

סקירה כלכלית ושווקים פיננסיים



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 מנוחה 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 ערכת דוח זה.



על סף הכרעה? ההשלכות המאקרו-כלכליות והגיאופוליטיות של המערכה מול איראן

התקיפות חסרות התקדים של ישראל וארצות הברית בימים האחרונים, אשר כווננו לליבת ההנהגה האיראנית, אינן מהוות עוד סבב לחימה טקטי במסגרת משוואות ההרתעה הישנות. מדובר ככל הנראה בקו פרשת מים היסטורי שעתיד לעצב מחדש את פני המזרח התיכון ואת הכלכלה הגלובלית כולה. עבור פעילי שוק ההון, מנהלי השקעות וסוכנים פיננסיים, אירוע אסטרטגי בסדר גודל כזה מחייב הערכה מחודשת, מהירה ונטולת סנטימנטים של תמחור הסיכונים. הצטברות הכוחות האמריקאיים במזרח התיכון, הכוללת נושאות מטוסים, מטוסי תדלוק, מטוסי לוחמה אלקטרונית וסוללות הגנה, מצביעה על מומנטום צבאי שכמעט בלתי אפשרי לעצור או לסגת ממנו ללא נזק פוליטי ופגיעה במורל.



אנו ניצבים כיום בצומת דרכים בינארי לחלוטין: מחד, קיים פוטנציאל לחיסול איום גיאו-אסטרטגי ארוך שנים שישחרר ערך כלכלי עצום ויוריד משמעותית את פרמיות הסיכון בשווקים; מאידך, אי אפשר לשלול לחלוטין סכנה ממשית להתלקחות מלחמת התשה אזורית, שתשתק כלכלות, תכביד על שרשראות האספקה העולמיות ותצית מחדש גל של אינפלציה עקשנית.

הזירה הפנימית באיראן - בין ואקום שלטוני לשלטון צבאי ישיר

ההלם הראשוני של הפגיעה בשכבת ההנהגה הבכירה בטהרן, מעלה שאלות קריטיות לגבי "היום שאחרי" ברפובליקה האסלאמית. המטרה האמריקאית, בין אם הוצהרה רשמית ובין אם היא משתמעת, נוטה לכיוון של החלפת שלטון (Regime Change) וחיסול צמרת ההנהגה, בתקווה שהנהגה מתונה יותר תיקח את המושכות ותוותר על פרויקט הגרעין ומערך הפרוקסי. מבחינה חוקתית וטכנית, מנגנון השלטון האיראני אמור להתמודד עם משברי פתע: בהיעדר מנהיג עליון, הסמכות עוברת ל"מועצת המומחים", ופגיעה בנשיאות מובילה להקמת מועצת הנהגה זמנית עד לבחירות.

אולם, הדינמיקה האמיתית בשטח צפויה להיות שונה בתכלית. סביר שפגיעה דרמטית בהנהגה הדתית-פוליטית לא תוביל לדמוקרטיזציה או לכינון משטר פרו-מערבי כפי שמקווים במערב. הסבירות הגבוהה היא שוואקום שלטוני יוביל להשתלטות מלאה, וייתכן שאף גלויה, של "משמרות המהפכה" (IRGC) על כל מוסדות המדינה. משמרות המהפכה, המהווים את הגוף החזק ביותר במדינה ושולטים ממילא בחלקים נרחבים מהכלכלה, יהפכו לפוסק האחרון. המשמעות הברורה עבור השווקים, היא שגירעון האמון מול המערב יהיה סטטי ואולי יעמיק משמעותית. משטר חדש, שיישען על יסודות קודמו, ינסה להפגין שרידות הרתעתית כלפי חוץ ועלול לאמץ קו מיליטנטי ונוקשה אף יותר בטווח הקצר.

תרגיל מחשבה - התרחישים הגיאופוליטיים מתוך הכאוס בצמרת האיראנית

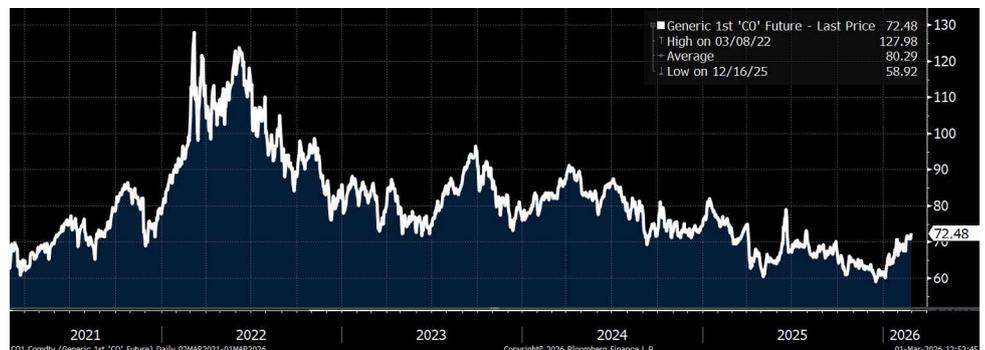
מיותר לציין כי החתום מטה לא יודע טוב יותר מהקורא הממוצע מה הולך לקרות, וכמובן שכולנו תקווה כי התרחיש הטוב ביותר מבחינת ישראל יתממש. תרחיש שבו שילוב של לחימה קצרה עם התקוממות פנימית מביא להחלפת השלטון לפרו מערבי וליברלי יותר, ובכך תשתנה לטובה באופן קיצוני כל הסיטואציה המזרח תיכונית. מנגד ניסינו לעשות משחק מחשבה קטן של כיוונים אפשריים, קצת פחות חיוביים, וליתר דיוק ארבעה תרחישים מורכבים יותר, שעשויים להכתיב את כיוון הכלכלה העולמית בתקופה הקרובה:



התרחיש הראשון הוא "התלכדות הזירות" ומלחמת פרוקסי מבוזרת.

גם אם צמרת השלטון קורסת או מאבדת יכולת שליטה, רשת ארגוני החסות של איראן – מחיזבאללה בלבנון, דרך המיליציות בעיראק ובסוריה ועד לחותמים בתימן – אינה זקוקה לניהול צמוד של טהרן. בתרחיש סביר זה, הארגונים הללו יפעלו באופן עצמאי ויזמו מלחמת התשה אזורית רב-זירתית שתמשך חודשים ארוכים. מציאות כזו תייצר כאב ראש מתמשך לכלכלה העולמית, תשמר את פרמיית הסיכון ברמות שיא ותקשה על חזרה לשגרה כלכלית ותיירותית במזרח התיכון. בהקשר זה נציין כי מחיר חבית נפט מסוג BRENT סיים את המסחר ביום שישי סביב \$72, מתחת לממוצע של חמש השנים האחרונות ומתחת לשיא של מלחמת 12 הימים ביוני 25 (\$80).

מחיר חבית מסוג BRENT – חמש שנים אחרונות



מקור - בלומברג

התרחיש השני והמאיים מכולם, הוא הפריצה לגרעין כאסטרטגיית הישרדות.

תחושת סכנה קיומית בקרב שרידי המשטר (כדוגמת מפקדי משמרות המהפכה שישרדו), עלולה לדחוק אותם לצעד קיצוני של ניצול הכאוס, כדי להשלים פריצה מהירה לפצצה גרעינית. מתוך תפיסה של "גב אל הקיר", אותם פלגים עשויים לראות בנשק גרעיני את תעודת הביטוח היחידה שלהם מפני השמדה מוחלטת, בדומה למודל

ההישרדות של קוריאה הצפונית. מהלך מסוג זה יחייב תגובת נגד מערבית חריפה אף יותר, ויזניק את מפלס החרדה בשווקים הפיננסיים לשיאים חדשים. תחושתנו היא כי תרחיש זה פחות סביר ורק בגלל הלחץ הדרמטי שהדבר יביא מצד סין ורוסיה שיכולה למתן את המוטיבציה של טראמפ להמשיך את המלחמה.

התרחיש השלישי נוגע למעורבות מעצמתית עקיפה והחרפת מלחמות הסחר.

המערכה במזרח התיכון לא מתרחשת בוואקום. סין, התלויה באופן קריטי בנפט המזרח-תיכוני, ורוסיה, הנשענת על סיוע צבאי איראני במערכתה באוקראינה, לא יישבו בחיבוק ידיים לנוכח קריסה פוטנציאלית של בעלת בריתן האסטרטגית. ההערכה היא שהן יפעלו לספק לאיראן טכנולוגיות צבאיות מתקדמות, אמצעי לוחמה אלקטרונית או גיבוי כלכלי נרחב, במטרה למנוע ניצחון אמריקאי מובהק שיבסס מחדש את ההגמוניה של ארה"ב באזור. התפתחות כזו תגרור בוודאות החרפה במלחמות הסחר הגלובליות וסנקציות הדדיות. כולל נסיון לאתגר את ארה"ב סביב זירת טיוואן.

התרחיש הרביעי ואולי הסביר ביותר נגזר משעון החול הפוליטי בארה"ב.

ניהול מערכה צבאית רחבה נתקל ב"עייפות המלחמה" של הציבור האמריקאי. קיים סיכוי גבוה שארה"ב תחפש "תמונת ניצחון" מהירה, ותשאף לנסיגה זריזה מתוך חוסר רצון לשקוע בלחימה ארוכה או כיבוש יקר בסגנון עיראק/אפגניסטן. אסטרטגיה של "פגע וברח" עלולה להותיר מאחוריה ואקום שלטוני עמוק בטהרן, שיוביל למלחמת אזרחים כאוטית ולהקרנת אי-יציבות הרסנית על כלל המדינות יצואניות הנפט במפרץ הפרסי. מבחינת ישראל מדובר בתרחיש שעשוי להתפרש חיובית בטווח הזמן הקצר (בדומה למה שראינו ביוני 2025), אבל יש בו סיכון גדול בטווח הזמן הארוך יותר. ביחוד נכון הדבר שלא ידוע לנו בדיוק מה יהיה המצב הפוליטי בארה"ב בעוד שנה או שלוש שנים.

שוק האנרגיה

ההשלכות של התרחישים הללו מתנקזות ישירות לשוק האנרגיה ולמצר הורמוז. בניגוד למצר באב אל-מנדב בים האדום – שם חברות ספנות מוכנות לספוג את עלויות העיקוף וזמן ההפלגה הארוך סביב כף התקווה הטובה – למצר הורמוז אין כמעט חלופות שילוח ריאליות עבור מדינות מפתח כמו עיראק, סעודיה כוויית וקטאר. איום איראני מוחשי על נתיב אסטרטגי זה יוביל לזינוק מיידי במחירי הנפט, כאשר חוזי הברנט עשויים לחצות בקלות לפי הערכות מומחים את רף ה-100 דולר לחבית, אם יתברר שהמערכה תהיה ממושכת. איראן הוכיחה בעבר את יכולתה לאיים על התנועה המסחרית, וכבר הכריזה על סגירה זמנית של אזורים במצר בטענה של תרגילים ימיים. במקרה כזה כמובן שהתגובה של ארה"ב תחת לחצי האינטרסים של סין ורוסיה ושותפותיה במפרץ יהיו קריטיות להמשך.

עם זאת, למרות החששות הכבדים, כלכלנים רבים מעריכים כי העולם לא יעמוד בפני זעזוע אינפלציוני הרסני ומשתק בסגנון משבר האנרגיה של שנות ה-70. הכלכלה הגלובלית ערוכה היום טוב יותר ומרופדת בכריות ביטחון היסטוריות עקב עודפי ייצור: לארצות הברית יש רזרבת נפט אסטרטגית המונה קצת מעל 400 מיליון חביות שמוכנה לשחרור חירום; סין, יבואנית הנפט הגדולה בעולם, אגרה בשנים האחרונות מלאי עצום שמתקרב לפי הערכות לבין 1.5-2 מיליארד חביות. ובנוסף, ישנן כ-100 מיליון חביות של נפט "על פני המים" (נפט המאוחסן במכליות צפות), שרובן הגדול ממוצא איראני וממתין מול חופי אסיה. בעת זינוק מחירים, ההיצע האדיר הזה יזרום באופן מיידי לשווקים ויסייע למתן את עליות המחירים, בתנאי כמובן שהעימות יישאר קצר יחסית ולא יימשך על פני זמן ממושך. לא נשכח גם כי חברות OPEC יכולות בכל עת להגדיל משמעותית תפוקה, ביחוד לאור כך שהן בצד של ארה"ב בארוע הנוכחי.

OPEC+ agrees modest oil output boost even as US war on Iran disrupts shipments

גם השווקים הפיננסיים מתמודדים עם אתגרים מבניים. למרות עונת דוחות מצוינת בארה"ב, שבה שולי הרווח של חברות מדד ה-S&P 500 רושם שיאים חדשים, המשקיעים רחוקים מלהיות רגועים. נתוני מאקרו בארה"ב הראו התמתנות איטית בלבד באינפלציה, מה שיקשה על הבנק המרכזי להאיץ את הורדות הריבית. כתוצאה מכך, שוק האג"ח הממשלתי בארה"ב חוזר לתפקד כמגן מרכזי מפני עלייה בסיכונים הכלכליים, והתשואות בו רושמות ירידות.

בנוסף, בוול סטריט נרשמת התפכחות הדרגתית מקצב ההשפעה של טכנולוגיות הבינה המלאכותית (AI) על הכלכלה הריאלית. בעוד שחברות משקיעות הון עתק בחוות שרתים, התרומה המעשית לפריון העבודה נותרת מוגבלת. אם עד לפני מספר חודשים השוק פשוט מחא כפיים לכל מה שהזכיר AI, הרי שכעת מתחילים המשקיעים לשאול את עצמם שאלות כמו האם נכון כל השקעות הענק הללו? האם ה-AI לא יפגע אנושות במודלים עסקיים של תתי סקטורים ותעשיות שונות (תוכנה, פיננסים)? האם התחזקות חסרת פרופורציה של חברות ענק אלו תקומם עליהן את הרגולטורים או את דעת הקהל הציבורית?

אתגרים אלו הקשו על השווקים בארה"ב גם כך בחודשים האחרונים, וכעת הסיפור הגיאופוליטי מוסיף את השפעתו גם הוא.

כלכלת ישראל: בין "אפקט הקפיץ" להשבתת משק ממושכת

עבור המשק הישראלי, משך הלחימה ועצימותה הם המשתנים הקריטיים שיכתיבו את הכיוון. מניסיון עבר קרוב, כדוגמת "מלחמת 12 הימים" מול איראן, הכלכלה המקומית הפגינה יכולת ספיגה יוצאת דופן והתאוששות מהירה ("אפקט ה-V") מאירועי קיצון. לפי הערכות מאקרואיסטים עולה כי יום לחימה בודד נושא עמו תג מחיר תקציבי של כ-1.7 מיליארד שקלים כהוצאות ישירות, ובנוסף אובדן תוצר המוערך בכ-0.8 מיליארד שקלים (סך הכל כ-20 מיליארד שקלים למערכה הקצרה הקודמת). אולם, שוקי ההון והמט"ח נוטים להתעלם מנזקי העבר ולהתמקד בעתיד, כל עוד מדובר בטווח זמן קצר.

תרחיש הבסיס החיובי - אם המערכה תסתיים במהירות עם פגיעה אנושה ביכולות האיראניות, הסבירות לזינוק כלכלי גבוהה. הנחה זו נתמכת גם במדיניות הנחרצת של ממשל טראמפ, אשר סולד מהסתבכות במלחמות התשה ממושכות ומעדיף הכרעות מהירות ועוצמתיות. בתרחיש כזה, נראה את פרמיית הסיכון הגיאופוליטית של ישראל יורדת במהירות. אירועי העבר מוכיחים זאת: בסיום המלחמה הקודמת, ביום המסחר הראשון לאחר התקיפה, השוק כבר הגיב בחיוב, ועד סיום הלחימה מדד ת"א 125 השלים זינוק של 10%, השקל התחזק מול הדולר, ותשואות האג"ח הממשלתי ירדו.

מבחינת בנק ישראל, לאחר שתי הורדות ריבית רצופות, הוא עמד מלכת בהחלטה האחרונה והעביר את המסר לפיו אי הודאות הפוליטית מתעדפת מדיניות שמרנית. התממשות התרחיש החיובי תביא גם היא ככל הנראה לחידוש הרוח הגבית המוניטארית מה שיוסיף כמובן לצמיחה הכלכלית ולאווירה החיובית בשווקים.

תרחיש הקיצון השלילי - "כלכלת טילים": ניהול סיכונים אחראי דורש התכוננות גם למציאות קודרת. אם שאריות המשטר האיראני, מתוך אינסטינקט הישרדותי של "תמות נפשי עם פלשתים", יצליחו להכתיב מלחמת שחיקה והתשה רב-זירתית, המשק הישראלי יסבול ממציאות מסוכנת של "כלכלת טילים". מדובר בהשבתות משק חוזרות ונשנות, שיתוק מוקדי תעסוקה, וקריסת שרשראות אספקה מקומיות. בתרחיש כזה, גיוס מילואים ממושך ונרחב ייבש (שוב) את שוק העבודה, גירעון הממשלה יתקשה לעמוד בציפיות טרום המלחמה, והלחץ מצד סוכנויות דירוג האשראי יחזור ועלול ליגרם לזינוק דרמטי בעלויות גיוס החוב של ישראל בעולם. מעל הכול, התשה ארוכה טומנת בחובה סכנה אסטרטגית של בריחת מוחות והון מתעשיית ההייטק, שהיא מנוע הצמיחה המרכזי של המשק.

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

אמיר ארגמן

אסטרטג השקעות ראשי