סקירה כלכלית ושווקים פיננסים



כלל ביטוח ופיננסים

הניתוח הכלול במסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, אינו מתיימר להוות ניתוח מלא או להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, אינו מתחשב בנתונים ובצרכים הספציפיים של המשקיע הפוטנציאלי, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות ערך ו/או נכסים אחרים. המידע בפרסום זה עדכני למועד פרסומו לראשונה.

הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשואת דוח זה, ואשר כלל פיננסים מניחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה.

אוקטובר 2026 : חשבון הנפש הפוליטי של מסחר הבינה המלאכותית

עונה של זעזועים מצטברים

אם ספטמבר 2026 היה החודש שבו נסדק לראשונה מסחר הבינה המלאכותית, אוקטובר וימיו הראשונים של נובמבר הביאו את השבר המלא. מה שהחל כתיקון בשוק, על רקע חרדה מתמחורים ואכזבה מדוחות, העמיק לכדי משהו מבני יותר: רעידת אדמה פוליטית ששרטטה מחדש, בן לילה, את הנוף הרגולטורי של מגזר הטכנולוגיה. עד ששקע האבק בשבוע של 3 בנובמבר, מדד השבבים איבד יותר מרבע מערכו בתוך חמישה שבועות, מדד נאסד"ק 100 נכנס לתיקון הטכני השלישי שלו השנה, וול סטריט נאלצה להתמודד עם האפשרות הלא נוחה שמחזור-העל של הבינה המלאכותית - נושא ההשקעה החזק ביותר של העשור - קנה לעצמו ,לכאורה, זה עתה אויב רב-עוצמה חדש בוושינגטון.



מקור - בלומברג

מערכה ראשונה: מפולת השבבים ששברה שיאים

אוקטובר נפתח על רקע מאקרו שקט באופן מטעה, אך מתחת לפני השטח מגזר השבבים כבר היה תחת לחץ כבד. בתוך השבועיים הראשונים של החודש, מדד השבבים של פילדלפיה פתח ברצף של שמונה ימי מסחר של ירידות - רצף הירידות הארוך ביותר שלו מאז אוקטובר 2008. המפולת הייתה רחבה וגורפת: יצרניות זיכרון, שבבי לוגיקה, יצרניות ציוד ומפעילות ענן-חדש ("ניאו-קלאוד") ירדו כולן יחד.

הגורמים היו מוכרים, אך התכנסו בעוצמה חריגה. עליית הריבית כיווצה את המכפילים שהפכו לפני כן את מניות השבבים לפינה היקרה ביותר בשוק. התחרות מצד סין התעצמה, כאשר חלופות מקומיות למאיצים מתוכננים אמריקניים צברו אמינות. ומעל הכול, מקהלה הולכת וגדלה של משקיעים שאלה את השאלה שמסחר הבינה המלאכותית דחה זמן רב: מתי בעצם תגיע התשואה על ההשקעה?

שחקני השורט, שלא רוו נחת (בלשון המעטה) במשך רוב 2025 ותחילת 2026, זכו סוף סוף לרגע שלהם. המפולת נעצרה לזמן קצר באמצע אוקטובר, כאשר מניות השבבים רשמו עליית תיקון לאחר שהמדד שבר את רצף הירידות. אך ההתאוששות הייתה רדודה ולא משכנעת. מסחר שבבי הבינה המלאכותית התפצל באופן ניכר: ההון עבר לשמות האיכותיים ביותר - אלה עם שיפור בעדכוני תחזיות הרווח ובקלוג תחרותי עמיד - בעוד הקבוצה המחזורית יותר, כולל יצרניות הזיכרון ומפעילות הענן-החדש, המשיכה להיאבק. אנבידיה, AMD ו ASML החזיקו מעמד יחסית היטב;

מיקרון, המתחרות הקטנות של אס-קיי הייניקס וגל של חברות תשתית בינה מלאכותית שהונפקו לאחרונה - לא.

שוק ההנפקות סיפר את אותו הסיפור. אליס, חברה דרום-קוריאנית לפיתוח מרכזי נתונים ובינה מלאכותית, צנחה בהופעת הבכורה שלה בסיאול - האחרונה בשורה של הנפקות

ענן-חדש שלא הצליחו לשמור על מחירי ההנפקה שלהן. הנפקתה המתוכננת, בהיקף של מיליארדי דולרים, של פירמוס גריד - חברת מרכזי נתונים אוסטרלית הנתמכת על ידי אנבידיה - נקלעה לאי-ודאות לאחר שהביקושים קרסו. המסר מהשווקים היה

חד-משמעי: עידן מימון תשתיות הבינה המלאכותית על סמך הבטחה לתשואות עתידיות, ללא רווחיות מוכחת, הולך ומסתיים.

מערכה שנייה: עונת הדוחות - סיפור של שתי טכנולוגיות

על רקע זה, עונת הדוחות של אוקטובר בחברות הטכנולוגיה הגיעה עם רף ציפיות גבוה במיוחד. השאלה המרכזית לא הייתה אם ענקיות הטכנולוגיה יעקפו את התחזיות - רובן עשו זאת - אלא אם התשובות לשתי שאלות ספציפיות יספקו שוק סקפטי יותר ויותר: כמה אתם מוציאים על בינה מלאכותית, ומתי זה יחזיר את עצמו?

התוצאות היו מעורבות מאוד, והפער בין המנצחות למפסידות היה חד יותר מאשר בכל נקודה בזמן האחרון.

בצד החיובי, אס-קיי הייניקס הציגה זינוק מרשים ברווח, אישרה מחדש שהמחסור בזיכרון ברוחב פס גבוה - הרכיב הקריטי במאיצי הבינה המלאכותית של אנבידיה - יימשך עמוק לתוך העשור הבא, והכריזה על תוכנית חלוקה מסיבית לבעלי המניות. תחזית ההכנסות של TSMC עקפה את ההערכות, וסיפקה את האישור האמין ביותר עד כה לכך שבניית תשתית הבינה המלאכותית נותרה במסלולה ברמת יצרני השבבים. בכלל מגזר החומרה והשבבים, עקיפות התחזיות עלו בהרבה על ההחטאות עד סוף אוקטובר.

אך כמו תמיד בזמנים כאלו פתאום הפספוסים מקבלים זרקור משמעותי יותר ביחס להצלחות בדוחות. אינטל ספגה את הקריסה היומית הגדולה ביותר במניה מזה יותר מארבעה עשורים, לאחר שתחזיתה לרבעונים הבאים הייתה נמוכה בהרבה מהציפיות. שילוב של שפל בשוק המחשבים האישיים ושיבושים בשרשרת האספקה בפעילות מרכזי הנתונים הוביל אנליסטים לתאר את הרבעון כ"נורא למדי". המניה צנחה בכ-30% ביום מסחר אחד - תנועה מדהימה עבור חברה בסדר גודל כזה, ותזכורת לכך שגאות הבינה המלאכותית אינה מרימה את כל הסירות באותה מידה.

אמזון העמיקה את מצב הרוח העגמומי. חטיבת מחשוב הענן שלה, AWS , הציגה צמיחה שנפלה מהציפיות הגבוהות שהשוק תמחר, בעוד ההוצאות ההוניות המשיכו להאיץ - בדיוק השילוב שהמשקיעים חששו ממנו יותר מכול. המסר הסמוי: ענקיות הטכנולוגיה מוציאות יותר ומספקות פחות ממה שנרטיב הבינה המלאכותית דורש.

אולי הסיפור המאלף ביותר היה זה של שכבת התוכנה. OPEN AI המתכוננת להנפקה המיוחלת שלה, דיווחה למשקיעים, לפי הדיווחים, שהכנסותיה בקצב שנתי מתקרבות ל-50 מיליארד דולר - נתון שנשמע מרשים עד שהתברר שהוא נמוך בכ-20 מיליארד דולר ממה שאותת לשוק קודם לכן. צמיחת ההכנסות של אנתרופיק, אף שהייתה חזקה במונחים מוחלטים, התמתנה מהקצב הסוער של התקופה הקודמת. סיפור המונטיזציה של הבינה המלאכותית היה אמיתי, אך מסלולו התגלה כמשובש יותר ממה שהניחו התחזיות האופטימיות ביותר.

מחקר של בלומברג תיאר במדויק את המתח הבסיסי: הרקע לבינה המלאכותית נותר תומך מבנית, ומכירות שרתי הבינה המלאכותית בדרך לצמיחה מפוארת ב-2026, אך השוק נעשה בררני הרבה יותר באשר לחברות שייהנו מצמיחה זו. עידן הגאות המרימה את כל סירות הבינה המלאכותית הסתיים; את מקומו תפסה סביבה תובענית יותר, שבה הביצוע, המיצוב התחרותי והמשמעת המאזנית יקבעו מי ינצח ומי יפסיד.

מערכה שלישית: הרקע המאקרו - כלכלה מבלבלת

התמונה המאקרו-כלכלית שמסגרה את הסערה בשווקים באוקטובר הייתה, באופן פרדוקסלי, מהמבלבלות ביותר בזמן האחרון. החודש נפתח בדוח תעסוקה לספטמבר שהפתיע לרעה - מספר המשרות גדל ב-29,000 בלבד, מתחת לכל אחת מהתחזיות בסקר של בלומברג, ושיעור האבטלה עלה מעט. לרגע קצר נראה היה ששוק העבודה מתחיל להיסדק.

אך יתר הנתונים של החודש סיפרו סיפור אחר. המכירות הקמעונאיות לספטמבר היו גבוהות בהרבה מהציפיות,

בהובלת צריכה פרטית חזקה. תביעות האבטלה השבועיות נותרו נמוכות בעקביות לאורך אוקטובר, הרחק מתחת לרמות שהיו מאותתות על לחץ ממשי בשוק העבודה. "הספר הבז"" של הפד, שפורסם באמצע החודש, הצביע על התעצמות לחצי המחירים במחצית מהמחוזות האזוריים של הפד, בהובלת עלויות האנרגיה, המכסים והביטוח.

הבלבול נפתר באופן דרמטי בשבוע הראשון של נובמבר, כאשר דוח התעסוקה לאוקטובר נחת בעוצמה: מספר המשרות זינק, שיעור האבטלה ירד בחזרה, והחודשים הקודמים עודכנו כלפי מעלה בחדות. החולשה של ספטמבר התבררה כחריגה סטטיסטית - לא כתחילתה של האטה. שוק העבודה לא רק היה עמיד; הוא האיץ. בשילוב עם זינוק בפריון ברבעון השלישי, שהצביע על שיפורי יעילות ממשיים מהשקעות בבינה מלאכותית, התמונה המאקרו הייתה של כלכלה הפועלת חם יותר ממה שהפד היה רוצה. ההשלכה צפי להעלאות ריבית נוספות בהמשך - הוסיפה שכבת לחץ נוספת על תמחורי הטכנולוגיה שכבר היו במצוקה.

מערכה רביעית: רעידת האדמה הפוליטית - 3 בנובמבר משנה הכול

האירוע שהפך תיקון בשוק לשינוי משטר פוטנציאלי הגיע בליל 3 בנובמבר, כאשר הדמוקרטים זכו בשני בתי הקונגרס בבחירות אמצע שהיו בגדר דחייה מהדהדת של הנשיא טראמפ. המפלגה הפכה מושבים במדינות שנראו רפובליקניות בבטחה - טקסס, קנזס, דרום קרוליינה, אוהיו - והבטיחה רוב מוצק הן בבית הנבחרים והן בסנאט.

בשווקים הפיננסיים, התגובה המיידית הייתה הקלה. הניצחון הדמוקרטי פורש בתחילה כמפחית את הסיכון להסלמה צבאית מחודשת מול איראן, והמניות עלו בליל הבחירות. אך ההקלה הייתה קצרת ימים.

למחרת, כשההשלכות המלאות של התוצאה התבהרו, מצב הרוח בשוק הפך עגמומי בחדות. הרוב הדמוקרטי הנכנס כלל גל של נבחרים חדשים שניהלו קמפיין מפורש לריסון תעשיית הבינה המלאכותית - התנגדות להרחבת מרכזי נתונים, דרישה לפיקוח הדוק יותר על מודלים חלוציים, וערעור על המסגרת הדה-רגולטורית שאפשרה למגזר לפעול עם מגבלות מינימליות במשך שנתיים. המושל הדמוקרטי הנבחר של טקסס - הראשון מזה יותר משלושה עשורים - קרא להקפאה מיידית של אישורי מרכזי נתונים במדינה, איום ישיר על השקעות מתוכננות של מיליארדי דולרים בתשתיות בינה מלאכותית.

פסק הדין של השוק היה מהיר ואכזרי. מדד נאסד"ק 100 ספג ב-5 בנובמבר את ההפסד היומי הגדול ביותר בשווי שוק בתולדותיו, ומחק טריליוני דולרים בתוך שעות. מדד השבבים צנח ביותר מ-12% ביום מסחר אחד - היום הגרוע ביותר שלו מאז שפל מגפת הקורונה. קרנות מומנטום העוקבות אחר מגמה, שהחזיקו פוזיציות לונג בטכנולוגיה במשך חודשים, העצימו את התנועה כאשר המודלים שלהן הפעילו מכירות המוניות. מדד הפחד של וול סטריט, ה VIX זינק בקצב המהיר ביותר מאז סערת המכסים של אפריל 2025, ומדד התנודתיות של התנודתיות קפץ בשיעור הגבוה ביותר מאז 2018.

עם זאת, הקריאה הפוליטית הייתה מורכבת. אנליסטים ציינו שהדרך של הדמוקרטים ליישם בפועל רגולציה גורפת על בינה מלאכותית נותרה תלולה - לטראמפ נותרה זכות הווטו, והמפלגה טרם התגבשה סביב אג'נדה רגולטורית אחידה. מורגן סטנלי אפיין את הניצחון הדמוקרטי כשלילי לסנטימנט כלפי הבינה המלאכותית, ולא כשינוי יסודי במסלול התעשייה. ב-6 בנובמבר נרשמה התאוששות חלקית, כשמניות השבבים קפצו ונאסד"ק החזיר חלק מהפסדיו. אך הפגיעה באמון הייתה ממשית, ומדד S&P500 עדיין רשם את הביצועים השבועיים הגרועים ביותר שלו מאז אפריל 2025.

אירופה, באופן בולט, יצאה כמנצחת היחסית מהסערה של השבוע. מדד סטוקס 600 סיים את השבוע בטריטוריה חיובית, ואף התקרב לרגע לשיא, כאשר המשקיעים הסיטו כספים מהטכנולוגיה האמריקנית אל מניות אירופיות שנותרו מאחור בראלי הבינה המלאכותית. הפער היה המחשה בולטת לריכוזיות של מסחר הבינה המלאכותית - ולמידת החשיפה של השווקים בארה"ב לכל שינוי במזלו הפוליטי.

הסיכון הגיאופוליטי: מלחמה, נפט ודיפלומטיה שבירה

לאורך אוקטובר ואל תוך נובמבר, העימות בין ארה"ב לאיראן המשיך להטיל צל כבד על שוקי האנרגיה ועל שרשראות האספקה העולמיות. החודש נפתח בפריסת קבוצת תקיפה שלישית של נושאת מטוסים במפרץ הפרסי על ידי הפנטגון, איתות לכך שהאופציות הצבאיות נותרו בהחלט על השולחן. טראמפ התחייב בפומבי שלא לתקוף את איראן לפני בחירות האמצע - הצהרה ששילבה ביטחון לאומי עם פוליטיקה פנימית באופן מפורש באופן חריג.



מקור - בלומברג

הרגע הדרמטי ביותר בעימות הגיע ב-19 באוקטובר, כאשר טיל בליסטי של החות'ים פגע בבסיס אימונים צבאי סעודי, הרג עשרות חיילים ופצע מאות נוספים - הדגמה חדה לכך שלשלוחי איראן נותרה יכולת קטלנית למרות חודשים של תקיפות אמריקניות וישראליות. מחירי הנפט טיפסו לרמתם הגבוהה ביותר מאז מאי בימים שלאחר מכן, על רקע חשש שהעימות יתרחב.

עם זאת, גם המסלול הדיפלומטי התקדם. המנהיג העליון של איראן העניק, לפי הדיווחים, למשא ומתנים סמכות רחבה יותר לקדם שיחות שלום, וטראמפ רמז על התקדמות לקראת הסכם. עד תחילת נובמבר, השילוב של איתותים דיפלומטיים והתאוששות ביצוא הנפט מהמפרץ - כווית חזרה לרמות התפוקה שלפני המלחמה - החל להגביל את פוטנציאל העלייה של הנפט. הניצחון הדמוקרטי בבחירות, שפורש בשווקים כמפחית את התיאבון להסלמה צבאית, הוריד את מחירי הנפט בחדות מיד לאחר פרסום התוצאות.

נכון ל-8 בנובמבר, המצב נותר תנודתי. משרדי ארמקו בריאד הותקפו - עם נזק מוגבל - וקואליציה בהובלה סעודית יירטה כטב"ם בדרום הממלכה. דווח על מכלית שבוערת סמוך לעומאן. הפסקת האש נותרה חמקמקה, ופרמיית הסיכון הגיאופוליטי בשוק האנרגיה, אף שירדה משיאה, לא נעלמה.

צרפת: המשבר האיטי של אירופה

בזמן שהשווקים בארה"ב היו שקועים במסחר הבינה המלאכותית ובבחירות האמצע, אירופה התמודדה עם משבר איטי משלה. הצרות הפיסקליות והפוליטיות של צרפת, שהלכו והצטברו מאז הקיץ, הסלימו באופן דרמטי לאורך אוקטובר. מחאות שהחלו כהפגנות סטודנטים נגד מימון החינוך ולחצי יוקר המחיה התפתחו לכמה מגילויי האלימות הקשים ביותר ברחובות צרפת מזה שנים - ביזה, שריפות ועימותים עם המשטרה בפריז ובערים ברחבי המדינה.

פסק הדין של שוק האג"ח היה חד-משמעי. המרווח בין אג"ח ממשלת צרפת לאג"ח ממשלת גרמניה התרחב לרמות שלא נראו מאז משבר החובות של גוש האירו, כשהמשקיעים דרשו פרמיה הולכת וגדלה על החזקת חוב צרפתי. סוכנות פיץ' העבירה את תחזית הדירוג של צרפת לשלילית במהלך לא מתוכנן בסוף אוקטובר, בנימוק של הידרדרות בצמיחה, עלויות מימון גבוהות יותר וגירעון מתרחב. הבנק המרכזי האירופי הבהיר שאין בכוונתו להפעיל את כלי רכישת האג"ח לשעת חירום כדי לחלץ את צרפת, וחברת הוועד המנהל שנאבל הזהירה במפורש כי אסור לאפשר ללחצים פיסקליים לחטוף את המדיניות המוניטרית.



מקור – בלומברג

השאלה המבנית שנותרה פתוחה

נכון ל-8 בנובמבר, מגזר הטכנולוגיה עמד על פרשת דרכים של ממש. התזה הבסיסית להשקעה בבינה מלאכותית נותרה בעינה - מחקר של בלומברג הצביע על כך שמכירות שרתי הבינה המלאכותית בדרך לצמיחה אגרסיבית, ובניית התשתית צפויה לתמוך בהתרחבות חזקה של התעשייה עמוק לתוך העשור הבא. התרחבות מרווחי האשראי של חברות הטכנולוגיה בשוק האג"ח שיקפה תמחור מחדש של סיכון המימון, ולא הידרדרות כלשהי באיתנות הפיננסית הבסיסית של השחקניות המרכזיות.

מנגד, הסביבה הפוליטית השתנתה באופנים שקשה לכמת. קונגרס חדש העוין לפיתוח בינה מלאכותית ללא מגבלות, אג'נדה רגולטורית שעדיין נכתבת, ותגובת נגד ציבורית למרכזי נתונים המתפשטת מארה"ב לאירופה - עם הפגנות בדבלין ובהלסינקי שמשכו אלפים - הצביעו כולם על סביבת פעילות שנויה במחלוקת יותר בהמשך הדרך.

טרייד הבינה המלאכותית לא מת. אך הוא איבד משהו שנהנה ממנו במשך רוב השנתיים האחרונות: ההנחה שהרוחות הפוליטיות תמיד ינשבו לטובתו. מה שיבוא בהמשך יהיה תלוי ביכולת להוכיח את התועלת הכלכלית של הטכנולוגיה באופן משכנע מספיק כדי להתגבר על הקואליציה ההולכת וגדלה של הספקנים - בקונגרס, בבירות אירופה וברחובות של ערים שהחליטו שאינן רוצות מרכז נתונים בחצר האחורית שלהן.

נאחל ימים שקטים ככל האפשר. שמרו על עצמם ותעשו טוב!

אמיר ארגמן

אסטרטג השקעות ראשי