ההסדר התחיקתי. אין להעתיק ו/או להפיץ ו/או לשדר ו/או לפרסם את האמור, ללא קבלת אישור מראש ונכתב מאת פרופיט. העושה שימוש במידע עושה זאת על אחריותו בלבד.