

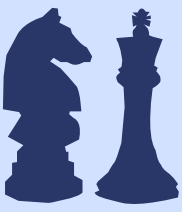
סקירה כלכלית ושווקים פיננסיים



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.



מאי 2026: בין מלחמה, נפט ובינה מלאכותית

מאי 2026 היה חודש שבו הכלכלה העולמית נדרשה לנוע בין שני עולמות בו-זמנית: עולם של פחד ועולם של תקווה, עולם של מלחמה ועולם של עסקאות, עולם של נפט שמשחק מסחר ועולם של בינה מלאכותית, שממשיכה לצמוח ולשנות את חוקי המשחק ללא שים לב לגיאופוליטיקה. מי שניסה לסכם את החודש בשורה אחת יתקשה, וזאת כי כל שורה כזו תסתור את עצמה. ואולם דווקא מתוך הניגודים הללו, ומתוך ההתמודדות עמם, ניתן ללמוד הרבה על מצב הכלכלה הגלובלית ועל כוחות העיצוב שיקבעו את פניה בשנה הקרובה.

הנקודה שממנה הכל מתחיל היא מצר הורמוז, אותו פס מים צר שבין איראן לחצי האי ערב, שדרכו עוברת כחמישית מכלל הנפט הנסחר בעולם. הסכסוך הצבאי שפרץ בין ארצות הברית לאיראן גרם לשיבוש חסר תקדים בזרימת האנרגיה הגלובלית - כ-8 מיליון חביות ביום שהפסיקו לזרום דרך המעבר הגיאוגרפי הקריטי ביותר בשוק האנרגיה. ההשפעה הייתה מיידית ועוצמתית: נפט ברנט, שנסחר בינואר בסביבות 75 דולר, הגיע בשיאו לאזור 114 דולר לחבית בתחילת מאי. הנפט האמריקאי WTI חצה את רף 106 הדולר. תחנות דלק, חברות תעופה, יצרנים, חקלאים ומפעלים בכל קצות העולם, הרגישו את הנגיסה בשולי הרווח ובמחירי הייצור. עבור מדינות עניות שמייבאות אנרגיה, המכה הייתה כפולה - מחירים גבוהים יותר לצד מטבע שנחלש מול הדולר בשל חוסר הוודאות הגלובלי.

גרף 1 - מחיר הנפט מתחילת שנת 2026



מקור: בלומברג, כנף

אלא שחודש מאי 2026 לא נסגר שם, ולמעשה החלק המעניין שלו הוא בדיוק המהפך שהתרחש. במהלך מאי, ובמיוחד במחצית השנייה שלו, החל להתגלות נרטיב דיפלומטי שונה בתכלית. דיווחים ממקורות מהימנים העידו שנציגי שני הצדדים יושבים מאחורי דלתות סגורות ומגבשים מסגרת להסכם - מסמך עקרונות הדן בהקפאה של פיתוח הגרעין תמורת הקלות בסנקציות ופתיחת הורמוז. חשוב להדגיש כי בשלב זה אין הסכם כתוב, אך הן הנשיא טראמפ והן האיראנים התייחסו באופן חיובי לאפשרות כי הם קרובים לחתימה על הסכם. ומנגד, ב-21 במאי דיווחו מקורות כי המנהיג הרוחני האיראני הורה להשאיר את האורניום המועשר בתוך גבולות המדינה, מה שמעיד שוב כל המשא ומתן. ועם זאת, הכיוון הכולל ברור: שני הצדדים רוצים לצאת מהמלחמה. ב-6 במאי, כאשר אקסיוס דיווחה על קרבה לעסקה, מחיר הנפט צנח 9% ביום אחד - הירידה הדרמטית ביותר מזה חודשים. בסוף החודש הן שוק האנרגיה והן שוק המניות מלמדים אותנו כי השוק מתמחר רגיעה.

בימים האחרונים החלה שוב אסקלציה שבאה לידי ביטוי בתקיפה איראנית את ישראל, ובתגובה ישראלית מוגבלת. לאחר מכך קיבלנו הפלת מסוק אמריקאי על ידי האיראנים ותגובה צבאית אמריקאית. כרגע לפחות עושה רושם שהצדדים מנסים להנמיך את הלהבות, אך במזרח התיכון כידוע לא בריא להיות נחרץ מדי לגבי חיזוי העתיד.



הסתגלות השווקים לתרחיש זה לא הייתה רק בנפט. שוק המניות האמריקאי, שספג מכות קשות במרץ כאשר ה S&P 500 צנח לאזור 6,816 נקודות, חזר לעצמו ואף עבר אל רמות שיא. ב-21 במאי, ה S&P 500 נגע בשיא של כ 7,500 נקודות והדאו ג'ונס הוסיף לכך כותרת מפוארת משלו: חציית רף 50,000 הנקודות לראשונה בתולדותיו. מספר שבמשך שנים נראה מופרך, ושבמאי 2026 הפך למציאות. אפילו שווקים אירופאיים, שסבלו לא פחות מהאמריקאיים בשל תלות גבוהה יותר בגז ובנפט מהמזרח התיכון, הצליחו לרשום ימים של עליות חדות בכל פעם שהגיע רמז חיובי מהמשא ומתן.

גרף 2 – מדד ה S&P 500 וה DJ30 מתחילת שנה



מקור: בלומברג, כנף

מה הניע את ההתאוששות בשוק עד לימים האחרונים? כאן חשוב להבין ששני כוחות שונים פעלו בו-זמנית, ושניהם אמיתיים ומשלימים. הכוח הראשון היה עונת הדוחות לרבעון הראשון של 2026 - עונה שהפגיעה לטובה בעוצמה שלא נראתה מזה זמן רב. חברות טכנולוגיה, בנקים גדולים ושחקניות צריכה הציגו תוצאות, שעלו בעקביות על תחזיות האנליסטים. לא מדובר בחריגות בודדות אלא בתופעה רחבה: הרווחיות של החברות הגדולות הוכיחה שהמשק האמריקאי - ועמו חלקים נרחבים של הכלכלה הגלובלית - עמיד בפני זעזועים יותר ממה שחששו. צמיחת הרווחים המצרפית ב S&P 500 לשנת 2026 כולה מוערכת כעת ב-23%, נתון שבשנה רגילה היה נחשב יוצא דופן, ושגם בשנה סוערת כמו זו, מספק קרקע יציבה מתחת לשוק. הכוח השני היה ציפיות הרגיעה הגיאופוליטית, שדחפו גל של קניות כל אימת שהגיע רמז חיובי מן המשא ומתן. שני הכוחות הללו פעלו יחד ויצרו שוק שמסתכל קדימה יותר מאשר מסתכל לאחור על הסיכונים בהווה.

גם כאן חשוב לציין כי מתחילת חודש יוני האסקלציה בין ישראל וארה"ב מול איראן, יחד עם שטף של הודעות גיוס אקוויטי של חברות הטכנולוגיה החלו לערער את ביטחונם של המשקיעים, וזה המסביר המרכזי לחולשה בימים האחרונים.

מבט על הכלכלה הגלובלית ברמה הרחבה מציג תמונה של האטה מנוהלת, אבל בטח רחוק ממצב של קריסה. OECD הוריד את צפי הצמיחה ל-2.9% ב-2026, בהשוואה ל-3.5% שנרשמו ב-2025. קרן המטבע הבינלאומית מציינת שהנזק הגדול ביותר אינו רק בנתונים עצמם אלא באי-הוודאות הנלווית, עסקים שדוחים השקעות, צרכנים שמצמצמים הוצאות, ממשלות שמסיטות תקציבים לביטחון. מורגן סטנלי צופה צמיחה גלובלית של 3.2% לשנה זו ו-3.4% לשנת 2027 - תרחיש שאינו מזהיר אך גם רחוק מאסון.

אחת מנקודות המתח המעניינות ביותר, שהחודש חשף, הייתה הדילמה של הבנקים המרכזיים. בנק אנגליה, שקיצץ ריבית מספר פעמים בסוף 2025 ועצר על 3.75% באפריל, בחר לא לשנות את הריבית. ה Fed וה ECB בעמדה דומה, שומרים על מדיניות של "המתנה". מאחורי עמדת הקיפאון הזו מסתתרת שאלה כלכלית עמוקה ולא פשוטה: כאשר האינפלציה המטפסת שמקורה בזעזוע אנרגיה חיצוני שעשוי להיות זמני, האם נכון להעלות ריבית ולפגוע בצמיחה? או שעדיף לחכות, לאפשר לדיפלומטיה לעשות את שלה, ולפעול אחר כך ממקום של בהירות רבה יותר? זוהי הדילמה הקלאסית שבין ניהול הטווח הקצר לבין ההסתכלות אל מעבר לאופק. אם הבנקים יגיבו לאינפלציה הנוכחית ויעלו ריבית - הם עלולים לחנוק את הצמיחה בדיוק ברגע שבו הסכסוך יפתר ומחירי האנרגיה ירדו ממילא. מנגד, אם לא יגיבו והסכסוך יימשך - ציפיות האינפלציה עלולות להיקבע מחדש ברמה גבוהה. הסיכון הזה אמיתי, ברגע שהציבור מתחיל לצפות לאינפלציה גבוהה, היא נוטה להתממש ללא קשר לגורם המקורי. רוב הבנקים המרכזיים בחרו כרגע בסבלנות - הימור שמחזק את עצמו ככל שסיכויי ההסכם גדלים.

ובאמצע כל הסערה, ישנו שחקן שנראה כאילו פועל בממד אחר לגמרי: הבינה המלאכותית. בעוד שכלכלנים מתווכחים על מחיר חבית נפט ומנהלי קרנות גידור עוקבים אחרי כל שינוי בשיח הדיפלומטי, ההשקעות בתשתיות AI רק מתעצמות. חברות ענן, יצרניות שבבים ומפתחות מודלי שפה גדולים ממשיכות להוציא מאות מיליארדים בקצב שמורגן סטנלי מגדיר כ"אחד ממחזורי ההוצאות הגדולים ביותר שנראו בכלכלה הגלובלית". עונת הדוחות אישרה זאת: שורות ההשקעה ב AI ממשיכה לגדול ולהפתיע את המשקיעים. למעשה, זה ההבדל הגדול בין 2026 לבין משברי אנרגיה קודמים: בשנות השבעים, כאשר מחיר הנפט זינק, לא היה מנוע צמיחה חלופי ותלות הכלכלה במשאבי אנרגיה הייתה גדולה הרבה יותר. היום, הבינה המלאכותית ממלאת תפקיד דומה לזה שהאינטרנט מילא בשנות התשעים - כוח שאינו מחכה לאישור מהמגרש הפוליטי כדי לשנות את העתיד.

מאי 2026 היה, בסיכומי, חודש שבו הכלכלה העולמית נעה בין שני עולמות: עולם של הווה מסובך - נפט יקר, אינפלציה מחודשת, צמיחה מואטת, בנקים מרכזיים שמגששים בחשכה ומשקיעים שעוקבים אחרי כל ציוץ דיפלומטי, ומנגד, עולם של עתיד שנראה, בפעם הראשונה מזה חודשים, אפשרי יותר מהצפוי, הן בצד הטכנולוגי והן בצד הגיאופוליטי. השוק בחר להתמקד בעיקר בעולם השני והחיובי. אם ייסגר ההסכם, אם הורמוז יפתח ואם מחירי הנפט יחזרו לנורמה, הרי שכל הרכיבים לשוק שורי עוצמתי כבר נמצאים במקומם: ריבית שתורד, אינפלציה שתצטנן, צמיחה שתאושש AI שתמשיך לדחוף קדימה ללא עצירה (כמו שכל שחקני השוק מקווים כרגע לפחות). זהו התרחיש שהשווקים מתמחרים, ותפקידה של הדיפלומטיה הוא עכשיו לאשר אותו.

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

אמיר ארגמן

אסטרטג השקעות ראשי