



שוקי המניות בשנת 2026 לאן?

שנת 2025 שמסתיימת עוד כמה ימים סיפקה למשקיעים בשוקי ההון רווחים נאים. הבורסות המובילות של ארה"ב, אירופה, אסיה וישראל עלו כולן בשיעור ניכר. רווחים נאים קיבל גם מי שהשקיע בזבה. גם תיקי האג"ח השונים הגיבו רווחים נאים כשהם נשענים על תהליך הפחתת הריבית שמתחולל כיום במרבית מדינות העולם.

כעת, בפתחה של 2026, שואלים את עצמם משקיעי העולם אם מהלך העלויות הנחוש של שלוש השנים האחרונות עתיד להימשך. כדי לענות על כך, דרוש קודם לצייר את מפת הסיכונים שמרחפת מעל השווקים, ולנסות להבין מה יקרה אם אחד או יותר מהסיכונים הללו יתממש בשנה הקרובה.

לצורך כך שוחחנו עם **אורי כהן, מנהל השקעות בתיקים המוסדיים של אנליסט.**

איך נראית כיום תמונת המצב בשוק המניות האמריקאי, וכיצד היא משפיעה על השווקים בעולם?

אורי: "כדי לנתח את השוק האמריקאי רצוי להתייחס קודם כל לרמת התמחור שלו. מכפיל הרווח הממוצע של מדד S&P500 לפי הרווחים החזויים ל-26' עומד היום, לפי הנתונים בסוכנות בלומברג, על 23. מתחילת 2020 הממוצע של המכפילים נע סביב 20."

"מדובר על רמות מכפילים שהן הגבוהות ביותר שראינו בעשור האחרון. ניסיון העבר מלמד שכל פעם שהגענו לרמת מכפילים כזו השוק חווה לאחר מכן תיקון כלפי מטה."

"אם ניכנס פנימה למרכיבי המדד נראה ש-10 המניות הגדולות בו תרמו השנה כשני שלישי מהעלייה של ה-S&P 500 כולו. אלו בעיקר חברות הטכנולוגיה הגדולות שפועלות בתחום הבינה המלאכותית (AI). רמות התמחור של אותן מניות מובילות נמצאות בשיאים היסטוריים או קרוב אליהם."

"הסיכון הראשון הוא שיתרחש תיקון למכפילי הרווח הגבוהים. אלו מכפילים שמשקפים ציפיות גבוהות מאוד באשר לצמיחה והרווח של אותן חברות. כל סטייה מהציפיות הללו עלולה לגרור אכזבה ותיקון מכפילים."

"ראינו לאחרונה דוגמאות לכך. חברת התוכנות הארגוניות, אורקל, פרסמה תוצאות עסקיות טובות אבל המשקיעים לא אהבו לשמוע על היקף ההשקעות העצום שהיא נכנסת אליו בתחום הבינה המלאכותית. הם מגלים סקפטיות לגבי ההשקעות הללו וזמן ההחזר שלהן, מה גם שחלק מהן ממומנות באמצעות גיוס חוב."

"דוגמה שנייה היתה אצל יצרנית השבבים, ברדקום שגם היא פרסמה תוצאות טובות לרבעון האחרון. אלא שהמשקיעים התרכזו בעיקר בעובדה שהחברה לא סיפקה תחזית ל-2026. הם ראו בכך סוג של איתות שלילי והמניה הגיבה בירידות."

"אירועים כאלו ממחישים את הסיכון שקיים בתמחור שמבוסס ברובו על ציפיות לצמיחה מואצת. כל סטייה קלה יכולה לגרום לאכזבה שתתבטא לבסוף גם במחירי השוק."

"גורם נוסף שעלה לאחרונה על פני השטח הן העסקאות הסיבוביות בין החברות בתחום ה-AI. הדוגמה הבולטת היא התכנית של אנבידיה להשקיע 100 מיליארד דולר ב-OpenAI, המפתחת של צ'ט GPT. OpenAI מצידה צפויה להוציא את רוב הכסף הזה על שבבים ותשתיות שתספק לה אנבידיה. בעצם זו עסקה שבה אנבידיה מממנת חברה אחרת שקונה ממנה שבבים. הסכם בעל מאפיינים דומים נחתם גם בין יצרנית השבבים OpenAI ל-AMD. אלו שיתופי פעולה שמזינים את עצמם ומייצרים צמיחה פנימית אצל החברות. עדיין לא ברור עד כמה הם משקפים השקעה כלכלית אמיתית."

"באופן כללי אפשר לומר שהשחש מתחום ה-AI כולו גבוה היום. קיים חשש גם מרמת התמחור של המניות, גם מהיקף ההשקעות העצום שלא ברור מתי יוחזר וגם מתחרות שעלולה להתפתח, בעיקר מצד יצרני ומפתחי שבבים בסין."

אילו גורמים צפויים להשפיע בשנה הקרובה על שוקי המניות והכלכלה הגלובלית?

אורי: "לגבי ארה"ב קיים עדיין חשש ששיעור הצמיחה של התמ"ג יהיה נמוך יחסית. ה'פד' אמנם העלה באחרונה את תחזית הצמיחה ל-1.9% מ-2.3% אבל אלו עדיין רמות צמיחה נמוכות יחסית לעומת העשור האחרון בארה"ב. המשק האמריקאי נמצא אמנם בתעסוקה מלאה אבל תוספת המשרות החדשות הפכה לאיטית יותר."

"חלק גדול מהצמיחה בארה"ב מיוחס להשקעות העצומות של חברות הטכנולוגיה בתשתיות מחשוב ל-AI. בעתיד ההשקעות הללו אמורות גם להגביר את פריון העבודה. אבל זה ייקח זמן. במידה והיקף ההשקעות ב-AI ירד, גם הצמיחה הכללית תיפגע."

ראינו בחודש האחרון שהנאות במניות לא נגמרת רק בחברות הגדולות. ראייה לכך היא שמדד ראסל 2000 שמייצג חברות קטנות ובינוניות הגיע גם הוא לשיא חדש. האם אין זה מעיד על כך שעוד סקטורים בארה"ב מצויים בצמיחה?

אורי: "ראסל 2000 הוא מדד שיותר מאפיין את הכלכלה הפנימית בארה"ב ופחות את החברות הגדולות עם הפעילות הבינלאומית. השוק חושב כנראה שהחברות הללו ייהנו בשנה הקרובה מהפחתת הריבית."

"מלחמת הסחר שבה נקט הנשיא טראמפ אמורה היתה לגרום להסטת פעילות ייצור בארה"ב. פעילות כזו עשויה בעתיד לחולל צמיחה בענפי הייצור האמריקאים ובענפים שמשרתים אותם. בינתיים זה לא ממש קורה. אולי זה גלגל אי הוודאות בקשר למדיניות של טראמפ. חברות זרות ומקומיות שהיו אמורות להשקיע בארה"ב מעדיפות בינתיים להמתין."

"ראינו בשנים האחרונות שנפתח פער גדול בין מדד S&P500 הרגיל למדד S&P500 משקל שווה שבו לחברות הגדולות השפעה מועטה באופן יחסי. ישנם בארה"ב לא מעט אנשים שחושבים שכעת הגיע הזמן שסקטורים אחרים יסגרו חלק מהפער מול סקטור הטכנולוגיה. בינתיים זה עוד לא ממש קורה."

אלו ענפים יכולים להצטרף לתחום הטכנולוגיה כמחוללי צמיחה בארה"ב? נדל"ר? פיננסים?

אורי: "שוק הנדל"ן האמריקאי הוא גדול מאוד ומבוצר מאוד. כל אזור מתנהג אחרת. שוק משרדים בטקסס לא דומה לניו יורק. שוק הדיור בשיקגו לא דומה לסן פרנסיסקו. הפעילים בענף הזה אמורים ליהנות כמוהם מריביות נמוכות יותר."

"אחד ממנועי הצמיחה שמדברים עליהם גם בארה"ב וגם באירופה זו השקעה גדולה שנחוצה בתשתיות. מנוע אחר הן חברות הנשק והציוד הביטחוני. התעשיות הביטחוניות נהנות כיום מהגדלת תקציבי הביטחון של נאט"ו בעקבות המלחמה בין רוסיה ואוקראינה. זו גממה שאמורה להימשך, אבל נראה שתשפיע יותר על אירופה מאשר על ארה"ב."

מה מעצב כיום את הצמיחה בשאר העולם?

אורי: "ישנו עדיין עניין המכסים. אנחנו עדיין לא יודעים מהן ההשפעות המלאות שנגרמו מהעלאת המכסים על ידי טראמפ. מה שכן יודעים הוא שאי-ודאות בדרך כלל אינה מסייעת לצמיחה."

"חשש מסוג אחר מתפתח סביב מינוי ה'ו"ר הבא של ה'פד', והוא מתקשר גם לסיכויי האינפלציה שתמיד צריכים לקחת אותם בחשבון. נראה שטראמפ רוצה למנות לתפקיד איש 'שלו', במטרה להאיץ את הצמיחה הריבית."

"לא בטוח שזה הדבר נכון לעשות כאשר סביבת האינפלציה – 2.9% השנה ותחזית של 2.4% ל-26' – עדיין נמצאת מעל היעד של הבנק המרכזי. ישנו גם חשש שהבנק המרכזי יאבד מעצמאותו, במידה וטראמפ ימנה נגיד שמזוהה עמו באופן מובהק."

מה מעצב כיום את הצמיחה בשאר העולם?

אורי: "בסין אנחנו רואים שמשבר הנדל"ן עדיין מעיב על הכלכלה וכנראה מאט את קצב הצמיחה. באירופה מנועי הצמיחה מנועים בעיקר מהשקעה בתשתיות. זה תחום שיכול למשוך ענפים נוספים כמו תעשייה, פיננסים וכמובן טכנולוגיה."

"סיכון נוסף הוא רמות החוב הגבוהות של ממשלות רבות. אלו רמות שלא ראינו בעבר. כל עוד הריביות הן אפסיות הגדלת החובות הממשלתיים לא השפעה כמעט על התקציבים השוטפים. אבל בעידן הנוכחי הממשלות צריכות להתמודד עם חוב שהריבית עליו הופכת למשמעותית."

"אחת הדרכים לספק גיליות לשווקים היא דרך רכישת אג"ח על ידי הבנק המרכזי כפי שהחליט לאחרונה ה'פד' האמריקאי. אך זהו פתרון שרק דוחה את הבעיה, לא פותר אותה. הסכנה למשבר חובות עדיין קיימת והיא גבוהה כיום יותר מכפי שהייתה בתחילת 2025."

"סיכון אחר הוא תהליכים שגורמים לדה-גלובליזציה או נסיגה מהגלובליזציה. כשהעולם פועל עם גבולות פתוחים פוטנציאל הצמיחה שלו גבוה יותר. כשמחזירים את המדינות לתוך הגבולות שלהן, וכל פוטנציאל הצמיחה העולמי יורד. ראינו את זה בקורונה כמובן. הגבולות נסגרו, משלוחים נעצרו, וכל הפעילות הכלכלית העולמית נבלמה. גם מלחמת סחר היא סוג של הגבלת גבולות וחומות שעלולה לפגוע בפעילות הכלכלית."

"אנחנו רואים בעולם עוד יוזמות של דה-גלובליזציה כמו הקשחת חוקי ההגירה והעדפה של תעשייה פנימית על פני יבוא. אלו יוזמות שפוגעות בפוטנציאל הצמיחה הגלובלי."

בוא נחזור קצת הביתה. אלו סיכונים אתה מזהה בשוק ההון הישראלי ובכלכלה המקומית?

אורי: "ראשית חשוב לזכור שאנחנו מצויים אחרי שנתיים טובות מאוד בשוק המניות הישראלי. כמעט כל הפער שנפתח מול השווקים בחו"ל במהלך 2023 ותחילת 2024 נסגר. יש לכך סיבות כמובן. המצב הניאופוליטי של ישראל השתפר משמעותית בעקבות המלחמה והכלכלה המקומית הוכיחה עמידות."

"אחרי שישאל ספנה הפחתות דירוג אשראי הציפיה כעת היא לשיפור בדירוג במהלך 2026. סנונית ראשונה כבר ראינו כשסוכנות S&P העלתה לאחרונה את תחזית הדירוג של ישראל."

"גם הסיכון האינפלציוני נרגע כנראה. התרחיש המרכזי בשוק מדבר על ירידה באינפלציה שתתכנס לאמצע היעד של בנק ישראל שעומד על 3%-1%."

"גם תרחישי הצמיחה נראים טובים. תחזית בנק ישראל מדברת על צמיחה של 4.7% בתמ"ג ב-2026, בהנחה שלא תהיה חזרה ללחימה. זה פער משמעותי לעומת 2025 שתסתיים כנראה עם צמיחה של כ-2.5% בתמ"ג."

מהם מנועי הצמיחה העיקריים של המשק הישראלי לקראת 2026?

אורי: "המנוע העיקרי הוא החזרה לתפקוד מלא של המשק לאחר שנתיים של מלחמה. זה כולל בין היתר חיילי מילואים שיחזרו לעבודה. בנוסף, יש עבודת שיקום רבה של תשתיות ומבנים בעיקר בדרום ובצפון הארץ. יש גם ציפיות לגידול בתיירות."

"החברות הביטחוניות הישראליות ימשיכו כנראה לשגשג. למוצרים שלהן יש הרבה ביקוש עכשיו. שוק ההיטק המקומי ממשיך להיות קטר צמיחה וסביר שנראה עוד אקזיטים מוצלחים בשנה הבאה."

"סיום המלחמה הפחית את פרמיית הסיכון של המשק הישראלי וגם הריבית המקומית עוד יכולה לרדת. מנוע צמיחה אפשרי אחר הוא הרחבה של הסכמי אברהם למדינות נוספות. אבל קשה לדעת מתי זה יגיע."

התמונה הכלכלית בישראל נראית אופטימית. מה חשוב להביא בחשבון בהמשך?

אורי: "ראשית, התמחור של שוק המניות בישראל כבר לא זול כפי שהיה. המכפיל הממוצע של תל אביב 35 נע כיום סביב 18 לפי רווחי 2025. אלו רמות דומות למכפיל הממוצע שבו נסחר כיום מדד דאקס הגרמני."

"בענף הנדל"ן רואים שיש קצת קשיים וירידת מחירים בשוק הדיירות. אבל בשוק המשרדים לא נראה שיש משבר כלשהו. בכל מקרה, החברות היום לא מאוד ממונפות כפי שהיו בעבר. אנחנו לא רואים שם סיכון מיוחד של מינוף יתר."

"הפעילות של הממשלה עלולה ליצור לפעמים סיכונים באמצעות התערבות לא נכונה. כזה הוא למשל הרעיון להטיל מס מיוחד על רווחי הבנקים שנוצרו להם מפערי הריבית. או ניסיון של גורמים בממשלה להפחית פרמיית ביטוח. התערבות ממשלתית עלולה לפגוע בפעילות השוטפת של חברות. משקיעים לא אוהבים את זה, כפי שהם לא אהבו את הדרך שבה התנהל מלחמת ההשקמה המשפטית."

"בתקציב אשראי הממשלה לאחרונה יעד הגרעון נמצא מתחת ל-4%. זה מרשים. אבל במקביל צריך לשאול: איך נעמדו בוב?"

"ישנו כמובן גם סיכון ביטחוני שלא בהכרח תלוי בנו. אנחנו רואים שיש לא מעט דיבורים על התנתקות נוספת עם איראן מתישהו בשנה הבאה. גם כאן, השוק מודע לסיכון הזה אבל מעריך שפעולה כזו, אם תקרה, לא תימשך זמן רב. התחושה היא שיכולת ההרתעה של ישראל גדלה ולפחות לפי שעה האיום האיראני נראה פחות מאיים."

מה הציפיות לגבי שוק אג"ח הישראלי בשנה הקרובה?

אורי: "בגדול כולם מצפים להמשך הפחתות ריבית. בנובמבר הריבית ירדה ל-4.25%. בבנק ישראל מקברים על ריבית של 3.75% בסוף הרבעון השלישי של 26'. כלומר, היא תרד אבל במתינות. אם באמת נגיע לשוק האג"ח ייהנה מכך."

"עם זאת, חשוב לשים לב ששוק האג"ח הקונצרני די מתון. המרווחים של התשואות לפדיון לעומת אג"ח מאגליסטי ניהול תיקי השקעות בע"מ ו/או חברה הקשורה למי מהן (להלן: "חברות קבוצת אנליסט"), במישרין או עקיפין, וכן כל בעל שליטה, נושא משרה ועובד במי מהן אינם אחראים לכל נזק, אובדן, הפסד או הוצאה מכל סוג שהוא, לרבות נזק ישיר ו/או עקיף, שיגרמו למי שמסתמך על האמור במסמך זה או משתמש בו, כולו או חלקו וכן ועשוי להיות למי מהן או למי מבעלי השליטה, נושאי המשרה או העובדים בהם, עניין אישי במסמך זה, לרבות התזקה ו/או הכושה ו/או מכירה ו/או ביצוע עסקה, בהתאם למבצעת הדיון, עבור עצמם ו/או עבור אחרים, בניירות ערך ו/או בנכסים פיננסיים הנזכרים במסמך וכן עשויות להחזיק בני"ע המסוקרים במסמך זה. מסמך זה אינו מהווה תחליף ליעוץ אישי המתחשב בנתוני ובצרכי המיוחדים של כל אדם, ועל כל אדם להתייעץ עם יועץ ו/או משווק השקעות/פנסיוני בכל הנוגע לביצוע פעולה בניירות ערך ו/או בנכסים פיננסיים ו/או במוצרים פנסיוניים (לפי העניין). מסמך זה אינו מהווה הנגעה או המלצה להחזקה, רכישה או מכירה של נייר ערך ו/או נכס פיננסי ו/או לביצוע כל עסק בהם ו/או ביצוע עסקה במוצר פנסיוני. כן, עשויות חברות קבוצת אנליסט, בעלי השליטה, נושאי משרה או עובדים בהן להיות בעלי קשרים עסקיים עם תאגידים הנזכרים במסמך זה או הקשורים בהם, לרבות לקבל או להעניק להם שירותים נוספים. כל הזכיות, לרבות זכויות הקניין, במסמך זה ובתוכנו, שייכות לחברות קבוצת אנליסט, לאחת מהן או יותר, ואין לעשות בו כל שימוש, לרבות להפיצו להעתיקו, ללא קבלת אישור מראש ובכתב.

הודעה זו נשלחת אליך בתוספת היותך במאג"מ אנליסט א.א.א.א.ס – שירותי ניהול השקעות בע"מ (20064232) ו/או אג"ח בלוטקס נקופת נגזל בע"מ (700064857, 700064855, 700064855) ו/או אנליסט ניהול תיקי השקעות בע"מ (214054) ובהתאם להוראות חוק הגנת הפרטיות, תשמ"א. 1981 – אנליסט א.א.א.א.ס שירותי ניהול השקעות בע"מ. מנדל אלרוב, שדרות רוטשילד 46, ת"א 6688312. טלח.

נשמח לעמוד לשירותכם!

6646*

gemelnews@analyst.co.il