

The Market Update

סקירת שווקים תקופתית



The Service
Wealth Management Partners

סקירת שווקים תקופתית - The Market Update

יובל בנסל, מחלקת מחקר ואנליזה ב-The Service Wealth Management

ברקע עליות לשיאים חדשים בשווקי המניות השנה, הכלכלה העולמית והמקומית מתמודדת עם תקופת מעבר מורכבת. בעוד ישראל ממשיכה בשיקום הכלכלי בצל המלחמה, השווקים הגלובליים ממשיכים להתמודד עם השלכות מחזור העלאות הריבית האגרסיבי שבוצע להתמודדות עם גל האינפלציה.

תמונת המצב הנוכחית מורכבת: מחד, שווקי המניות, במיוחד בארה"ב, משקפים רמות תמחור המגלמות אופטימיות רבה, שינוי כיוון במדיניות המוניטרית, מעבר מהידוק להקלה שמשנה את האטרקטיביות היחסית של אפיקי השקעה שונים ומספק רוח גבית לסקטורים שונים, דוגמת נדל"ן ותשתיות. מאידך, חוסר יציבות גאופוליטית עולמי ועלייה משמעותית בהוצאות ביטחון ומערכות נשק, סיכון למלחמות סחר מול ארה"ב וחששות מהתפתחות בועה בתמחור חברות בכלכלת ה-AI.

סקירה זו תנתח את סביבת המאקרו העדכנית בארה"ב ובישראל, תבחן את התמחור בשווקים, ותציג את התובנות המרכזיות שלנו לתקופה הקרובה.



מבט גלובלי: ארה"ב והנחיתה הרכה (שכבר תומחרה)

כלכלת ארה"ב ממשיכה להפגין חוסן. לאחר שהאינפלציה הגיעה לשיאים של מעל 9% ב-2022, המהלכים המוניטריים החדים של הבנק הפדרלי (ה-FED) הצליחו למתן אותה משמעותית, לכיוון רמות של 3%-3.5%, אם כי היעד הרשמי של 2% טרם הושג באופן יציב.

נקודות מאקרו מרכזיות:

- **מדיניות ה-FED:** לאחר בלימת התפרצות האינפלציה ע"י סדרה אגרסיבית של העלאות ריבית, ותחילתו של שלב ההרחבה המונטרית והפחתות הריבית, השוק מתמחר כעת מספר הפחתות ריבית נוספות במהלך 12-18 החודשים הקרובים, כשהשאלה המרכזית היא העיתוי והקצב, ולא עצם הכיוון.
- **שוק התעסוקה:** נותר הדוק באופן היסטורי, אך מראה סימני התקררות מבוקרים. התמתנות בקצב גידול השכר חיונית להמשך ירידת האינפלציה.
- **השפעה על השווקים:** נרטיב "הנחיתה הרכה" (שילוב של צמיחה יציבה וירידה באינפלציה), יחד עם ההתלהבות סביב סקטור הבינה המלאכותית (AI), דחפו את מדדי המניות בארה"ב לשיאים חדשים.
- **חוסן השוק:** השוק האמריקאי הפגין חוסן מרשים השנה ועבר מספר אירועים גיאופוליטיים שאיימו על יציבותו, כגון המתקפה באיראן ומספר סבבים של מלחמת סחר והטלות מכסים.

תמונת המצב בשוק המניות האמריקאי:

העלייה המשמעותית בשווקי המניות בארה"ב ב-3 השנים האחרונות הובילה לכך שמכפילי הרווח (P/E) של מדד ה-S&P-500 נסחרים כיום ברמות הגבוהות מהממוצע ההיסטורי ארוך הטווח (לדוגמה, מכפיל רווח חזוי סביב 20-21, לעומת ממוצע של כ-17). **רמות תמחור אלו משקפות ציפיות גבוהות** להמשך צמיחה ברווחיות החברות וסביבה מאקרו-כלכלית תומכת, **מה שמותיר מרווח ביטחון נמוך יחסית להפתעות שליליות.**

חלק ניכר מהעלייה מאז 2023 רוכז בקומץ מניות טכנולוגיה גדולות (ה-7 Magnificent). העליות ניזונו מהציפיות הגדולות סביב **תחום הבינה המלאכותית (AI)**, **שהובילו להשקעות הון אדירות (CAPEX)** בתשתיות דיגיטליות, **בציפייה שהשקעות אלה יגדילו את רווחיות החברות בעתיד.**

שוק האג"ח הממשלתי בארה"ב משקף את הציפיות להמשך הורדות ריבית. התשואה על אג"ח ל-10 שנים, לאחר שטיפסה לרמות גבוהות (5% בשיא), התמתנה ומשקפת את ההערכה שה-FED ימשיך במחזור ההקלות שהחל. חשוב מכך, **עקום התשואות האמריקאי** (הפער בין אג"ח קצרות לארוכות) **שהיה הפוך במשך תקופה ארוכה, החל להתיישר** לאחרונה. התיישרות זו **משקפת את אמונת המשקיעים כי מחזור ההקלות של ה-FED כבר החל**, מה שמפחית את הסיכון המידי למיתון כפי שרמז בעבר העקום ההפוך.

הזירה המקומית: כלכלת ישראל בצל המלחמה

בישראל, הכלכלה מתמודדת עם השלכות ישירות ועקיפות של המלחמה, המשפיעות על הצריכה, שוק העבודה ובעיקר על הצד הפיסקאלי (תקציב המדינה).

נקודות מאקרו מרכזיות:

- **צמיחה ופעילות:** לאחר התכווצות חדה בפעילות ברבעון האחרון של 2023 בעקבות ה-7 באוקטובר, המשק מציג סימני התאוששות הדרגתיים, אך רמת הפעילות טרם חזרה במלואה לקו המגמה שלפני המלחמה.
- **שוק העבודה:** נתוני שוק העבודה הרשמיים אינם משקפים את התמונה המלאה בשל גיוסם הנרחב של כ-295 אלף חיילי מילואים, שיצאו באופן זמני ממעגל התעסוקה האזרחי. בעוד שתשלומי המדינה למילואימניקים הגדילו את ההוצאה הממשלתית בטווח הקצר, חזרתם ההדרגתית של משרתי המילואים לשוק העבודה האזרחי צפויה להוות מנוע צמיחה משמעותי לשוק, תוך סיוע בהפחתת ההוצאות הביטחוניות של המדינה.
- **האתגר הפיסקאלי:** המלחמה הביאה לגידול חד בהוצאות ביטחוניות ואזרחיות שהובילו לקפיצה חדה בגירעון התקציבי וביחס החוב לתוצר. הדבר הוביל להורדות דירוג האשראי של ישראל על ידי סוכנויות הדירוג, מה שמייקר את עלויות גיוס החוב של המדינה ומדגיש את חשיבות הניהול התקציבי (רמת התשואות של אג"ח ממשלתי ישראל בחו"ל לא מגלמת כיום את הדירוג הנמוך).
- **בנק ישראל:** הבנק פועל בסביבה מורכבת. לאחר תקופה ממושכת שבה נמנע מהורדת הריבית – בניגוד למגמה בארה"ב ובאירופה – כדי לשמור על יציבות השקל ולרסן לחצים אינפלציוניים, הודיע הנגיד ב-24.11.2025 על הפחתת ריבית של 0.25% (לרמה של 4.25%). מהלך זה מצטרף להפחתה הזירה שבוצעה בתחילת 2024 כדי לתמוך בפעילות המשק, תוך המשך ניהול הסיכונים הנובעים מהגירעון ואי-הוודאות הביטחונית. במבט להמשך, הבנק הדגיש כי המתווה להמשך אינו אוטומטי, וכי קצב הפחתות הריבית הבאות יהיה מדוד ותלוי בהתייצבות השווקים, ברסן התקציבי ובהתפתחויות הביטחוניות.

שוק ההון הישראלי:

שוק המניות בתל אביב הפגין עוצמה משמעותית בשנה האחרונה. לאחר תקופה של ביצועי חסר מאז תחילת המלחמה, שבה השוק תמחר פרמיית סיכון גבוהה, חל שינוי מגמה שנצפה בחודש ספטמבר של השנה שעברה במקביל ללחימה מול חיזבאללה. מאז, השוק המקומי רשם עליות חזקות, ואף צבר פער חיובי בתשואה מול מדד ה-S&P-500.

הערכתנו בנושא הריבית והשווקים כפי שעלתה בסקירתנו הקודמת בתחילת השנה:

"בישראל, הסיכון הגיאופוליטי עשוי להשפיע על החלטות הנגיד בנוגע להפחתות הריבית וליצור מצב של ניתוק בסביבה המוניטרית. בעוד שארה"ב ואירופה נמצאות בעיצומו של תהליך הפחתות ריבית, בישראל מנגד, עקב הסיבות המצוינות, שיעור הריבית צפוי להישאר ברמתו הנוכחית לתקופה ממושכת יותר. כפי שראינו במספר דוגמאות בחודשים האחרונים, התפתחויות גיאופוליטיות בכיוון של הסדרה, בשילוב עם רמת התמחור והריבית בארץ, יביאו לתגובה חדה ומהירה בשוק ההון המקומי."

[לחצו כאן לקישור לסקירה](#)

גם **שער החליפין** של השקל מול הדולר והאירו, שנחלש דרמטית בתחילת המלחמה, שינה כיוון והתחזק משמעותית מול הדולר מתחילת השנה. כתוצאה מכך, **משקיעים עם חשיפה גבוהה לנכסים הנקובים בדולר, למשל, כאלה שעברו בשנה שעברה למסלולים עוקבי S&P-500 (לא מנוטרלי מט"ח) ראו השנה תשואה מתונה יותר במונחים שקליים, שכן העליות קוזזו חלקית ע"י היחלשות הדולר.**

הזדמנויות אפיקי השקעה: המשמעות של סביבת הריבית

השינוי הצפוי במדיניות המוניטרית העולמית (ובמידה מסוימת גם המקומית) מול התמחור הגבוה של שווקי המניות מחייב בחינה מחודשת של האטרקטיביות היחסית בין אפיקי ההשקעה.

שוק האג"ח עובר מביצועי יתר לציפיות מתונות – שוק האג"ח סיפק בשנתיים האחרונות תשואות חזקות ורווחי הון נאים (מעל 10% במצטבר במדדי אג"ח קונצרני בישראל וארה"ב), לאחר התייצבות הריבית והציפיות להפחתות עתידיות. אולם, ההתבוננות קדימה מרמזת על האפשרות שחלק ניכר מהחדשות הטובות כבר גולם במחירים. כיום, מרווחי האשראי נמוכים היסטורית, רמות התשואה כבר מגלמות את רוב מחזור הפחתות הריבית הצפוי ופוטנציאל רווחי ההון העתידי מוגבל. לדוגמה, קרנות כספיות שגייסו מיליארדים צפויים לספק בהמשך תשואה ריאלית נמוכה מאוד (קרוב לאפס). לפיכך, היתרון המרכזי של אג"ח כיום הוא ככלי לפיזור סיכון בתיק, ולא כמנוע צמיחה חזק.

סקטורים עם מתאם גבוה לריבית בדגש על נדל"ן

סקטור הנדל"ן בישראל ובעולם, היה אחד הנפגעים המרכזיים ממחזור העלאות הריבית. עלויות המימון הגבוהות הכבידו על יזמים, בעוד עליית ריבית המשכנתאות הקפיאה את הביקושים. כעת, שינוי הכיוון הצפוי בריבית מהווה גורם תומך משמעותי לסקטור הנדל"ן.

- **נכסי מגורים (Multifamily) – סביבת ריבית יורדת צפויה להקל על עלויות המימון של חברות הנדל"ן המניב והיזמי, ובמקביל לתרום בהדרגה לעלייה בביקוש לשוק הדיור. משקיעים מזהים הזדמנות לרכישת נכסי מגורים במיקומים טובים ובשיעורי היוון (CAP) אטרקטיביים, שעם ירידת הריבית צפויים לשפר את התשואה הכוללת שלהם.**
- **תשתיות דיגיטליות – הביקוש לנכסים דיגיטליים, כמו מרכזי נתונים, חוות שרתים ואנטנות תקשורת, מזנק לאור השקעות הון משמעותיות (CAPEX) של חברות בבינה מלאכותית, מה שהופך נכסים אלה לתשתית חיונית לתעשיית ה-AI.**
- **נכסי לוגיסטיקה – נכסי לוגיסטיקה והפצה ממשיכים ליהנות מהצמיחה של המסחר האלקטרוני, שרק הואצה לאחר הקורונה. נכסים אלו מאופיינים בחוזים ארוכי טווח ובביקוש גבוה במיקומים אסטרטגיים.**

- **תשתיות (Infrastructure) –** בדומה לנדל"ן, נכסי תשתית (כגון פרויקטי אנרגיה מתחדשת, כבישי אגרה או שדות תעופה) מאופיינים בתזרימי מזומנים ארוכי טווח לרוב דורשים מינוף גבוה. ככאלה, הם רגישים מאוד לעלות גיוס ההון. **ירידה צפויה בריביות מהווה רוח גבית משמעותית להערכות השווי ולכדאיות הכלכלית של פרויקטים חדשים** בסקטור זה.
- **אשראי פרטי (Private Credit) –** סקטור זה שגשג בשנים האחרונות, כאשר הריבית העולה אפשרה להציע למשקיעים תשואות גבוהות ואטרקטיביות (דרך ריבית צמודה משתנה), בזמן שהבנקים המסורתיים צמצמו את היקפי האשראי. בעוד שבסביבת ריבית יורדת התשואה השוטפת של קרנות החוב צפויה להתמתן, **האשראי הפרטי נותר אטרקטיבי במיוחד בניגוד לשוק האג"ח הסחיר** שבו המרווחים נמוכים והתשואה מגלמת כבר הפחתות ריבית. קרנות חוב פרטיות מציעות יתרונות משמעותיים, כמו תנודתיות נמוכה ומרווח עודף מעל לתשואת אג"ח קונצרני מקביל **ומהוות אפיק מרכזי לגיוון וייצוב תיק ההשקעות.**
- **קרנות Private Equity (PE) –** סקטור ה-PE חווה תקופה מאתגרת עקב עליית הריבית. הריבית הגבוהה הקשתה על הקרנות לבצע עסקאות רכישה חדשות בשל עלויות מימון גבוהות. **חשוב מכך, היא יצרה "פער תמחור"** בין המחיר שבו הקרנות רצו למכור חברות בשלות לבין המחיר שהקונים (או שוק ההנפקות) היו מוכנים לשלם. פער זה הוביל לעיכוב בביצוע אקזיטים (מכירות חברות וחלוקת רווח למשקיעים), **אשר פגע בקצב התשואה הפנימית (IRR) והאריך את משך חיי הקרנות שהתקרבו לסוף חייהן.** ירידת הריבית צפויה להביא להפחתת עלויות המימון לעסקאות חדשות ולצמצום פער התמחור בשווקים. כתוצאה מכך, אנו צופים שתשתפר הנזילות בקרנות אלה, ישתחרר הון "כלוא", וסנטימנט המשקיעים בשוק ההנפקות ובהשקעות Private Equity יחזור.

סיכום מסקנות ושיקולי אלוקציה בתיק ההשקעות

התקופה הנוכחית מאופיינת במתח ברור בין שני כוחות מרכזיים, המחייבים בחינה מחודשת של האלוקציה בתיק ההשקעות:

הכוח המאתגר (סיכוני תמחור)	הכוח התומך (הזדמנויות ירידת ריבית)
תמחור מאתגר בחו"ל: שווקי המניות בארה"ב מגלמים אופטימיות גבוהה. רמות מכפילים מחייבות עמידה עקבית בציפיות הרווחים.	שינוי כיוון מוניטרי (פער מול השוק הריאלי): שינוי זה כבר החל באירופה ולאחרונה גם בארה"ב. בעוד שוק האג"ח הסחיר כבר גילם במידה רבה את מרבית הפחתות הריבית הצפויות, מה שממתן את פוטנציאל רווחי ההון, ההזדמנות נוצרת בפער שנוצר מול השוק הריאלי אשר נוטה להגיב באיחור של מספר רבעונים ומספק חלון זמן ליצירת ערך.
אי-ודאות מקומית: הסיכון הגיאופוליטי נותר גורם המייצר תנודתיות בשוק הישראלי. בנוסף, רמת תמחור גבוהה לאחר עליה משמעותית בשוק המקומי (בישראל אמנם אין "בועת AI", אך מחירי מניות עלו בצורה משמעותית בשנה האחרונה).	הקלה סקטוריאלית: ירידת הריבית מביאה עמה הקלה משמעותית לסקטורים ממונפים שסבלו, כגון נדל"ן (שנהנה משיפור בכדאיות עסקאות ורכישות בשיעורי CAP אטרקטיביים) ותשתיות. כמו כן, נכסים טכנולוגיים-תשתיתיים (כגון Data Centers ונכסי לוגיסטיקה) ממשיכים להציג מגמות מבניות חזקות.

תובנות לניהול תיק נכסים:

1. **איזון ומימוש סלקטיבי:** בעקבות עליות חדות, רכיב הסיכון בתיק גדל (שווי הרכיב המנייתי בתיק גדל בעקבות העליות). חיוני לבצע **איזון מחדש (Rebalance)** מושכל באמצעות מימוש רווחים מנכסים עתירי סיכון במטרה לוודא שרמת הסיכון הכוללת מתאימה לפרופיל האישי ולבנות תיק עמיד יותר.

2. **שיפור הפיזור ואיכות הנכסים – העדפת חוב פרטי ונדל"ן:** ניצול האטרקטיביות המחודשת של אפיקים סולידיים:

a. **חוב לא סחיר -** הגדלת החשיפה **לחוב פרטי (Private Credit)** על חשבון אג"ח

סחיר, במטרה לייצר מרווח תשואה עדיף ולהוריד תנודתיות.

b. **נדל"ן -** הגדלת החשיפה **לנכסים ריאליים מניבים הנהנים ממגמות מבניות חזקות,**

לרבות: מרכזי נתונים (Data Centers), לוגיסטיקה ונדל"ן מגורים להשכרה

(Multifamily) שנרכש בשיעורי היוון (CAP) אטרקטיביים.

3. **ניהול נזילות אקטיבי:** בשנתיים האחרונות, סביבת הריבית הגבוהה עודדה זרימת הון מאסיבית

לאפיקי מזומן (Money Market Funds, פיקדונות וקרנות כספיות) אשר סיפקה למשקיעים מקור

לתשואה חסרת סיכון. כעת, עם תחילת מחזור הורדות הריבית, **התשואה הריאלית (בניכוי**

האינפלציה) של אפיקים אלו נשחקת וצפויה אף **להפוך לשלילית**, מה שפוגע באטרקטיביות

שלהם. לאור זאת, נדרשת הסטה הדרגתית וחלקית של כספים מאפיקי המזומן חזרה לאפיקי

השקעה, במטרה למנוע שחיקת ערך ולייצר תשואה עודפת, תוך שמירה על רמת נזילות הולמות

המאפשרת **לנצל הזדמנויות רכישה אטרקטיביות** שעלולות להיווצר כתוצאה מאירועי סיכון,

במקום להיאלץ למכור נכסים קיימים בהפסד בעיתוי לא נוח.

ולסיכום, בתוך התנודתיות והכותרות, חשוב לזכור שמשמעת, פיזור והיצמדות לתכנית השקעה מותאמת אישית וללא ניסיון לתזמן את השווקים הם המפתח לניווט נכון גם בתקופות מורכבות.

סקירה זו הינה רכוש הבלעדי של חברת "דה סרוויס תכנון פיננסי (א.פ.פ.) בע"מ". אין לבצע במסמך זה כל שינוי, מחיקה, הוספה או להעבירו לכל צד שלישי כלשהו.

האמור בסקירה זו אינו מהווה "הצעה" כהגדרת מונח זה בחוק ניירות ערך התשכ"ח - 1968 ו/או מתן "ייעוץ להשקעה" כהגדרת מונח זה בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות תשנ"ה – 1995 ו/או ייעוץ משפטי פיננסי, מיסוי, כלכלי או אחר להשקעה.

המידע בסקירה הינו כללי ונועד למתן אינפורמציה ראשונית וחלקית בדבר אפשרות השקעה בסקטור/תחום המוצג ואינו מהווה תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים האישיים של כל אדם.

מסמך זה כולל תחזיות, הערכות ומידע אחר צופה פני עתיד שמידת התממשותם אינה ודאית ואינה בשליטת החברה. העובדות והנתונים המפורטים במסמך זה הינם כפי שידוע (as is) במועד הכנת המסמך, ללא כל ודאות או מתן התחייבות לדיוקם, או לכך שהציפיות וההערכות המתוארות במסמך זה אכן יתממשו, ותוצאות ציפיות והערכות אלו עשויות להיות שונות באופן מהותי מהתוצאות המתוארות במסמך זה. החברה אינה לוקחת על עצמה כל אחריות שהיא לכל הפסד ישיר או עקיף הנובע משימוש במסמך זה.

מקבל סקירה זו מתחייב לא להעתיקה להפיצה או להעבירה חלקה או כולה בשום אמצעי ללא אישור מפורש מראש מאת הנהלת החברה.

