



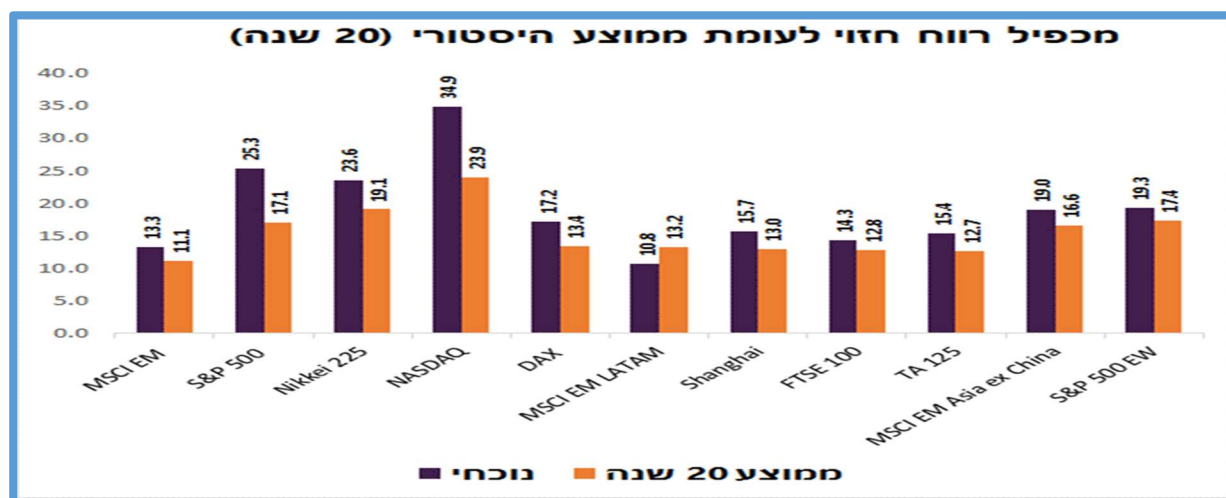
חותם: סקירה מאקרו-כלכלית אסטרטגית מקיפה – פברואר 2026

השוק בפרשת דרכים

נכון לפברואר 2026, השווקים הפיננסיים הגלובליים מציגים תמונה דואלית המאתגרת את המודלים הקלאסיים של הערכת שווי ומחייבת בחינה מחודשת של אסטרטגיות ההשקעה בתיקי הלקוחות.

חותם סבורה שאנו עומדים בפתחה של תקופה המאופיינת בנתק הולך וגובר בין המדדים הראשיים, המונעים על ידי מומנטום פסיכולוגי ורמת ריכוזיות היסטורית של הכלכלה הטכנולוגית, לבין הדינמיקה של הכלכלה הריאלית והתעשייתית. בעוד שמדד הדאו ג'ונס חוגג את חציית רף ה-50,000 נקודות, אבן דרך פסיכולוגית המייצגת את חוסנה של הכלכלה ה"מסורתית", **הרי שמתחת לפני השטח רוחשים ווקטורים של שינוי מבני עמוק המאיימים לערער את הנחות היסוד של העשור האחרון.**

בחותם, אנו מזהים תופעה של "היפוך כיוון" - דהיינו, מעבר חד ומהיר מריכוזיות במניות הצמיחה האמריקאיות, ששלטו ללא עוררין בתשואות השוק מאז 2010, לעבר מניות ערך, חברות בינוניות ורוטציה גאוגרפית לעבר שווקים בינלאומיים. המגמה הזו אינה מקרית והיא תוצאה של מיצוי מכפילי הרווח בשוק האמריקאי, שהגיעו לרמות המעוררות חשש כבד אצל המשקיעים.



לדעתנו, הווקטור המשמעותי ביותר בסקירה זו הוא המפנה האסטרטגי בניהול המזומנים של ענקיות הטכנולוגיה. אנו עדים למעבר כפוי מרכישות חוזרות (Buybacks) שתדלקו את השוק ויצרו "רצפה" מלאכותית למחירי המניות, אל עבר השקעות הון מסיביות (CAPEX) הנדרשות להישרדות במרוץ ההישרדות והשליטה במהפכת ה-AI. הסטת הון זו, המסתכמת במאות מיליארדי דולרים, משנה את פרופיל הסיכון/סיכוי של ענקיות הטכנולוגיה ומוותרות אותן חשופות לתנודתיות גבוהה ללא הגנת המאזן שהייתה קיימת בעבר. במקביל, סקטור התוכנה חווה את אחד המשברים המבניים הקשים בתולדותיו, כאשר מודל SaaS (Software as a Service) המסורתי עומד למבחן מול סוכני בינה מלאכותית אוטונומיים המסוגלים לייתר פונקציות ארגוניות שלמות.



סקירה זו תנתח לעומק את שלושת הווקטורים המרכזיים המעצבים את שנת 2026, תוך מתן דגש על שינוי התבנית בהקצאת ההון הגלובלית, המשבר בסקטור התוכנה, והצורך בפיוזור גאוגרפי וסקטוריאלי רחב יותר מאי פעם.

השלכה מרכזית	נתון נוכחי (פברואר 2026)	מדד / ווקטור אסטרטגי
חציית רף פסיכולוגי; התרחבות לשוק הריאלי	(שיא כל הזמנים) 50,115	מדד דאו ג'ונס
משבר אמון במודל ה-SaaS והרישיונות	מהשיא -32%	סקטור התוכנה
שחיקה ברכישות חוזרות ובתזרים חופשי	\$B562 (צפי 2026)	Big Tech (CAPEX) השקעות הון
פוטנציאל לרוטציה משמעותית לשווקים בינלאומיים	פרמיה 70%	עולם vs פער שווי שוק ארה"ב

ווקטור א': פרדוקס המדדים והמשבר בסקטור התוכנה

במהלך השבועות הראשונים של פברואר 2026, המשקיעים חזו בתופעה נדירה של נתק קיצוני בין המדדים הכלליים לבין הליבה הטכנולוגית של השוק. בעוד שהדאו ג'ונס, הכולל חברות תעשייה, פיננסים וקמעונאות, טיפס מעל 50,000 נקודות, מדדי התוכנה חוו קריסה משמעותית. מדובר בתיקון חריף ביותר בסקטור התוכנה מאז השוק הדובי של 2022, והוא נובע משינוי מהותי בתפיסת הערך של יישומי תוכנה ארגוניים.

איום ה AI על מודל ה(SaaS (Software as a Service

הזרז המרכזי למכירות האלימות בסקטור התוכנה היה ההשקה של Claude Cwork על ידי חברת Anthropic בראשית פברואר 2026. יישום זה, המוגדר כ"סוכן בינה מלאכותית אוטונומי", הציג יכולות החורגות בהרבה מהצ'אטבוטים של הדור הקודם Claude Cwork. הוא מסוגל לבצע סקירת חוזים מורכבים, ליצור תדרכים משפטיים מדויקים ולנהל תהליכי שירות לקוחות ומשאבי אנוש ללא התערבות אנושית משמעותית.

ההשלכה הכלכלית היא מיידית: מודל ה-SaaS המתבסס על תשלום לפי רישיון לכל משתמש עומד בפני איום קיומי. אם חברה יכולה להשתמש בסוכן AI אחד שיחליף 20 עובדים אזי הצורך ברכישת 20 רישיונות תוכנה של Salesforce, Workday או Adobe נעלם. הערכה זו של שינוי במודל העסקי של הסקטור, הובילה למחיקה של מעל טריליון דולר משווי השוק של ענקיות התוכנה תוך פחות מחודש. חברות כמו Salesforce ו Adobe-ראו את מניותיהן צונחות בלמעלה מ-25% מתחילת השנה, למרות דוחות כספיים שעמדו בתחזיות. חותם אכן מזהה תמחור מחדש מוצדק של פרמיית הסיכון בסקטור התוכנה, אך אנו מטילים ספק בנרטיב הקיצוני לפיו כל התוכנה הארגונית תתחלף בן לילה. החלפת מערכות ליבה ארגוניות המוטמעות עמוק בתהליכי עבודה היא משימה מורכבת ויקרה. המורכבות הזו משמשת כמענה הגנתי עבור החברות הוותיקות. עם זאת, המעבר למודלים של תשלום לפי תוצאה במקום תשלום לפי משתמש הוא בלתי נמנע, וחברות שלא ישכילו להטמיע AI עמוק במוצריהן יאבדו רלוונטיות.

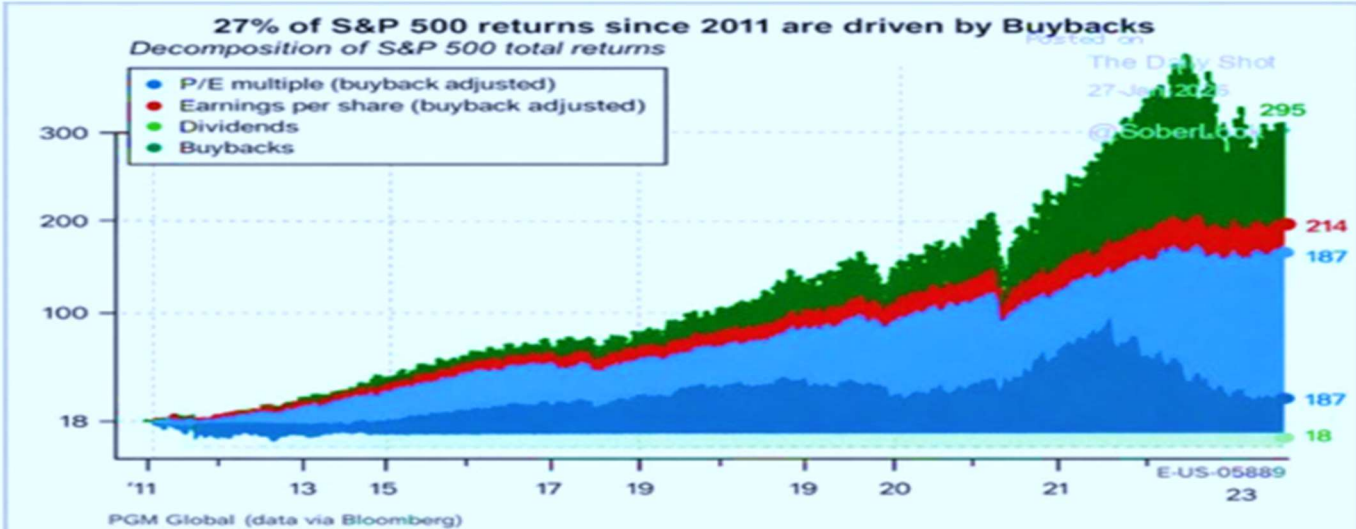


אנו נמצאים בנקודה שבה תמחור למעשה כמעט ואינו חשוב. כל מה שחשוב הוא יתרונות תחרותיים והיכולת לאמץ הזדמנויות תוך הימנעות מסיכונים מעבר. אנו אופטימיים הרבה יותר לגבי חברות שמספקות תוכנה ארגונית מוטמעת וקריטית לפעילות. לעומת זאת, אנו מודאגים בעיקר מפתרונות תוכנה שמכוונים לצרכנים, או כאלו שמספקים תהליכים שקל לבצע להם אוטומציה.

ווקטור ב': מעידן הרכישות החוזרות אל עבר מרוץ ה-CAPEX

ברצוננו להפנות זרקור לשינוי דרמטי במבנה המאזנים של חברות הענק, שינוי שצפוי להשפיע באופן וודאי על הדחיפה לעלויות מחירים במדדים המובילים. בעשור האחרון, אחד המנועים המרכזיים מאחורי הזינוק במחירי המניות היה "הנדסה פיננסית" בדמות רכישות חוזרות של מניות בידי החברה עצמה באופן שתדלק ביקושים ועלויות מחירים. הנתונים המצטברים מראים כי חברת אפל לבדה רכשה מניות של עצמה בשווי של 727 מיליארד דולר בעשור האחרון – סכום הגדול משווי השוק של כמעט כל חברה בודדת במדד S&P 500. רכישות אלו יצרו ביקוש קשיח למניות, צמצמו את מספר המניות בשוק והעלו את הרווח למניה (EPS) באופן מלאכותי, גם כאשר הצמיחה בהכנסות הייתה מתונה. מודל זה יצר תחושת ביטחון בקרב המשקיעים, בידיעה ש"הקונה הגדול ביותר" תמיד נמצא בשוק.

הגרף מפרק את התשואה הכוללת של S&P 500 מאז 2011 לארבעה רכיבים: שינוי במכפיל רווח גידול ברווח למניה, דיבידנדים ורכישות מניות חזרה. הניתוח מראה שרכישות מניות חזרה לבדה תרמה לכ-27% מהתשואה המצטברת של ה-S&P 500 בתקופה, כלומר חלק משמעותי מהעלייה הגיע מצמצום מספר המניות ולא רק מצמיחת רווחים או עליית המכפילים.

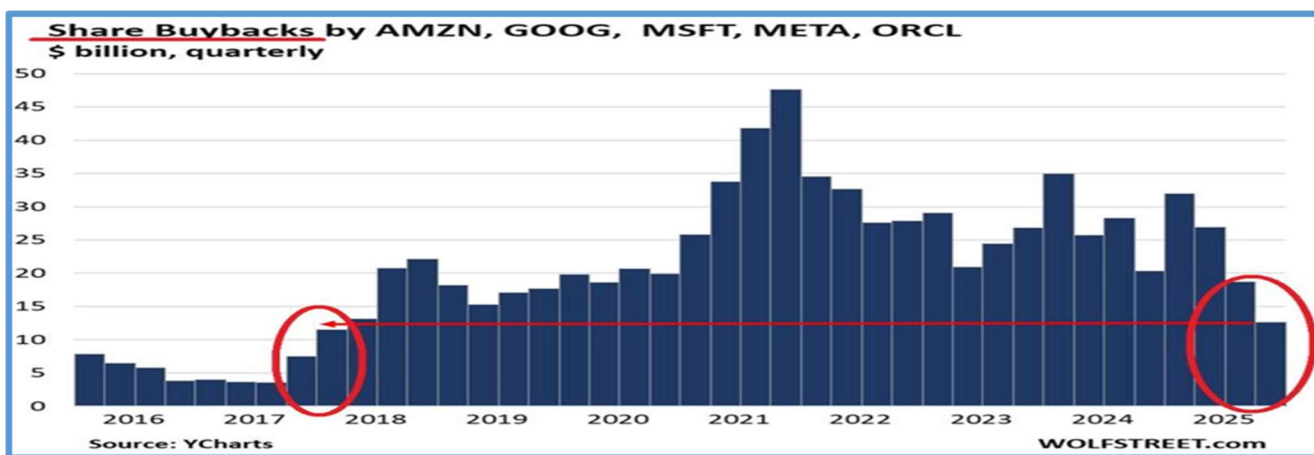




נכון לפברואר 2026, המציאות השתנתה. למרות שהכנסות ארבע ענקיות הטכנולוגיה הגדולות הגיעו לשיא של 1.86 טריליון דולר, המזומנים הללו כבר אינם מופנים לרכישות חוזרות באותו היקף. במקום זאת, הן נאלצות להשקיע סכומי עתק בהשקעות הון (CAPEX) כדי לשרוד במרוץ החימוש של מהפכת ה-AI בניית חוות שרתים, רכישת שבבים וצריכת אנרגיה מסיבית הפכו לעדיפות עליונה.

על פי תחזיות מעודכנות, שמונה ענקיות הטכנולוגיה : Alphabet, Amazon, Apple, Broadcom, Meta, Microsoft, NVidia : Oracle צפויות להוציא כ-562 מיליארד דולר על CAPEX בשנת 2026 - עלייה של 30% לעומת 2025, ויותר מכפול מההוצאה בשנת 2023. הסטת הון זו באה ישירות על חשבון תזרים המזומנים החופשי שעמד לרשות המשקיעים.

בגרף, ירידה של 70% ברכישות עצמאיות מהשיא שנרשם בשנת 2021



אנו מעריכים כי המעבר להשקעות הון לצורך הישרדות מסיר את ה"רצפה" המלאכותית שתמכה במחירי המניות. כתוצאה מכך, אנו חוזים התפצלות בביצועים כאשר רק חברות המדגימות קשר ישיר בין ה-CAPEX לעלייה בהכנסות (כמו גוגל ואנבידיה) מצליחות לשמור על מומנטום, בעוד שאר ה-"Magnificent Seven" סובלות מתנודתיות גבוהה ומשחיקה במכפילי הרווח. השוק מתחיל להטיל ספק ב-החזר על השקעה של מאות המיליארדים המושקעים ב-AI, במיוחד כאשר מודלים קטנים ויעילים יותר מתחילים לאתגר את הצורך בתשתיות ענק יקרות.

שנה	השקעות הון במהפכת ה-AI	גידול שנתי בהשקעות הון	משמעות למשקיעים
2023	מיליארד \$168	-	תקופת בנייה ראשונית
2024	מיליארד \$256	52%	תחילת הסטת הון מרכישות חוזרות
2025	מיליארד \$427	67%	שיא השקעות ושחיקת תזרים חופשי
2026 (צפי)	מיליארד \$562	31.6%	מרוץ החברות מתעצם, יתרות המזומנים מתאדות, חלקן אף מנפיק חוב
2027 (צפי)	מיליארד \$637	13.3%	התייצבות ברמת הוצאות גבוהה במיוחד



ווקטור ג': הרוטציה הגלובלית בחיפוש אחר ערך

שנת 2026 מסמנת את סוף הדומיננטיות המוחלטת של השוק האמריקאי הריכוזי. אנו מזהים זרימת הון מסיבית לעבר שווקים בינלאומיים, בדגש על דרום מזרח אסיה ואירופה, המציעים תמחור נוח בהרבה ופוטנציאל צמיחה ריאלי. המשקיעים המוסדיים הגלובליים מתחילים להבין כי החשיפה לארה"ב הגיעה לרמות מסוכנות. נכון לתחילת 2026, ארה"ב מייצגת כ-70% משווי השוק הגלובלי, אך פחות מ-50% מהרווחים הגלובליים. פער זה, המשולב עם מכפיל רווח עתידיים של מעל 22 בארה"ב לעומת 13 בשווקים מתעוררים ו-15 בשווקים בינלאומיים מפותחים, מייצר פוטנציאל לרוטציה משמעותית. במהלך 2025, המניות הבינלאומיות הציגו ביצועי יתר של כ-17% על פני המניות האמריקאיות. מגמה זו צפויה להימשך ב-2026, כאשר מעל 80% מהשווקים המתעוררים צפויים לצמוח בקצב מהיר יותר מארה"ב בחמש השנים הקרובות. דרום מזרח אסיה בולטת במיוחד כמרכז לייצור מתקדם, שירותים דיגיטליים וחדשנות, תוך שהיא נהנית מהסטט שרשראות אספקה מסין. על פי הסנטימנט של תחילת 2026 נראה שהשוק מוכן לשלם פרמיה גבוהה יותר על חברות עם פעילות ריאלית ותזרים מזומנים יציב מאשר על צמיחה טכנולוגית עתידית. המשקיעים בורחים ל"נכסים מוחשיים" ולחברות המציגות רווחיות ריאלית בעולם של ריבית שנתרת גבוהה מהצפוי.

זווית נוספת וחשובה לנושא: הפד' נותר בעמדת המתנה נוקשה עם סיכוי נמוך להורדת ריבית לפני יוני 2026. בסביבה כזו, היתרון היחסי עובר לחברות ערך (Value) בעלות מאזן חזק שאינן תלויות במינוף לצורך צמיחה. זהו הדלק מאחורי הרוטציה לעבר מניות הקטנות והבינוניות בכלכלה הריאלית והשווקים הגלובליים המציעים תשואת דיבידנד יציבה.

משמעות למשקיע	צמיחת תמ"ג צפויה 2026	מכפיל רווח עתידי (P/E)	שוק / אזור גאוגרפי
יקר, ריכוזיות גבוהה	2.4% - 2.8%	22.5x	ארה"ב (S&P 500)
רוטציה לחברות ערך, דיבידנדים	2.5%	15.0x	אירופה
מנוע הצמיחה הגלובלי	4.0% - 4.5%	13.0x	דרום מזרח אסיה
צמיחה דמוגרפית וצריכה	6.7% - 7.2%	10.3x	וייטנאם
צמיחה דמוגרפית וצריכה	5.7%	12.0x	פיליפינים

ווקטור ד': קריפטו – התפכחות מכאיבה

לאחר הטירוף הספקולטיבי של סוף 2024 ותחילת 2025, שוק הקריפטו חווה כעת את צדו הפחות סימפטי של הטירוף. הביטקוין, שנסחר בשיאו באוקטובר 2025 ברמות שחצו את ה-120 אלף דולר, נסוג לרמת ה-60,000-80,000 דולר. זוהי ירידה של מעל 50%, המייצגת התרסקות של מינוף יתר וספקולציות.



נדגיש כי זוהי הנפילה התשיעית של מעל 50% מהשיא מאז 2010. מדובר בתהליך בריא אך אלים של התפכחות כשהמשקיעים אינם מוכנים עוד לשלם פרמיה לא הגיונית על נכסים תנודתיים וממונפים. למרות הירידות, אנו רואים בביטקוין נכס שנמצא דווקא בתהליך של התבגרות. הייצוב סביב רמות המחיר הנוכחיות, יחד עם אימוץ כללי חשבונאות חדשים המחייבים שקיפות גדולה יותר במאזני חברות, הופכים אותו לחלק לגיטימי, אם כי תנודתי מאוד, מתיק הנכסים המודרני.

בשורה התחתונה -

השוק של פברואר 2026 מעניש ריכוזיות והנדסה פיננסית, ומתגמל רווחיות ריאלית, פיזור גאוגרפי ויציבות מאזנית. המעבר המסיבי מרכישות חוזרות להשקעות הון בתחום ה AI הוא הווקטור המרכזי שמשנה את כללי המשחק במניות הטכנולוגיה ומסיר את ה"תדלוק" המלאכותי מהמדדים.

חותם סבורה שיש לתת דעתנו על הנקודות הבאות:

1. בניית חשיפה מוטה לערך (Value) - בסביבת ריבית שנותרת גבוהה מהצפוי, יש להעדיף חברות בעלות תזרים מזומנים חיובי ומאזן חזק.
 2. פיזור גאוגרפי - הגדלת החשיפה לשווקים בינלאומיים, בדגש על דרום מזרח אסיה ואירופה. התמחור הנוח בשווקים אלו, יחד עם צמיחה דמוגרפית באסיה מהווה כרית הגנה בעלת פוטנציאל לתשואות יתר.
 3. סלקטיביות בטכנולוגיה - אנו סבורים שיש להיזהר מהיצמדות עיוורת למדדי הטכנולוגיה הכלליים. חשיפה לחברות של תשתיות וחשמל ואנרגיה הנהנות מההשקעות העצומות של ענקיות הטכנולוגיה נראית כצעד השקעתי נכון.
 4. גידור סיכוני ריבית - הציפייה להורדת ריבית מהירה מתבררת כאופטימית מדי. מכאן שיש לבנות את עמידות התיק לסביבת ריבית גבוהה תוך ניצול תשואות הדיבידנד בחברות מסקטורים ריאליים.
- אין ספק שהשוק בפרשת דרכים. עידן הכסף ה"חינם" והרכישות החוזרות האינסופיות תם. במקומו נכנסנו לעידן של השקעות הון כבדות, תחרות טכנולוגית משבשת וחיפוש אחר ערך ריאלי. שנת 2026 תחייב אותנו המשקיעים להשתחרר מדפוס ההשקעה של העשור הקודם ולאמץ גישה מפוכחת ומגוונת גאוגרפית. אכן ימים מאתגרים.

חותם אסטרטגיה כלכלית ובקרה בע"מ 27/02/2026

גילוי נאות מטעם חותם אסטרטגיה כלכלית ובקרה בע"מ. מסמך זה הונח על ידי חותם אסטרטגיה כלכלית ובקרה בע"מ. הסקירה מתבססת על מידע אשר פורסם לציבור, אשר חותם אסטרטגיה כלכלית ובקרה בע"מ מניחה, כי הוא מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לברור מהימנות, דיוק ושלמות המידע. סקירה זו נועד לשם מסירת מידע בלבד, ובשום אופן אין לראות בה חוות דעת, הצעה, המלצה או יעוץ/שיווק לרכישה ו/או החזקה ו/או מכירה של ניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בה. החברה אינה אחראית לכל נזק, אובדן, הפסד או הוצאה מכל סוג שהוא, לרבות ישיר ו/או עקיף, שייגרמו למי שמסתמך על האמור. כל הזכויות, לרבות קניין רוחני, במסמך זה ובתוכנו, שייכות לחברת חותם אסטרטגיה, ואין לעשות בו כל שימוש שהוא, לרבות הפצתו ו/או העתקתו, כולו או חלקו ללא קבלת אישורה מראש ובכתב.