



חותם אסטרטגיה – סקירת מאקרו חשובה 01-04-2026 : השלכות הלחימה באיראן על המערכת הפיננסית הגלובלית: ניתוח אסטרטגי, תרחישי קיצון ועמידות תיקי השקעות באירוע .

המעבר מאירוע גאופוליטי מקומי לאירוע מגה כלכלי ופיננסי

בעת הנוכחית, הזירה הגלובלית ניצבת בפני אחת מנקודות המפנה המשמעותיות והמורכבות ביותר שנראו במערכת הפיננסית בעשורים האחרונים . אין ספק שהאירועים סביב העימות הצבאי הישיר והעקיף בין ארצות הברית ואיראן חרגו מזמן מגבולות הגזרה המצומצמים של מה שניתן לכנות "כאירוע גאופוליטי נקודתי" המתוחם בזמן ובמרחב. תנאי השוק בעת הנוכחית, חושפים חוסר התאמה חסר תקדים בין השווקים הפיננסיים לשווקים הפיזיים באופן שמייצר עיוותים עמוקים ומובנים במחירי האנרגיה, בתוואי המדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים ובתחושות הביטחון של המשקיעים המוסדיים והפרטיים ומאתגר את הנחות היסוד השמרניות ביותר של ניהול הסיכונים . המשמעות המרכזית של שינוי זה היא שהשאלה הקריטית המונחת לפתחנו , **אינה עוד "מה עוצמת ההלם" הראשוני, אלא "מה משך ההלם"**. במשברי העבר , מערכות כלכליות ופיננסיות היו בנויות לספוג זעזועים חדים אך קצרים יחסית, אולם באירוע הנוכחי מדובר בהפרעה מתמשכת אשר פוגעת בשוק האנרגיה המהווה את אחד מיסודות הליבה של הכלכלה הגלובלית ומשום כך נוצר סיכון ממשי וחשש למעבר **מהפרעה מחזורית זמנית להפרעה מבנית ארוכת טווח**. הפרעה כזו אינה נעצרת בשוק הסחורות. היא מחלחלת למנגנוני התמחור של כלל הנכסים הפיננסיים, שכן היא משנה באופן יסודי את הציפיות האינפלציוניות, את עלויות המימון ואת רמות הפעילות הריאלית של הכלכלות המובילות בעולם.

כבר כעת ניתן לזהות סימנים מוקדמים לכך שהמערכת הפיננסית העולמית מתקשה לייצר עוגני תמחור יציבים, וזאת בין היתר בשל הפערים ההולכים ומתרחבים בין שווקים פיננסיים לשווקים פיזיים . תופעה זו מהווה אינדיקציה ברורה לכך שהמודלים הקיימים אינם מצליחים להתמודד באופן מלא עם עומק השיבוש הנוכחי בשעה שהשווקים כיום אינם מתמחרים עוד את הכלכלה הריאלית במובנה הקלאסי, אלא מתמחרים את הדינמיקה של העימות ואת משכו הצפוי, כאשר אי-הוודאות עצמה הפכה למשתנה המקרו הדומיננטי ביותר המשפיע על הקצאת הנכסים .

הסקירה אמורה לספק זווית ראייה רחבת היקף המשלבת ניתוח גאופוליטי, כלכלי ופיננסי, תוך התמקדות פרטנית ביכולת העמידות של תיקי השקעות של לקוחותינו המאופיינים בחשיפה משמעותית לאגרות חוב - לתרחישי קיצון .

גאופוליטיקה – אסטרטגיה של עמימות והסיכון להתרחבות אזורית

כאשר מנתחים לעומק את ההתנהלות של הממשל האמריקאי לאורך התקופה האחרונה, מתקבלת תמונה אסטרטגית מורכבת במיוחד אשר משלבת צעדים צבאיים אגרסיביים וחסרי פשרות עם מסרים דיפלומטיים המנסחים בזהירות ומבקשים לשדר רצון בריגעה . מצב זה, שבמבט ראשון עשוי להתפרש כסתירה פנימית, מהווה לדעת חותם ביטוי לדוקטרינה של עמימות מכוונת שמטרתה להקשות על ההנהגה האיראנית לבנות תרחיש יציב לתגובה ולהפעיל עליה לחץ רב-ממדי, צבאי וכלכלי כאחד.



עם זאת, בעוד שעמימות עשויה להוות כלי יעיל בזירה הגאופוליטית והצבאית, הרי שבשווקים הפיננסיים היא פועלת כגורם מערער מן המדרגה הראשונה. בידוע, שווקי הון מבוססים על יצירת הסתברויות ותמחור סיכונים. כעת, שטווח התרחישים האפשריים מתרחב ללא יכולת להעריך את משקלם היחסי של תרחישים אלו, נוצרת תנודתיות חריגה המשקפת לא רק שינוי בתמחור הנכסים, אלא גם ירידה מהותית באמון של המשקיעים. גורם משמעותי ביכולת הערכת התרחישים נובע מההבנה שאיראן, בשל מאפייניה הגאוגרפיים והלאומיים, אינה יעד להכרעה מהירה, מה שהופך כל הסלמה לכלי שמאריך את משך העימות במקום לקצרו.

במקביל, האסטרטגיה האיראנית, משקפת מעבר ממודל של עימות ישיר בלבד, למודל של הרחבת מוקדי הסיכון באופן המכניס למשוואה שחקנים נוספים, ובעיקר את מדינות המפרץ. איראן מבינה היטב את נקודות התורפה של המערכת הגלובלית ומשתמשת באיום הסגירה של מצר הורמוז, שדרכו עוברים כ-20 מיליון חביות נפט ביום, כנשק אסימטרי המיועד לשתק את הכלכלה העולמית מבלי להיגרר למלחמה כוללת. הסיכון המוחשי ביותר כיום, הוא האיום האיראני על תשתיות קריטיות כגון מתקני התפלה בערב הסעודית, כוויית ואיחוד האמירויות, פגיעה שעלולה להפוך את המשבר מאירוע של מחירי נפט למשבר הומניטרי חריף שישתק את האזור כולו.

שוק הנפט – שבירת מנגנון התמחור

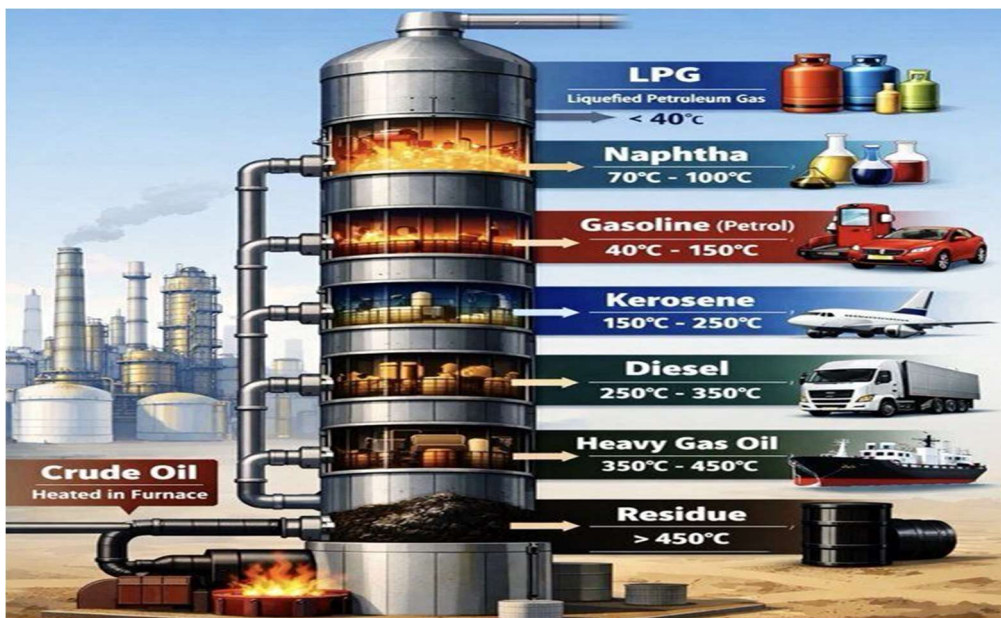
אחת ההתפתחויות המשמעותיות והחריגות ביותר בתקופה הנוכחית היא הפער ההולך ומתרחב בין מחירי הנפט בשוק הפיננסי לבין מחירי הנפט הפיזיים בשטח. פער זה מגיע לעשרות אחוזים והוא עדות לכך שמתקיימים בפועל שני שווקים שונים הפועלים על בסיס הנחות יסוד מנוגדות לחלוטין. השוק הפיננסי, המבוסס על מסחר בחוזים עתידיים במערב, ממשיך לתמחר תרחיש של חזרה הדרגתית לאיזון מתוך הנחה כי המערכת הגלובלית תמצא דרכים לעקוף את השיבוש. לעומת זאת, השוק הפיזי במזרח המתמודד עם מגבלות אספקה אמיתיות, סיכוני שילוח קיצוניים ושיבושים לוגיסטיים במצר הורמוז - מתמחר מחסור ריאלי בשטח, כאשר המחיר הפיזי של נפט עומאן הגיע לרמות שיא של 160 דולר לחבית.

פער זה יוצר בעיה מבנית עמוקה הפוגעת באמינות של מנגנון התמחור הגלובלי. כאשר נכס בסיס כה מרכזי מאבד את יכולתו לשמש כעוגן, נוצר סיכון לתמחור שגוי רחבי בכלל הנכסים הפיננסיים. פגיעה באמינות התמחור מעלה את ההסתברות לתיקון חד ואלים כאשר הפער בין התמחורים ייסגר. ניתוח זרימת הנפט דרך מצרי הורמוז מחדד את עומק הבעיה כאשר גם תחת הנחות אופטימיות של הסבת נתיבים ושימוש במלאים אסטרטגיים, נותר פער היצע משמעותי של כ-10 מיליון חביות ביום אשר אינו ניתן לסגירה בטווח הקצר.

מעבר לנפט הגולמי, המשבר פוגע אנושות בשרשרת האספקה של הגז הטבעי הנוזלי (LNG) כאשר קטאר, יצואנית הגז הנוזלי הגדולה בעולם, תלויה לחלוטין במצר הורמוז לצורך אספקה לשווקי אסיה ואירופה. הפרעה בזרימת הגז אינה רק בעיית אנרגיה, לא איום ישיר על הביטחון התזונתי העולמי, שכן הגז הוא חומר גלם קריטי לייצור דשנים, ושיבושים באספקת האוריאה ממדינות המפרץ (האחראיות לכ-30% מהייצוא הימי העולמי) יגררו עלייה חדה במחירי המזון הגלובליים כבר בשנת 2027.



בשקף – תוצרי הנפט



מאקרו גלובלי – בין שונות מבנית לרגישות גבוהה לאי וזדות

למרות הפיתוי להשוות את המשבר הנוכחי למשברי הנפט של שנות ה-70, הרי שבפועל הכלכלה הגלובלית שונה באופן מהותי, עם תלות נמוכה יותר באנרגיה, מעבר לכלכלה מבוססת שירותים ושיפור משמעותי ביעילות האנרגטית. גורמים אלו מצמצמים את ההשפעה הישירה של עליית מחירי הנפט על הצמיחה. עם זאת, דווקא בשל כך, הסיכון המרכזי אינו טמון בהשפעה הישירה אלא בהשפעה העקיפה של המלחמה שכן עליית מחירי האנרגיה משפיעה על ציפיות אינפלציוניות, על התנהגות צרכנים וחברות ועל מדיניות הבנקים המרכזיים. בשנת 2022 עם פרוץ מלחמת רוסיה/אוקראינה, משבר האנרגיה פגש את הכלכלה העולמית כשהיא מוצפת בבזילות מוניטרית, בעוד שכיום היצע הכסף גדל בקצב הנמוך מהממוצע ההיסטורי והבנק המרכזי בארה"ב אף נמצא בעיצומו של תהליך צמצום המאזן. משמעות הדבר היא שמחירי נפט גבוהים פועלים כיום כ"מס" ישיר על הצרכן ששוחק את כוח הקנייה ומאט את הפעילות הכלכלית מבלי לייצר את אותה השפעה אינפלציונית רחבה שנבעה מעודפי מזומנים בעבר. עם זאת, ככל שהמשבר מתמשך, עולה הסיכון לשחיקה הדרגתית שתובל להאטה משמעותית ואף למעבר לתרחיש של מיתון, במיוחד באזורים תלויי אנרגיה.

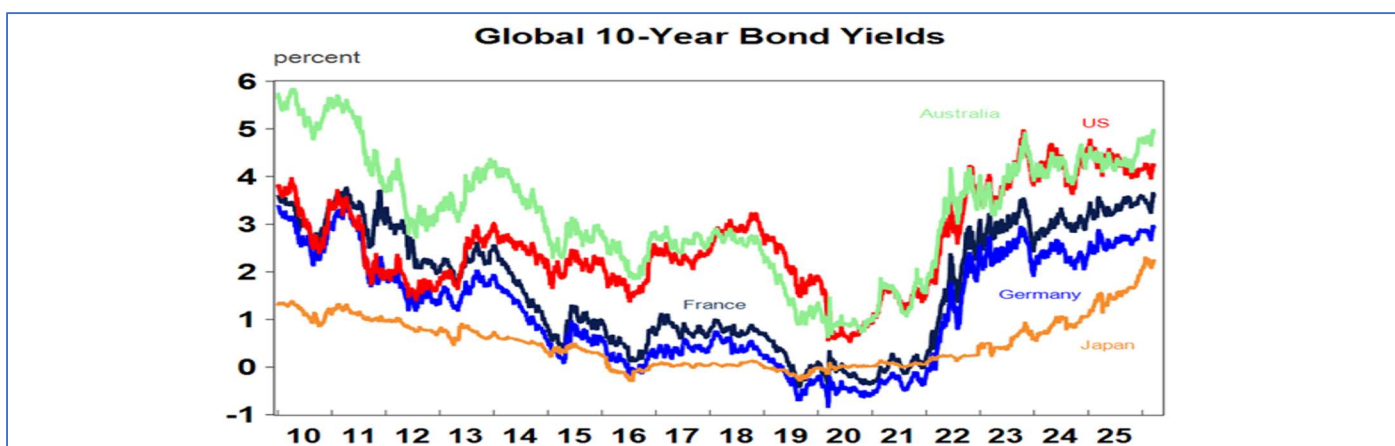
שוק האג"ח, עליית תשואות גלובלית, החוב הגלובלי העצום

כאשר בוחנים את ההתנהגות של שוקי האג"ח בתקופה האחרונה, קשה שלא להבחין בכך שמדובר בתופעה מסונכרנת רחבת היקף המשקפת שינוי עמוק במבנה הסיכונים הגלובלי, כאשר עליית התשואות מתרחשת במקביל בארה"ב, באירופה ובשוקים המתעוררים. עלייה זו נובעת מעלייה בציפיות האינפלציה בעקבות הזינוק במחירי האנרגיה, עלייה בפרמיית הסיכון הפיסקלית בשל הגירעונות



הגדלים, וירידה באמון ביכולת הבנקים המרכזיים לתמוך בשווקים באגרסיביות כפי שעשו בעשור האחרון. המשבר הנוכחי פועל על מערכת שכבר טרם פרוץ האירוע, התאפיינה ברמות חוב גבוהות במיוחד (חוב ארה"ב חצה את רף ה-38 טריליון דולר). כיום, אנו עוברים מסביבה שבה המדיניות המוניטרית והפיסקלית תומכות בשווקים, לסביבה שבה שוק האג"ח עצמו מכתוב גבולות פעולה ומגביל את היכולת של ממשלות להגיב, מצב המחייב ניהול אקטיבי וזהיר של אפיק החוב בתיקי ההשקעות.

בגרף, עליות חדות בתשואות אגרות החוב הממשלתיות ל-10 שנים בכלכלות מרכזיות כביטוי לעלייה ברמת הסיכון והחשש מאינפלציה



ניתוח גיאוגרפי – שונות מהותית ברמות הסיכון

השפעות העימות אינן אחידות, והן חושפות פגיעות מבנית שונה בתכלית בין הגושים הכלכליים המרכזיים:

- **אירופה, שילוב מסוכן של תלות אנרגטית וחוב גבוה** - אירופה ניצבת בעמדה פגיעה במיוחד בשל שילוב של תלות גבוהה באנרגיה מיובאת עם רמות חוב ציבורי משמעותיות במספר מדינות מרכזיות. עליית מחירי האנרגיה פוגעת באופן ישיר בצריכה הפרטית ובתחרותיות התעשייתית, במיוחד בגרמניה ואיטליה, שם מאגרי הגז נמצאים ברמות נמוכות היסטורית. הבנק המרכזי האירופי (ECB) נאלץ לדחות הורדות ריבית מתוכננות ואף לשקול "העלאות מנע" כדי לעגן את ציפיות האינפלציה, מה שמכביד על עלויות שירות החוב ועלול להרחיב מחדש את הפער בין מדינות הליבה לפריפריה, תוך יצירת סיכון מחדש ליציבות גוש האירו.
- **כלכלות מתעוררות, מנוע הצמיחה הגלובלי תחת לחץ פיננסי** - הכלכלות המתעוררות חשופות במיוחד לשילוב הקטלני של **עליית תשואות דולריות ועליית מחירי אנרגיה**. רבות מהן נשענות על חוב נקוב בדולרים ועל זרימות הון חיצוניות. כאשר התשואות בארה"ב עולות, ההון נוטה לחזור לשווקים מפותחים, מה שמפעיל לחץ כבד על המטבעות המקומיים ומעלה את עלות החוב. מדינות יבואניות אנרגיה כמו הודו, טורקיה והפיליפינים מתמודדות עם שחיקה במאזני התשלומים ובאינפלציה מיובאת גבוהה, בעוד שרק יבואניות אנרגיה כמו ברזיל ומקסיקו מפגינות עמידות יחסית.



- **סין , פגיעות כפולה של אנרגיה וייצוא -** סין ניצבת בפני לחץ כפול המאיים על מודל הצמיחה שלה. מצד אחד, חלק משמעותי מהיתרון התחרותי שלה נשען על גישה לנפט מוזל ממקורות כמו איראן וונצואלה וכעת היא נאלצת להסתמך על שוקי אנרגיה גלובליים יקרים יותר הפוגעים במבנה העלויות של הייצור. מצד שני, מודל הצמיחה שלה, הנשען על ייצוא, נפגע מההאטה בביקוש העולמי – עובדה שעלולה להוביל לשחיקה מתמשכת בקצב הצמיחה ולחשיפת חולשות במגזר הנדל"ן והחוב המקומי.
- **ארה"ב -** ארה"ב הנהיגה ממשלה של ייצואנית נטו של אנרגיה, מה שמעניק לה יתרון מסוים ממשבר האספקה הישיר לעומת שאר העולם. עם זאת, היא אינה חסינה. עליית מחירי הדלק המקומיים ועלויות המלחמה (מעל 200 מיליארד דולר) מפעילים לחץ פיסקאלי אדיר ומאלצים את הפד לשמור על ריבית גבוהה הפוגעת בסנטימנט הצרכני ובחברות התלויות במימון.

אינפלציה וסטגפליציה – הסיכון המרכזי לשווקים

- העלייה במחירי האנרגיה פועלת ככזו עוצמתית ללחצים אינפלציוניים, אך הסיכון המערכתי העמוק יותר טמון במעבר לסביבת סטגפליציה מתמשכת – מצב שבו מתקיימת בו-זמנית אינפלציה גבוהה לצד האטה חריפה בצמיחה.
- מעבר לעלייה הישירה במחירי הדלק והחשמל, אנו מזהים את חלחול המשבר לשרשראות הערך התעשייתיות. הזינוק במחירי הנפט והנפטא (שעלו בחדות תוך חודש) מתרגם ישירות לעלייה בעלויות הייצור של פלסטיק, אריזות, דשנים וכימיקלים, מה שגורר גל שני של עלויות מחירים במוצרי צריכה בסיסיים, מזון וציוד רפואי.
 - **אינפלציה דביקה וציפיות לטווח ארוך -** החשש המרכזי של הבנקים המרכזיים הוא שאינפלציית ההיצע תהפוך ל"דביקה" ותחלחל למנגנוני קביעת השכר ולמחירי השירותים. בעוד שציפיות האינפלציה לטווח ארוך נותרות כרגע מעוגנות יחסית סביב 2.4%, הימשכות העימות עלולה להוביל את הפד ואת הבנק המרכזי האירופאי להדק את המדיניות המוניטרית גם לתוך מיתון.
 - **שבירת עקרון הפיזור -** סביבה סטגפליציונית (אינפלציה בצד מיתון) היא הרסנית במיוחד לתיקי השקעות מסורתיות בשל שבירת הקורלציה השלילית בין מניות לאג"ח. בתרחיש כזה, המניות נפגעות משחיקת רווחיות והאטה בצמיחה, בעוד שהאג"ח נפגעות מעליית תשואות בשל הלחץ האינפלציוני, מה שמותיר את המשקיע ללא ה"עוגן" המסורתי של התיק המאוזן בתרחיש שהינו עדים לו בשנת 2022. ההיסטוריה מלמדת כי בתקופות של זעזועי אנרגיה ממושכים (כמו ב-1973-1974), שני אפיקי ההשקעה יורדים בו-זמנית, מה שמחייב לשקול שילוב נכסים ריאליים ונכסים אלטרנטיביים בעלי מתאם נמוך לשוק המסורתי.

שוק המניות הישראלי – מעליות שיא לתמחור מתוח בצל לחימה

אחד המאפיינים הבולטים והחריגים ביותר בזירה הפיננסית בשנתיים האחרונות הוא הביצועים יוצאי הדופן של שוק המניות הישראלי, אשר ניצב כעת בנקודת מבחן אסטרטגית מול ההסלמה הצבאית והלחצים המוניטריים. שנת 2025 נחתמה כשנה של זינוקים חסרי תקדים בבורסה לניירות ערך בתל אביב, כאשר מדד ת"א-125 רשם תשואה של 51%. עליות אלו הציבו את השוק הישראלי בעמדת הובלה גלובלית,



תוך עקיפה משמעותית של מדדי וול סטריט. המנוע העיקרי מאחורי ראלי זה לא היה רק התאוששות טכנית, אלא חזרה מסיבית של משקיעים זרים לשוק עד לרבעון השלישי של 2025, מה שהוביל להכפלת האחזקות המוסדיות הזרות. העלויות החדות הובילו את שוק המניות הישראלי לתמחור גבוה. נכון לסוף מרץ 2026, השוק נסחר במכפיל רווח (PE) של 18.2, נתון הגבוה משמעותית מהמוצע התלת-שנתי שעמד על 13.9. תמחור זה משקף אופטימיות רבה של המשקיעים לגבי צמיחת הרווחים העתידית, אך הוא גם מייצר רמת רגישות גבוהה ביותר לכל "הפתעה" לרעה במישור הגאופוליטי או הכלכלי.

התגובה של תל אביב לעימות הנוכחי באיראן היא עדות מובהקת לתנודתיות הנובעת מתמחור היתר. בתחילת מרץ 2026, עם החבטות הראשונות באיראן, השוק זינק ב-6% לשיא כל הזמנים (ת"א-125 חצה את רף ה-4,300), מתוך הנחה כי מדובר במבצע קצר שיסיר את האיום האיראני. אולם, ככל שהעימות התמשך והפך למלחמת התשה אזורית, כל רווחי המלחמה נמחקו. נכון לסוף מרץ 2026, מדד ת"א-125 נסוג ב-3.5% ונסחר ברמות שלפני פרוץ העימות, כאשר המשקיעים מתחילים לתמחר את העלות התקציבית הכבדה ואת הפגיעה בצמיחה ובצריכה הפרטית. בנק ישראל מעריך כעת כי צמיחת התמ"ג עלולה להיחתך ל-4% או פחות (לעומת תחזית של 4.9% לפני המלחמה), והצורך בהעלאת מיסים למימון הוצאות הביטחון מרחף כאיום על רווחיות החברות בעתיד הקרוב.

במבט היסטורי ועל מנת לתת פרספקטיבה לתנודתיות השווקים המהווה חלק בלתי נפרד מההשקעות במניות:

- ברוב המקרים (כ-70%) התיקון מסתיים בירידה של 10-15% ולאחריו התאוששות מהירה, אולם כ-30% מהמקרים עלולים להידרדר לשוק דובי (ירידה של 20%+).
- משך התיקון הממוצע הוא כ-4 חודשים, כאשר הווקטור להמשך התיקון תלוי בשאלה האם הכלכלה תידרדר למיתון או תצליח להתאושש ללא משבר עמוק.

בשקף - תצפית של 100 שנים על ירידות בעוצמות שונות בשוקי המניות (S&P). לדוגמה, ירידות של 50% אירעו שלוש פעמים, ירידות של 20% קרו 22 פעמים לאורך השנים. יחד עם זאת התשואות הממוצעות השנתיות של המדד המוביל בארה"ב עומדות על 10%. תנודתיות היא חלק "מהמשחק".





השלכות השקעתיות – דעת חותם

המשמעות המרכזית של ההתפתחויות הנוכחיות היא מעבר לסביבה של נזילות גבוהה והפחתת רמת הסיכון Risk Off. הגישה הנדרשת לניהול השקעות אינה מבוססת על ניסיון לחזות את התרחיש המדויק, אלא על בניית תיק גמיש המסוגל להתמודד עם מגוון רחב של תרחישים.

1. ניהול אקטיבי של רכיב האג"ח (קיצור מח"מ) - אנו סבורים שכן לקצר את המח"מ באפיק החוב לטווח של 3-4 שנים כדי לצמצם את הרגישות לעליית תשואות, תוך הגדלת הרכיב הצמוד למדד להגנה מפני אינפלצית היצע.
2. מניות - מעבר לחברות המאופיינות בתזרים מזומנים חזק וביכולת גלגול עלויות על הצרכנים.
3. הקטנת חשיפה מסוימת לבורסת ת"א - לאור התמחור הגבוה וחוסר הוודאות הגאופוליטית, אנו ממליצים להעביר חלק מהחשיפה המנייתית לשווקים גלובליים העמידים יותר למשבר האנרגיה, דוגמת ארה"ב, תוך שמירה על סלקטיביות גבוהה במניות מקומיות.

בשורה התחתונה -

המשבר הנוכחי אינו אירוע נקודתי אלא בעל פוטנציאל לשינוי מהותי בתנאי הסביבה הכלכלית העולמית. השילוב בין שיבוש עמוק בשוק האנרגיה, עלייה רוחבית בתשואות האג"ח ומגבלות על המדיניות הפיסקאלית יוצר סביבה שבה הסיכון המרכזי אינו רק ירידה פתאומית, אלא שחיקה מתמשכת וזחלת ביציבות המערכת כולה. היתרון התחרותי בתקופה זו אינו נובע מהיכולת לחזות במדויק את כיוון השוק, אלא מהיכולת להסתגל לשינויים במהירות ובדיוק, תוך הבנה כי אי-הוודאות עצמה הפכה למשתנה המרכזי. בנימה אישית, חותם מחויבת להמשך מעקב אקטיבי ומעמיק של המצב, כדי להבטיח שניהול ההשקעות הפיננסיות של לקוחותינו ימשיך להתבצע באחריות, במקצועיות ובמבט צופה פני עתיד.

בכבוד רב,

צוות חותם אסטרטגיה .

גילוי נאות מטעם חותם אסטרטגיה כלכלית ובקרה בע"מ. מסמך זה הוכן 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 לביור 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.