



סקירה לחודש ספטמבר 2025

המסע של מתכת הכסף / SILVER - ממתכת מוניטרית לנכס הכרחי

במשך מאות שנים, הכסף לא היה רק סחורה תעשייתית אלא בסיס מוניטרי משמעותי. המתכת שימשה לעתים קרובות כ"מטבע של האדם הפשוט" והייתה הבסיס למערכת כלכלית שאפשרה לזהב ולכסף לשמש כמטבע חוקי. מערכת זו נועדה לספק גמישות מספקת באספקת המטבע וליצור עמידות מסוימת מפני זעזועים כלכליים.

עם זאת, שנת 1873 היוותה נקודת מפנה דרמטית בהיסטוריה המוניטרית. לאחר שגרמניה החליפה את המטבעות מבוססי הכסף **במארק הזהב** וצרפת הגבילה את הטבעת הכסף, מעמדו המוניטרי של הכסף ירד באופן משמעותי. המעבר המהיר לתקן הזהב על ידי המעצמות התעשייתיות המובילות, אשר קיבל ביסוס סופי בארה"ב עם חוק הזהב (Gold Standard Act) של 1900, הותיר את הכסף כמתכת משנית במונחים מוניטריים, אך בו-זמנית הציב אותו בעמדה של מתכת תעשייתית קריטית, תפקיד שהפך למהותי עד ימינו. הבנה זו של השינוי ההיסטורי הכרחית כדי להעריך את זהותו הדואלית הנוכחית – נכס מוניטרי (Safe Haven) עם פוטנציאל תעשייתי אדיר.

המאפיין המרכזי של שוק הכסף בעשור האחרון הוא השינוי הפרדיגמטי במבנה הביקוש. בעוד שבעבר הכסף נתפס בעיקר כנכס מוניטרי, כיום כ-50% עד 60% מסך הצריכה מגיע משימושים תעשייתיים – עלייה ניכרת מ-40% בשנות ה-90. שינוי זה מעניק לכסף "רצפת מחיר" הנסמכת על הביקוש התעשייתי ובכך יוצר דינמיקת שוק מורכבת יותר מאשר מתכות יקרות המונעות על ידי השקעה בלבד.

הביקוש המרכזי מגיע מטכנולוגיות קריטיות, ובראשן פוטו-וולטאיקה (PV). הצריכה של כסף בתחום זה עלתה ב-20% בשנת 2024, בעיקר עקב תוספות קיבולת גבוהות מהצפוי ואימוץ מהיר של תאים סולאריים מהדור החדש. הכסף הוא מרכיב חיוני בתאים הסולאריים לשמירה על יעילות אנרגטית והולכה חשמלית. מעבר לטכנולוגיה הסולארית, נוצרת קטגוריית ביקוש חדשה ומשמעותית: ייצור מימן ירוק. אלקטרוליזרים מסוג קרום חילופי פרוטונים (PEM) משתמשים בזרחים מבוססי כסף כדי להגיע ליעילות המרה של 70% עד 80% מאנרגיה חשמלית למימן. הסוכנות הבינלאומית לאנרגיה (IEA) צופה שקיבולת ייצור המימן הירוק תגדל מ-1 GW בלבד ב-2022 ליותר מ-100 GW עד 2030, דבר שמייצר דרישה עצומה לכסף הנחוץ לתהליך הזירוז.

חוסר בגמישות ההיצע -

בניגוד לזהב, שבו רוב הייצור מגיע מכרייה ראשונית, מבנה ההיצע של הכסף שונה באופן מהותי. כ-70% מכלל ייצור הכסף מגיע כתוצר לוואי מכריית מתכות בסיס אחרות, כגון עופרת, אבץ, נחושת וזהב. רק 30% מהכסף מופק מכריית כסף ראשונית. מבנה זה מבטיח חוסר גמישות מהותי של ההיצע. גם אם מחיר הכסף יעלה בחדות, חברות כרייה המפיקות מתכות בסיס לא יגדילו באופן אוטומטי את תפוקתן. כתוצאה מכך, הקיבולת המוגבלת של כריית הכסף הראשונית (30%) אינה מספיקה כדי לספוג את הגידול האקספוננציאלי בביקוש התעשייתי. ההשלכה הנגזרת מכך היא שהגרעון בשוק הכסף אינו תנודה מחזורית רגילה אלא מצב מבני מתמשך, מה שהופך את השוק לרגיש מאוד לזעזועי ביקוש.

שוק העולמי חווה גרעון מבני מאז 2021, והוא צפוי להימשך לפחות עד סוף 2025. הנתונים של **מכון הכסף** מצביעים על כך שבמהלך חמש השנים הללו (2021-2025), הגרעון המצטבר מוערך ב-796 מיליון אונקיות. גרעון מצטבר בסדר גודל כזה מעיד על שחיקה הדרגתית של מלאי הכסף הגלויים מעל הקרקע (Above-Ground Stocks), ובטווח הארוך עלול להגביר את הסיכון ללחץ פיזי על המחיר, אף על פי שזמניות המלאי עדיין מרכבת את ההשפעה על המחיר בטווח הקצר.



הנתונים הבאים ממחישים את התפנית החדה במאזן השוק: מאזן ההיצע והביקוש העולמי לכסף (F2016-2025)

שנה	היצע כולל (מיליוני אונקיות)	מאזן (עודף/גרעון)
2016	1,057.4	9.8+ (עודף)
2020	974.0	64.1+ (עודף)
2021	1,023.1	75.3- (גרעון)
F2025	1,030.6	(גרעון צפוי)

סיכוני ההיצע והריכוז הגאוגרפי

היבט קריטי נוסף בבחינת ההיצע הוא הריכוז הגיאוגרפי. מקסיקו היא היצרנית הגדולה בעולם, עם תפוקה של 6,300 טונות מטירות ב-2024, כמעט כפול מהמקום השני (סין, 3,300 טונות). אזורים ספציפיים במקסיקו, אחראים ל-80% מהתפוקה המקומית.

ריכוז זה מגביר את סיכון ההיצע הגלובלי לזעזועים רגולטוריים או תפעוליים מקומיים. לדוגמה, חברת הכרייה Fresnillo, יצרנית הכסף הגדולה בעולם, מפעילה את כל מכרותיה במקסיקו. שינויים גיאופוליטיים וסנקציות משפיעים אף הם: רוסיה, שייצרה 1,200 טונות ב-2024, חוותה שינויים מבניים כאשר נכסי הכרייה שלה נמכרו עקב סנקציות בינלאומיות. עבור משקיעים מוסדיים השוקלים חשיפה ישירה למניות כרייה, ריכוז הייצור דורש בדיקת נאותות מחמירה בנוגע לסיכונים רגולטוריים וגיאופוליטיים, במיוחד באמריקה הלטינית ובמזרח אירופה.

סביבה מאקרו כללית ומודל התמחור של הכסף

בטווח הקצר והבינוני, מחיר הכסף מושפע מאוד מציפיות הריבית ומחוזקו של הדולר האמריקאי. נתונים המצביעים על צמיחה מואטת והתמתנות אינפלציונית, כגון ירידה בקצב ההתרחבות של מדד ה-PMI המשולב בארה"ב, תומכים בציפייה למחזורי הורדת ריבית. ציפיות אלו, יחד עם נתוני תעסוקה חלשים יותר בארה"ב, מגבירים את האטרקטיביות של נכסים שאינם מניבים כגון כסף וזהב, מכיוון שהם מקטינים את עלות ההחזקה האלטרנטיבית שלהם

עם זאת, ניתוח הכסף מחייב התייחסות מיוחדת לתנודתיות הגבוהה שלו. מבחינה היסטורית, הכסף מפגין תנודתיות מחיר גדולה משמעותית מזו של הזהב. בעוד שהתנודתיות השנתית הממוצעת של הזהב נעה לרוב בין 15% ל-25%, התנודתיות של הכסף עשויה לחצות את רף 30%-40%. פרופיל סיכון זה מציב אתגר מובהק עבור משקיעים, אך גם מאפשר פוטנציאל תשואה מוגבר.

התנודתיות הגבוהה דורשת פיתוח אסטרטגיות ניהול סיכונים מתוככמות, במיוחד בשימוש בנגזרים פיננסיים (אופציות/חוזים עתידיים), כדי לנהל את החשיפה באופן מדויק. עובדה זו רלוונטית גם עבור בנקים מרכזיים שבוחנים הוספת כסף לרזרבות האסטרטגיות שלהם, המחייבת שימוש באסטרטגיות גידור.

הערכת שווי יחסית: יחס זהב/כסף (GSR)

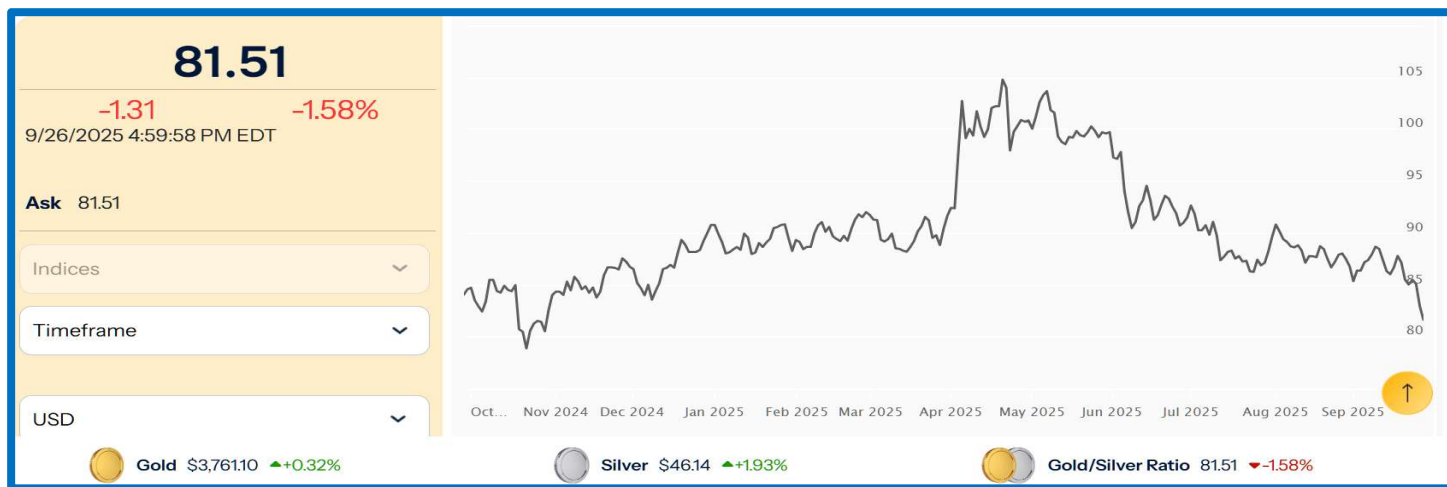
הכסף והזהב הם שתי מתכות יקרות בולטות, והקשר ביניהן הוא נושא שמושך תשומת לב רבה בקרב משקיעים ואנליסטים. מבחינה היסטורית, מחיריהן נוטים לנוע במקביל, כיוון ששתיהן נתפסות כנכסי מקלט (Safe-Haven Assets) ומגיבות לגורמים מאקרו-כלכליים דומים כגון אינפלציה, ריביות, וחוסר יציבות גיאופוליטית. עם זאת, ישנם הבדלים משמעותיים שמשפיעים על התנודות היחסיות ביניהן: לכסף יש שימוש תעשייתי רחב הרבה יותר מזהב, במיוחד בטכנולוגיות ירוקות כגון פאנלים סולאריים, מה שהופך את מחירו לרגיש יותר למחזורים כלכליים ולביקוש תעשייתי גלובלי. הזהב, לעומת זאת, משמש בעיקר כתכשיט וכאמצעי לשמירת ערך. בנוסף, שוק הזהב גדול



ונזיל יותר, ולכן מחיר הכסף נוטה להיות **תנודתי יותר** לחוות עליות וירידות חדות יותר ביחס לזהב. הדרך הנפוצה ביותר למדוד את הקשר בין השניים היא באמצעות **יחס הזהב-כסף (Gold-to-Silver Ratio)** שמראה כמה אונקיות כסף נדרשות כדי לקנות אונקיית זהב אחת. יחס זה משמש לא רק כאינדיקטור היסטורי אלא כבסיס לאסטרטגיות גידור באמצעות פוזיציות הפוכות בשתי המתכות.

היחס הממוצע ההיסטורי של GSR נע סביב 80 כאשר היחס גבוה משמעותית מממוצע זה, הוא מצביע על כך שהכסף מתומחר בחסר יחסית לזהב. הרמה הנוכחית של היחס נעה סביב 81. אסטרטגיית Ratio Trade (Long Silver / Short Gold) מאפשרת למשקיעים למקד את הערכתם על פי אנליזת GSR ולא על המגמה המאקרו-כלכלית, ובכך לצמצם את הסיכון. בעת השימוש באסטרטגיית GSR (יחס מחיר זהב/כסף) קריטי לנהל את הסיכון בפוזיציה זו באמצעות קביעת נקודת יציאה מוגדרת.

בגרף, יחס הזהב/כסף הנוכחי לתאריך 30/09/2025 עומד על 81.5



בשנים האחרונות ראינו תנודתיות משמעותית ביחס זה: במהלך משבר הקורונה במגפת הקורונה בשנת 2020, המשקיעים נהרו לזהב, המקלט הבטוח יותר, מה שהקפיץ את מחירו והביא את היחס לשיאים היסטוריים, והוא עבר את רמת ה-100. זה סימן שכסף היה זול באופן יוצא דופן ביחס לזהב. לאחר מכן, כשהחשש הכלכלי הגדול שכך והפעילות התעשייתית חזרה בשנים 2021/2022, מחיר הכסף עלה יחסית לזהב בשל הביקוש התעשייתי, והיחס ירד והתייצב בטווח של כ-70 עד 85. בתקופות מאוחרות יותר, סביב 2023-2024, הזהב שוב חיזק את מעמדו נוכח אינפלציה גבוהה ואי-ודאות גלובלית, והיחס נשאר לרוב בצד הגבוה של הטווח ההיסטורי (בטווח 90-80+). יחס **גבוה** (מעל 80-90) מצביע על כך שהכסף זול יחסית לזהב, ויחס **נמוך** (מתחת 60-50) מצביע על כך שהכסף יקר יחסית לזהב. משקיעים משתמשים ביחס זה ככלי **הערכה יחסית** על מנת להחליט באיזו מתכת עדיף להשקיע בנקודת זמן נתונה.

ביצועי הכסף -

בחינת ביצועי הכסף לאורך טווחים ארוכים במיוחד (מאז 1921) מול מדד S&P 500 מראה כי **הכסף הציג ביצועי חסר עקביים ביותר**, עם ירידה של כ-96% בערכו היחסי מול המדד. עובדה זו מבססת את המסקנה כי הכסף אינו נכס להשקעות ארוכות טווח מסורתיות לניהול עושר.



חותם אסטרטגיה

סקירה מאקרו כלכלית חודשית ישראל והעולם

אולם, הפוטנציאל של הכסף טמון ביכולתו לייצר Alpha חיובית (אלפא חיובית מעידה על ביצועים טובים יותר מהשוק) בתקופות מעבר. למרות הביצועים החלשים לטווח הארוך, הכסף הראה ביצועי יתר דרמטיים במחזורי שוק ספציפיים, לרוב בתקופות של אינפלציה גבוהה, תנודתיות גיאופוליטית או התפוצצות בועות נכסים. לדוגמה:

- בשנים 1971–1980, ה-P 500&S איבד יותר מ-90% מערכו היחסי בהשוואה לכסף.
- בשנים 2000–2011, מניות (ובמיוחד מגזר הנאסד"ק) נפלו ביותר מ-95% בהשוואה לכסף.

בגרף, מחיר הכסף ליום 30/09/2025 נמצא בשיא.



מכשירי חשיפה לכסף

עבור משקיעים, בחירת מכשיר החשיפה הינה קריטית לניהול נזילות וסיכון. כיצד ניתן להיחשף למתכת הכסף:

1. **מתכת כסף פיזית (Physical Silver):** מציע בעלות אמיתית ואפס סיכון נגד, ומועדף על ידי חלק מהבנקים המרכזיים (כגון רוסיה) עבור דרבות אסטרטגיות. עם זאת, הכסף הפיזי כרוך בעלויות אחסון, ביטוח וסובל מנזילות נמוכה יחסית.
2. **קרנות סל (ETFs):** קרנות סל מבוססות כסף, כגון **SLV**, מציעות נזילות מיידית, שקיפות ועלויות נמוכות יותר. מבנים אלו מקלים על גישה מוסדית, כאשר יחידות יצירה/פדיון גדולות (50,000 מניות) מאפשרות לבנקים ומוסדות לקבל גישה למתכת הפיזית באמצעות משתתפים מורשים.
3. **מניות כרייה (Mining Stocks):** מניות של יצרניות כסף ראשוניות מעניקות חשיפה ממונפת לתנועת מחירי המתכת. חשיפה זו נושאת סיכונים חברה ספציפיים (ניהול, יעילות תפעולית) וסיכונים גיאוגרפיים. קרן הסל של חברות כריית כסף היא **(SIL)**.

סיכונים בהשקעה במתכת הכסף -

רגולציה חובה עבור משקיעים המעוניינים בחשיפה דרך מניות חברות כרייה, לתת דעתם על נושאי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG) משפיעים ישירות על יכולתן של חברות הכרייה לפעול ועל עלות המימון שלהן. סיכונים חברתיים וסביבתיים גבוהים באזורי כרייה מרכזיים (מקסיקו, פרו, בוליביה) עלולים להשפיע באופן מידי על רישיונות הפעלה, לגרום להפסקת אספקה ולתנודתיות חדה במחיר המניה. לאור



הריכוז הגיאוגרפי של הייצור, ניהול ESG גרוע בחברות מפתח נתפס למעשה כסיכון היצע גלובלי. לפיכך, השקעה במניות כרייה מחייבת העדפה ברורה לשותפים המפגינים מחויבות עמוקה לקיימות ובעלי דירוגי ESG גבוהים.

סיכונים נוספים -

1. **סיכון מאקרו-מוניטרי:** אם הפד יאמץ קו פחות אגרסיבי בהורדת ריבית מן הצפוי, או אם האינפלציה תישאר עיקשת, עלות ההון האלטרנטיבית תעלה, מה שיפגע באטרקטיביות של הכסף כנכס שאינו מניב.
2. **סיכון ביקוש תעשייתי:** האטה כלכלית גלובלית חדה (Recession) עלולה לפגוע בביקוש התעשייתי (50%-60% מהצריכה), ובכך להסיר את "רצפת המחיר" התעשייתית שנוצרה.
3. **סיכון היצע רגולטורי/סביבתי:** חוסר יכולת להגדיל את שיעורי המחזור של כסף מפסולת סולארית, או בעיות ESG ורגולציה מחמירה באתרי כרייה מרכזיים (מקסיקו, פרו), עלולות להוביל להשבתה של אספקה קיימת ולהחרפת הגרעון המבני.

בשורה התחתונה -

מתכת הכסף (Silver) ניצבת בצומת דרכים ייחודי, המעניקה לה פוטנציאל תשואה משמעותי יחד עם גורמי סיכון משמעותיים שיש לשקלם קודם ההשקעה בה. מחד, הכסף הוא נכס מוניטרי מסורתי (Safe Haven) הנהנה מציפיות למדיניות מוניטרית מקלה ומדולר אמריקאי חלש. מאידך, הכסף הפך למתכת תעשייתית קריטית, כאשר הביקוש מונע באופן גובר על ידי המעבר הגלובלי לאנרגיה ירוקה וטכנולוגיות מתקדמות. שילוב של גורמים מבניים ומאקרו-כלכליים מצביע על תמחור חסר יחסי ועל כניסה לשלב מואץ של עליית מחירים. הסקירה מציגה ניתוח מעמיק של המחסור בהיצע של הכסף בשוק, את הערכת השווי היחסית מול הזהב (GSR), ואת המכשור המתאים להקצאת הון וניהול סיכונים מתוחכם. **כמובן שאין בה כל המלצה להשקעה והיא באה רק להפנות זרקור לתחום מעניין שאינו במוקד תשומת הלב.**



חותם אסטרטגיה

סקירה מאקרו כלכלית חודשית ישראל והעולם

ביצועי מדדי מניות ואגרות חוב מובילים בישראל ובח"ל – מעודכן ליום 30/9/2025

שם נייר	תשואה בספטמבר	2025	2024	תשואה 3 שנים	תשואה 5 שנים
תל גוב-צמודות 0-2	0.69	3.96	4.32	13.2	18.23
תל גוב-צמודות 2-5	0.93	3.81	3.48	10.52	13.3
תל גוב-צמודות 5-10	1.08	4.3	2.86	7.13	6.14
תל גוב-צמודות +10	1.47	3.54	0.78	-2.21	-7.86
תל גוב-שקלי 0-2	0.32	3.3	3.74	11.83	10.09
תל גוב-שקלי 2-5	0.4	4.2	2.45	10.41	2.58
תל גוב-שקלי 5-10	0.5	5.68	1.63	9.72	-5.19
מדד תל בונד 20 צמודות	0.95	5.49	5.49	15.31	17.97
מדד תל בונד 40 צמודות	0.93	5.21	6.08	16.87	19.71
מדד תל בונד 60 צמודות	0.94	5.32	5.85	16.19	18.93
מדד תל בונד שקלי	0.42	4.24	6.12	16.59	13.88
מדד ת"א 125	4.33	33.92	28.61	72.51	141.56
מדד ת"א 35	4.75	33.61	28.39	74.17	144.6
מדד ת"א 90	2.83	31.84	30.86	65.63	142.81
מדד ת"א בנקים-5	2.4	49.93	40.56	132.33	365.33
מדד ת"א נדל"ן	3.15	15.2	25.66	38.19	133.02
S&P 500	3.53	13.72	23.31	82.98	99.71
נאסד"ק 100	5.4	17.46	24.88	120.44	117.36
דאו ג'ונס	1.87	9.06	12.88	58.48	68.71
DAX 40	-0.09	19.95	18.85	98.28	85.14
FTSE 100	1.78	14.41	5.69	35.14	57.69
ניקיי 225	5.18	12.63	19.22	70.48	91.36
CAC 40	2.49	6.98	-2.15	38.82	63.1
שנחאי (בעיכוב)	0.64	15.84	12.67	27.01	19.79
STOXX EUROPE 600	1.46	9.96	5.97	45.09	53.68
דולר ארה"ב	-0.78	-9.35	0.55	-6.69	-3.92
אירו	-0.26	2.22	-5.36	11.33	-3.6
זהב	11.19	47.1	26.14	130.86	102.04

מאחלים לכולכם שנה טובה מקודמתה, בריאות איתנה ונישא תפילה "ושבו בנים ובנות לגבולם" במהרה בימנו.

גילוי נאות מטעם חותם אסטרטגיה כלכלית ובקרה בע"מ. מסמך זה הוכן על ידי חותם אסטרטגיה כלכלית ובקרה בע"מ. הסקירה מתבססת על מידע אשר פורסם לציבור, אשר חותם אסטרטגיה כלכלית ובקרה בע"מ מניחה, כי הוא מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לביורור מהימנות, דיוק ושלמות המידע. סקירה זו נועד לשם מסירת מידע בלבד, ובשום אופן אין לראות בה חוות דעת, הצעה, המלצה או יעוץ/שיווק לרכישה ו/או החזקה ו/או מכירה של ניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בה. החברה אינה אחראית לכל נזק, אובדן, הפסד או הוצאה מכל סוג שהוא, לרבות ישיר ו/או עקיף, שייגרמו למי שמסתמך על האמור. כל הזכויות, לרבות קניין רוחני, במסמך זה ובתוכנו, שייכות לחברת חותם אסטרטגיה, ואין לעשות בו כל שימוש שהוא, לרבות הפצתו ו/או העתקתו, כולו או חלקו ללא קבלת אישורה מראש ובכתב.