

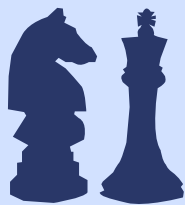
סקירה כלכלית ושווקים פיננסיים



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.

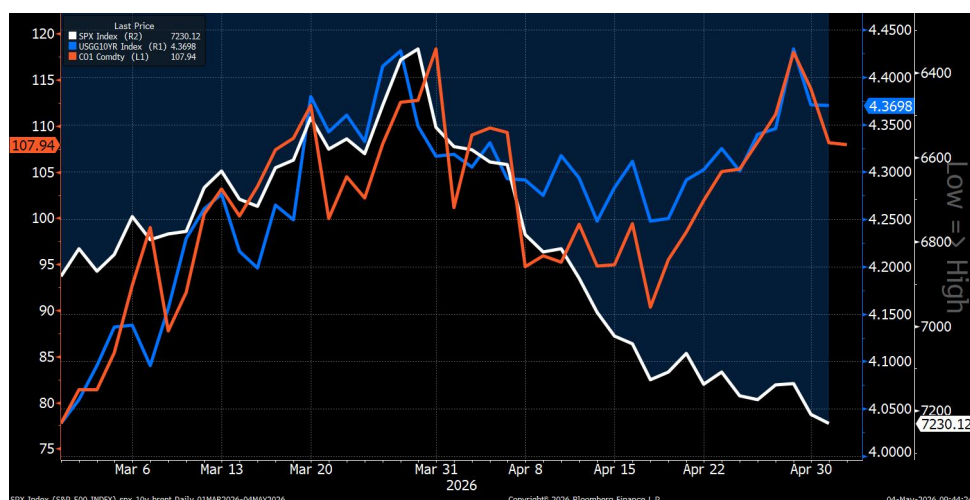
הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשואת דוח זה, ואשר כלל פיננסים מנוחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח 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.



אפריל 2026: כשסיכונים גיאופוליטיים פוגשים עונת דוחות חזקה

בעולם הפיננסי, מעט מאוד תקופות מציעות הצצה כל כך צלולה ומורכבת לתוך הפסיכולוגיה של השווקים כמו התקופה המשתקפת בגרף שלפנינו, המציג את תנועת מחיר הנפט, תשואות איגרות החוב הממשלתיות של ארה"ב לעשר שנים, ומדד ה-S&P 500 בין חודש מרץ 2026 לתחילת מאי 2026. עבור סוכנים פיננסיים ואנשי מקצוע בתחום ההשקעות, הגרף הזה אינו רק תצוגה היסטורית של מחירים, אלא סיפור מרתק על מאבק איתנים בין כוחות מאקרו-כלכליים ופוליטיים גלובליים לבין החוסן והדינמיקה הפנימית של החברות הגדולות בעולם. כדי להבין לעומק את המסר שהשוק מנסה להעביר לנו, עלינו לפרק את התקופה הזו לשני שלבים עיקריים ולבחון את הכוחות התת-קרקעיים שמניעים כל אחד מאפיקי ההשקעה.

גרף 1 - מחיר הנפט, מדד הספ500 ותשואת 10 שנים ארה"ב מתחילת המלחמה



מקור: בלומברג, כנף

השלב הראשון מתחיל עם פרוץ אירועי המלחמה וההסלמה הגיאופוליטית. בחלקו הראשון של הגרף, אנו עדים למתאם קלאסי, כמעט ספרי לימוד, בין שלושת הנכסים. אירוע גיאופוליטי משמעותי, במיוחד כזה המערב את המזרח התיכון ואת איראן, מייצר באופן מיידי "פרמיית פחד" בשוק האנרגיה. מחיר הנפט מזנק כלפי מעלה מתוך חשש לשיבושים בשרשראות האספקה העולמיות וחסמת נתיבי סחר אסטרטגיים. הזינוק הזה בנפט מתורגם באופן כמעט אוטומטי לעלייה בציפיות האינפלציה. משקיעי האג"ח, המבינים שאינפלציה דביקה תאלץ את הבנקים המרכזיים להותיר את הריביות ברמה גבוהה לאורך זמן ארוך מהצפוי, דורשים פיצוי. כתוצאה מכך, תשואות איגרות החוב לעשר שנים מטפסות מעלה וחוצות את רף ה-4.3 אחוזים. מול שני הכוחות הללו - נפט יקר שמכביד על הוצאות החברות והצרכנים, ותשואות גבוהות שמייקרות את עלות גיוס ההון ומושכות כסף מהנכסים המסוכנים - שוק המניות מגיב בדיוק כפי שהתיאוריה הכלכלית חוזה: הוא יורד. זהו מצב של "Risk Off" טהור, שבו המשקיעים בורחים אל חוף המבטחים ומתמחרים מחדש את הסיכון.

אולם, הסיפור האמיתי והמרתק יותר מתחיל להתרחש עם הכניסה לחודש אפריל. בנקודה זו, המתאם ההדוק וההגיוני שראינו קודם לכן פשוט נשבר לרסיסים. בעוד שמחיר הנפט ותשואות האג"ח ממשיכים לנוע בחברותא, ולשמור על רמות גבוהות המשקפות את המשך המתוחות הגיאופוליטיות והלחצים האינפלציוניים, שוק המניות עושה תפנית חדה ונפרד מהם לחלוטין. מדד ה-S&P 500 מתנתק מכוח המשיכה של הריביות הגבוהות והנפט היקר, ויוצא לראלי עצמאי וחזק כלפי מעלה. זוהי סטייה דרמטית מהנורמה, המייצרת דיסוננס עמוק ומחייבת אותנו כאנשי שוק לשאול: מה מניע את שוק המניות להתעלם מאותות האזהרה הבוהקים שמציב בפניו שוק איגרות החוב?

הסיבה המרכזית והמיידידת לניתוק הזה טמונה להערכתנו בעונת הדוחות הכספיים. עונת הדוחות של הרבעון הראשון נראית כפנומנלית, במיוחד עבור חברות הטכנולוגיה הגדולות, וסיפקה תזכורת עוצמתית לכך שבסופו של יום, מניות נסחרות על בסיס רווחים ותזרימי מזומנים. החברות הוכיחו יכולת מרשימה להגן על שולי הרווח שלהן למרות האינפלציה, באמצעות כוח תמחור חזק (Pricing Power) והתייעלות תפעולית תוך שהן נישאות על צונאמי של השקעות בתחום ה-AI. כאמור, ישנו גורם נוסף ומשמעותי לא פחות שדוחף את השוק קדימה: מהפכת הבינה המלאכותית (AI) והשלכותיה על פריון העבודה. השוק מתמחר כעת את ההנחה שטכנולוגיות ה-AI יאפשרו לחברות להגדיל משמעותית את התפוקה ללא גידול מקביל בהוצאות העובדים או בהוצאות התפעוליות. הנרטיב הזה חזק כל כך, שהוא גובר על החששות המאקרו-כלכליים. משקיעים מסתכלים על רווחי החברות ומסיקים שאם התאגידים מצליחים לצמוח ולייצר מזומנים בקצב כזה אפילו כשהריבית גבוהה, אז הכלכלה הריאלית תהיה חזקה מספיק כדי לשאת את נטל המימון.



סיבה נוספת לניתוק יכולה להיות קשורה למבנה השוק עצמו ולנזילות. למרות הריביות הגבוהות, עדיין קיים הון רב במערכת הפיננסית שמחפש תשואה. תוכניות רכישה עצמית של מניות (Buybacks) על ידי תאגידי ענק, לצד זרימת כספים פסיבית דרך תעודות סל, כשברקע המשך של מדיניות פסקאליה רחבה בחלקים גדולים בעולם, מספקים רצפה יציבה ודחיפה מתמדת למדדים המובילים. השילוב של מיקרו-כלכלה חזקה (דוחות מצוינים) ונזילות מבנית יצר מעין "שכבת מגן" סביב שוק המניות, שאפשרה לו להתעלם מצרות העולם שבחוץ.

הדיסוננס הזה מביא אותנו לשאלת מיליון הדולר: מי צודק ומי טועה? בשווקים הפיננסיים מקובל להתייחס לשוק איגרות החוב כאל "הכסף החכם" - זה שמסתכל קדימה באובייקטיביות, מזהה מגמות אינפלציוניות ומחירי סיכון בצורה מדויקת וקרה. שוק המניות, לעומתו, נוטה להיות אמוציונלי יותר, מושפע מנרטיבים של צמיחה, אופטימיות ולעתים גם מתופעות של פחד מהחמצה. אם שוק האג"ח צודק, והתשואות יישארו ברמות של 4.4% ומעלה לאורך זמן תוך שחיקה מתמשכת של כוח הקנייה, הרי שהאופטימיות של שוק המניות היא זמנית בלבד. בסופו של דבר, עלויות מימון כה גבוהות יחלחלו אל השורה התחתונה של החברות, וכבידו על הצרכן האמריקאי, ויביאו לתיקון אלים כלפי מטה במחירי המניות כדי ליישר קו עם המציאות של הריבית. מנגד, אם שוק המניות צודק, זה אומר שאנו נמצאים בעיצומו של שינוי פרדיגמה. ייתכן שהכלכלה מסוגלת לשגשג גם בסביבת ריבית גבוהה יותר ממה שהתרגלנו אליו בעשור האחרון, ושתשואות האג"ח הגבוהות משקפות צמיחה ריאלית חזקה ולא רק פרמיית אינפלציה וסיכון.

בהקשר של המתיחות הגיאופוליטית והלחימה מול איראן, התנהגות שוק המניות מאותתת בבירור על סוג של שאננות או תמחור של רגיעה מהירה. שוק המניות למעשה משדר את המסר הבא: "שמענו את החדשות הרעות, ראינו את הטילים, אבל אנחנו מעריכים שהאירוע הזה מוכל ולא יגלוש למלחמה אזורית כוללת שתשתק את זרימת הנפט העולמית". השוק מאמין שההסלמה הנוכחית היא נקודתית ושהדיפלומטיה או ההרתעה יעשו את שלהן. מחיר הנפט, שנשאר ברמות גבוהות אך לא יצא לחלוטין משליטה (לכיוון ה-120 או 150 דולר לחבית), מספק תמיכה מסוימת לנרטיב הזה (בוודאי למי שרוצה בכל כוחו להאמין לזה).

עם זאת, זוהי אופטימיות שעשויה להתברר כמסוכנת. שוק המניות מגלם כעת כמעט אפס "פרמיית סיכון גיאופוליטי". הוא פועל תחת ההנחה של תרחיש "זהבה ושלוש הדובים" - כלכלה שצומחת מספיק כדי לתמוך ברווחים, אבל לא חמה מדי כדי לאלץ העלאות ריבית נוספות, יחד עם התפוגגות שקטה של מוקדי החיכוך הביטחוניים. אם קברניטי המלחמה יחליטו אחרת, ואם אירוע זנב קיצוני יתרחש במזרח התיכון ויטיס את מחירי האנרגיה לשיאים חדשים, הניתוק שראינו באפריל יסתיים בטריקה כואבת. שוק המניות יאלץ לסגור את הפער מול שוק האג"ח במהירות, והמתאם ההיסטורי עלול לחזור.

לסיכום, המסר שעולה מהגרף הזה הוא קריטי לניהול הציפיות וניהול הסיכונים בתיקים. אי אפשר להתווכח עם המומנטום של שוק המניות, ולצאת כליל מהשוק בגלל תחזיות זעם. זו טעות שעלולה לעלות בתשואה משמעותית, כפי שהוכיח חודש אפריל 2026. יחד עם זאת, הדיסוננס מחייב אותנו לפעול באחריות: לגוון את התיקים, לוודא שיש אלמנטים של גידורים ופיזור בתיק, דרך הוספה של גידורים עקיפים דרך סחורות או סקטורים שמרוויחים מסביבת ריבית גבוהה. ביחוד יש לזכור כי בבחירת תמהיל סיכון - הן בחזית העסקית והן בחזית הגיאופוליטית - ובנקודות שבהן הכל מתומחר לשלמות, מרווח הטעות של המשקיעים הוא הקטן ביותר. נדרשת ערנות מרבית לעקוב אחר תנועות שוק האג"ח, כי בסופו של דבר, הוא זה שיכריע מי משני העולמות המקבילים ינצח את המערכה.

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

אמיר ארגמן

אסטרטג השקעות ראשי