



סקירת חותם - 1/05/2026

1. תובנות על המאבק בין ארה"ב לסין - הורמוז זה רק הפיילוט ...
2. שוק האשראי הפרטי בארה"ב עומד במבחן - ניתוח מבני של סיכוני הבינה מלאכותית והשלכות הרחביות על שווקי ההון

חומר למחשבה...הורמוז זה רק הפיילוט

בעוד שהעולם עוקב בדריכות אחר חילופי המהלומות במצרי הורמוז, המערכה האמיתית על השליטה בעורקי החיים של המאה ה-21 מתרחשת בנקודת החנק הקריטית מכולן: מיצרי מלאקה. ביד אחת אמריקה משיבה למצור איראני במצור משלה וביד השנייה, בשולי החדשות, כורתת ברית עם אינדונזיה. הברית המתהדקת בין וושינגטון לג'קרטה מסמנת את השלמתו של 'מצור שקט' שנועד להבהיר לסין כי עוצמתה הכלכלית נותרת פגיעה לחלוטין לדומיננטיות הימית האמריקאית. מדובר במהלך שובר שוויון, שתפקידו לסמן את גבולות הכוח לסין. מדוע? בגלל מיצרי מלאקה, נקודת החנק הקטלנית מכולן לכלכלה הסינית.

מלאקה Malacca Straits הם מיצר ארוך (כ-800 ק"מ) בדרום מזרח אסיה - בין חופי סינגפור ומלזיה מצפון ואינדונזיה מדרום - שמחבר בין ים אנדמן לים סין הדרומי ולמעשה, מחבר את סין להודו, למזרח התיכון ולאירופה. עובר בהם קצת פחות נפט מאשר בהורמוז, אבל מרבית חומרי גלם אל סין, ומוצרים מסין. במלאקה תלויים כלכלת הסחורות הגלובאלית ומכונת הייצור הסינית אשר נשענת על הנפט המועבר דרכם.

חסימת מלאקה, אם תתרחש (כאשר תתרחש... אחרי פלישה סינית לטאיוואן?), תהיה רגע האמת של מלחמת המעצמות והיא תשלח ברחבי העולם גלי הלם קשים בהרבה מהלם הורמוז. לכן אמריקה בונה בריתות גיאופוליטיות בכל המרחב – הודו, סינגפור, אוסטרליה, יפן, וייטנאם ועכשיו אינדונזיה – ומבצרת את יכולותיה הימיות לשלוט בו.

סין מצידה הגדירה עוד ב-2008 את "דילמת מלאקה" כנקודת החולשה של האסטרטגיה שלה. אין זה תרגיל תיאורטי בגאופוליטיקה, אלא משקולת קריטית המונחת על צוואר הכלכלה הסינית, המאלצת את בייג'ינג להשקיע טריליוני דולרים בתשתיות עוקפות יבשה.

בגלל החשש שיחסמו לה את המצר, סין מקימה בעשור האחרון את המגה-מיזם "החגורה והדרך" – רשת מסילות וצינורות טראנס אסייתית בעלות של טריליון דולר כדי לייצר אלטרנטיבות יבשתיות למלאקה, לדוגמה באמצעות צינור יקר להחריד שחוצה את ההימלאיה (!) ומחבר את סין לנמל גוואדאר (Gwadar) הפקיסטני, לחופי האוקיינוס ההודי, קרוב להורמוז ולנפט המזרח-תיכוני. הניסיון הסיני לייצר אלטרנטיבות יבשתיות למצרי מלאקה דרך פקיסטן או מרכז אסיה הוא אמנם הישג הנדסי כביר, אך הוא אינו מסוגל לספק את החמצן הדרוש למכונת הייצור הגדולה בתבל ברגע האמת.



השאלה היא האם סין מפנימה את המסר? ואם לא, האם כמה צינורות יספיקו כדי לשמור על מקורות החמצן שלה אם אמריקה תחליט בעתיד להדק את החנק במלאקה בהשראת מצור הורמוז..

להלן ריכוז הנתונים העדכניים (נכון ל-2025/26) -

אנרגיה:

סין היא יבואנית הנפט הגדולה בעולם, והתלות שלה במלאקה כמעט מוחלטת:

- **נפט גולמי** - כ-80% מכלל יבוא הנפט של סין עובר במצרי מלאקה.
- **גז טבעי (LNG)** - כ-30% מיבוא הגז עובר בנתיב זה (בעיקר מקטאר).
- **נתון מפתח:** נכון ל-2025, סין מייבאת כ-11.6 מיליון חביות ביום. מתוכן, מעל ל-9 מיליון חביות עוברות דרך "נקודת החנק" של מלאקה.

סחר סחורות

מלאקה היא הצינור שדרכו סין מייצאת לעולם ומייבאת חומרי גלם:

- **היקף סחר ימי:** כ-65% עד 70% מכלל סחר החוץ הימי של סין עובר במלאקה.
- **ערך כספי:** מתוך כ-3.5 טריליון דולר שעוברים במצר בשנה (בכלל העולם), חלקה של סין מוערך בכ-2.2 טריליון דולר.
- **סוגי סחורות:** מעבר לאנרגיה, המצר קריטי ליבוא **עפרות ברזל** מאפריקה וברזיל, וליצוא של **רכבים חשמליים (EV)** ומוצרי אלקטרוניקה לאירופה והמזרח התיכון.

המשמעות של "המצור הנגדי" (השוואת הורמוז מול מלאקה)

כדי להבין את עוצמת הנתונים, כדאי להשוות ביניהם:

מדד	מיצרי הורמוז	מיצרי מלאקה
נפח נפט יומי (2025)	כ-21 מיליון חביות	כ-23.2 מיליון חביות
תפקיד עבור סין	מקור האספקה (מוצא)	צוואר הבקבוק (כניסה)
חלופות יבשתיות	אין (הכל עובר בים)	קיימות, (BRI) אך מספקות פחות מ-15% מהצורך
השפעה על מדד המחירים	עליית מחירי אנרגיה גלובליים	קריסת שרשראות אספקה ועצירת ייצור

האם הצינורות היבשתיים עוזרים?

למרות ההשקעה האדירה הנתונים מראים שהם לא מהווים תחליף אמיתי:

- **הצינור הפקיסטני (גוודאר):** בשיא תפוקתו הוא יכול להעביר כ-1 מיליון חביות ביום – פחות מ-10% מהצריכה הסינית.
- **הצינור הרוסי:** מספק יציבות, אך מכסה רק כ-15%-20% מהביקוש הסיני.



בשורה התחתונה: הנתונים מוכיחים שחסימת מלאקה היא לא פחות "מאירוע השמדה" לכלכלה הסינית. גם אם סין תצליח להזרים מעט נפט דרך ההימלאיה, היא לא תוכל לייצא את הסחורות שלה. ללא היכולת למכור לעולם, המפעל הסיני עוצר מלכת. ברמה הגלובלית ובמציאות שבה נתיבי הסחר הופכים לכלי נשק, השאלה היא כבר לא האם סין יכולה לעקוף את מלאקה, אלא כמה זמן תוכל הכלכלה העולמית לשרוד את עלויות החנק של המצור הבא.

שוק האשראי הפרטי בארה"ב עומד במבחן

התפתחותו של שוק האשראי הפרטי (Private Credit) בעשור האחרון מסמנת את אחת התמורות המשמעותיות ביותר במבנה ההון העולמי מאז המשבר הפיננסי של 2008. השוק, שצמח מנישה צדדית לכדי תעשייה המנהלת נכסים בשווי של כ-2 טריליון דולר נכון לשנת 2026, פועל כיום כחלופה מרכזית למערכת הבנקאות המסורתית. הצמיחה המהירה הונעה על ידי שילוב של רגולציה בנקאית מחמירה, שחייבה את המוסדות המסורתיים להחזיק ברית הון גדולה יותר, לבין התיאבון הגובר של משקיעים מוסדיים לתשואות גבוהות בסביבת ריבית משתנה. עם זאת, בפתחה של שנת 2026, השוק ניצב בפני מבחן משמעותי המשלב לחצי נזילות, שינויים טכנולוגיים משבשים ועלייה בשיעורי הכשל התדרימי של לווים.



השילוב בין PE לביטוח

הצלחתו של מגזר האשראי הפרטי מושתתת במידה רבה על המודל העסקי המחבר בין יכולות המקור של קרנות ה Private Equity לבין בסיס ההון הקבוע של חברות הביטוח. **חברות ביטוח, ובמיוחד כאלו העוסקות בביטוחי חיים זקוקות לנכסים בעלי מח"מ ארוך המניבים תשואות גבוהות יותר מאג"ח ציבוריות רגילות. האשראי הפרטי מתאים בדיוק לצורך זה. מבנה המודל ופעולתו:**

- **גיוס התחייבויות ארוכות טווח:** חברות הביטוח מגייסות הון דרך פוליסות ארוכות טווח ומוצרי קצבה.
- **השקעה באשראי אלטרנטיבי:** ההון מושקע בקרנות אשראי פרטי המנוהלות על ידי חברת הפרייבט אקוויטי (קרנות הון סיכון) השולטת או מזוהה עם המבטח.
- **יצירת זרם הכנסות כפול:** מנהל הפרייבט אקוויטי נהנה מדמי ניהול יציבים וצמיחה בנכסים המנוהלים, בעוד חברת הביטוח נהנית ממרווח (Spread) גבוה יותר על תיק הנוסטרן שלה.

נתאר בפירוט את תרשים הזרימה של המודל :

1. קרנות פרייבט אקוויטי ואשראי פרטי (Private Equity & Private Credit Funds) - מנהלי הנכסים שנמצאים בראש השרשרת ומחפשים הון קבוע.
 2. רכישה או שותפות עם חברות ביטוח (Acquire or Partner with Insurers): - מנהלי הקרנות רוכשים חברות ביטוח או חוברים אליהן כדי להשיג גישה למאגרי המזומנים שלהן.
 3. חברות ביטוח (Insurance Companies): המוסדות המחזיקים בהון המבוטחים.
 4. השקעה באשראי פרטי ובנכסים אלטרנטיביים (Invest in Private Credit & Alternatives) - חברת הביטוח משקיעה את כספי הנוסטרן והפרמיות שלה בחזרה במוצרי האשראי וההלוואות שמייצר מנהל הקרן (השותף/הבעלים).
 5. קבלת התחייבויות לטווח ארוך - חברת הביטוח מקבלת כספים לטווח ארוך מהציבור (כגון פנסיות, ארנונה הפוכה ופוליסות חיים), המהווים את המקור הכספי להמשך ההשקעות בגלגל.
- הסיכון במודל נעוץ בעובדה שהוא יוצר תלות הדוקה: מנהל הקרן (PE) מקבל הון יציב ודמי ניהול, בעוד חברת הביטוח מקבלת תשואות גבוהות יותר אך **חשיפה לנכסים מורכבים ופחות נדילים.**

בטבלה: נתוני אחזקות של חברות ביטוח בבעלות קרנות פרייבט אקוויטי לאשראי פרטי

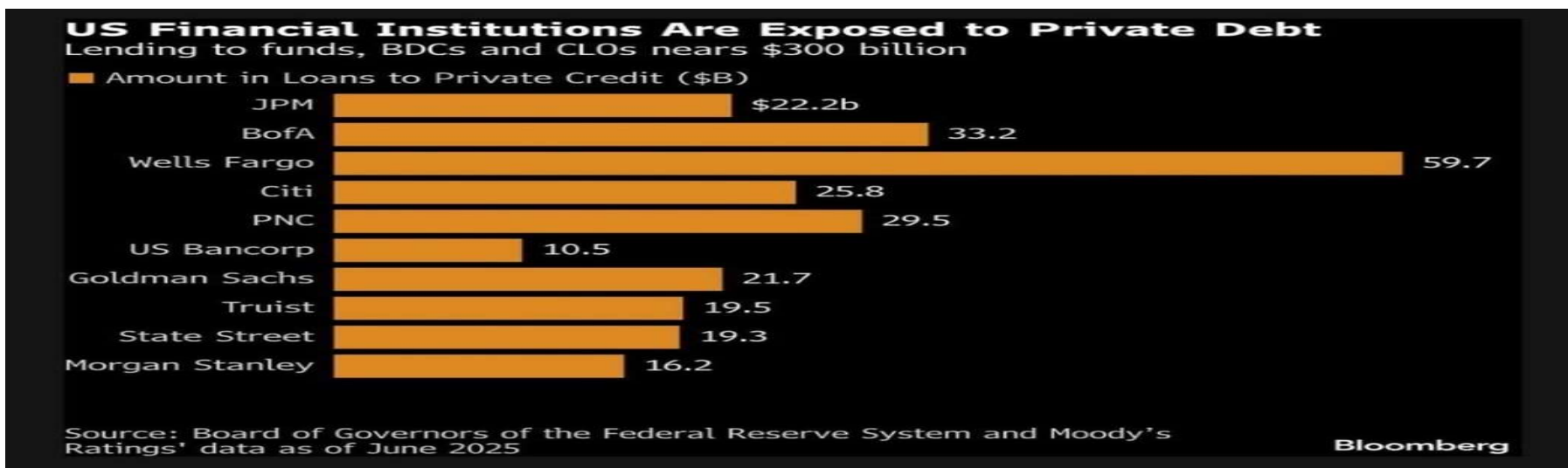
משמעות הנתון	נתון (סוף 2024)	נתון (יוני 2025)	
גידול מתמיד	137	139	מספר חברות ביטוח בבעלות פרייבט אקוויטי
עלייה של 16% בהיקף הנכסים המנוהלים	\$704.3	-	סך נכסי השקעה (במיליארדי דולרים)
חדירה משמעותית למיינסטרים הפיננסי	7.8%	-	נתח שוק מכלל תעשיית הביטוח בארה"ב
עלייה בחשיפה לאשראי פרטי ומובטח	20%	-	שיעור חשיפה למשכנתאות ואשראי מובטח



הקשר בין קרנות האשראי הפרטי וחברות הביטוח מתגלגל גם לפתחי הבנקים המממנים .

בעוד ששוק האשראי הפרטי צמח כחלופה לבנקים, הקשר ביניהם נותר הדוק דרך קווי אשראי שהבנקים מעניקים לקרנות האשראי. אולם החודש JPMorgan נקט בצעד דרמטי של הפחתת שווי ההלוואות של חברות התוכנה המוחזקות אצלו כבטוחות. הפעולה, שנבעה מזהירות מוקדמת, צמצמה את יכולת המינוף של קרנות האשראי הפרטי. הבנק בחר להיות שמרני במיוחד מתוך החשש שהפרעות הבינה המלאכותית יעלו את הסיכון המחדל של הלווים. צעד זה של הבנק הביא לפניקה בקרב המשקיעים ולבקשות של משיכת השקעותיהם ..

בגרף, 300 מיליארד דולר של אשראי שניתן ע"י הבנקים המובילים בארה"ב לקרנות פרייבט אקוויטי העוסקות במתן אשראי פרטי



הבינה המלאכותית כאיום אשראי: שיבוש במגזר התוכנה

בינה מלאכותית אינה רק מנוע צמיחה, אלא גורם סיכון ממשי לתיקי חוב. מגזר התוכנה (SaaS) שנחשב בעבר לחסין בשל הכנסות חוזרות, נתפס כעת כפגיע לשיבושים של כלי AI מתקדמים המסוגלים להפוך פתרונות תוכנה קיימים למיותרים או לשחוק את מחיריהם.



בטבלה ביצועי חוב במגזר התוכנה והטכנולוגיה (תחילת 2026)

סוג נכס	סיבת הירידה	ביצועים (ינואר-מרץ 2026)
חוב תוכנה	חשש מפני החלפת חברות SaaS על ידי AI	התשואה הגרועה ביותר מבין כל המגזרים
הלוואות תוכנה בשוק המשני	חשש מירידה ברווחיות ובכושר החזר החוב	נסחרות מתחת ל-80 סנט לדולר
שווי שוק מגזר הטכנולוגיה	חוסר אמון במודל העסקי ארוך הטווח של חברות ותיקות	מחיקה של מעל \$800 מיליארד

משבר הנזילות וגלי הפדיונות בקרנות האשראי

השילוב של סנטימנט שלילי וחששות מאיכות הנכסים הוביל לגל פדיונות בקרנות האשראי הפרטי הפתוחות (Evergreen Funds) וקרנות ענק מצאו את עצמן ב"מלכוד נזילות" בשל חוסר התאמה בין נזילות הנכסים (הלוואות לטווח ארוך) לבין דרישות הנזילות של המשקיעים.

ניתוח בקשות פדיון בקרנות מובילות (Q1 2026 - Q4 2025)

שם הקרן	שיעור בקשות פדיון	היקף נכסים (AUM)	תגובת ההנהלה
Blackstone BCRED	7.9%	\$82 Billion	הזרמת \$400 מיליון הון עצמי ועמידה ב-100% מהפדיונות
BlackRock HPS	9.3%	\$26 Billion	הגבלת פדיונות ל-5%
Blue Owl OTIC	17%	\$4 Billion	אישור פדיונות חריג וצמצום פעילות בהמשך
Morgan Stanley PIF	11%	\$1.5 Billion+	הגבלת פדיונות ל-5% למניעת מכירת נכסים בלחץ

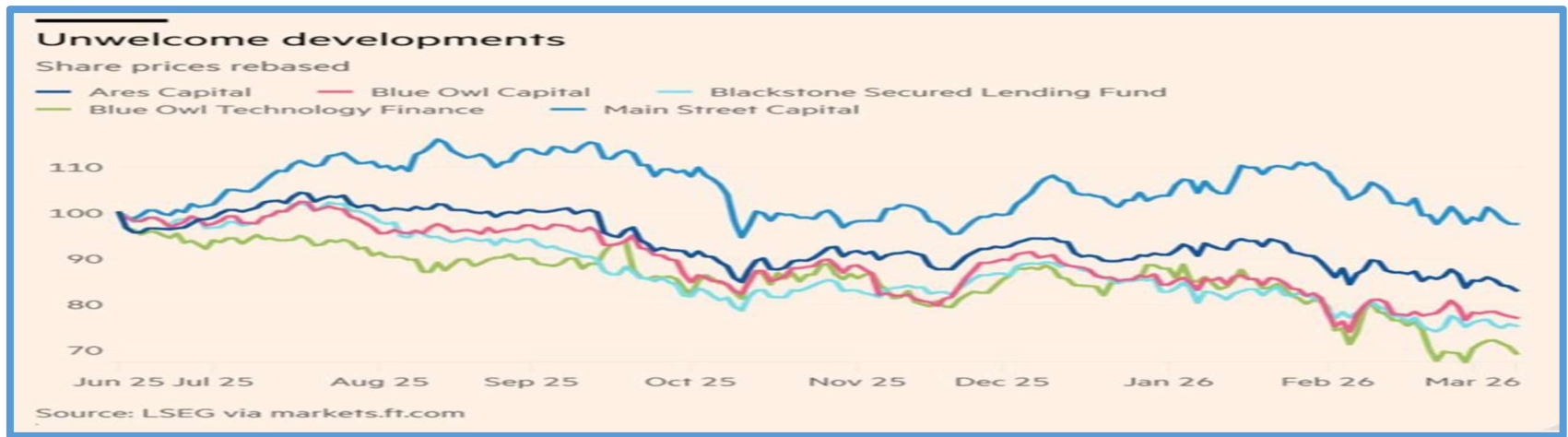
כדי להסוות קשיי נזילות של לווים, חלה עלייה בשימוש במנגנון המאפשר לחברות לדחות תשלומי ריבית במזומן ולהוסיפם לקרן החוב. שיעור ההכנסות ממנגנון זה הגיע לממוצע של 8.8% בסוף 2025, רמה המעידה על מצוקה תזרימית גוברת.

בגרף ביצועי שוק: הירידות במניות חברות העוסקות באשראי פרטי

למרות הסנטימנט החיובי בשוקי המניות הרי שמניותיהן של חברות ניהול הנכסים והלוואות האשראי הפרטי רשמו ירידות חדות וניתן לראות מגמה ברורה של ירידה במחירי המניות בין יוני 2025 למרץ 2026:



- **Blue Owl Capital** - הציגו את הירידה החדה ביותר, כשהן נסחרות באזור ה - 70% מערכן בתחילת התקופה.
- **Ares Capital | Blackstone Secured Lending Fund** - הציגו שחיקה מתמדת, כשהן יורדות אל מתחת לרף ה-90 נקודות.
- **Main Street Capital** נותרה העמידה ביותר יחסית, אך גם היא חוותה תנודתיות גבוהה וסגרה את התקופה בירידה.



חשיפת המוסדיים בישראל: רגולציה ואסטרטגיה

המשקיעים המוסדיים בישראל – הפניקס, הראל, מגדל ומנורה – הגדילו משמעותית את חשיפתם לאשראי פרטי בארה"ב כחלק מחיפוש אחר תשואה ופיזור סיכונים. בספטמבר 2025 השיקה רשות ניירות ערך את ISA Codex" - רפורמה שנועדה להסדיר את הפצת השקעות החלופיות ולשפר את השקיפות.

נתוני מוסדיים נבחרים בישראל (נכון למחצית 2025)

חברה מוסדית	נכסים מנהלים (AUM)	אסטרטגיה ודגשים
הפניקס	485 מיליארד ש"ח	חשיפה מוגברת ל US Private Equity - להורדת ריכוזיות מקומית
הראל	571 מיליארד ש"ח	הקמת קרנות PE פנימיות ושיתופי פעולה עם בנקים זרים
מגדל	משמעותי	הקמת "Fund of Funds" להשקעה בחוב Evergreen גלובלי
אלטשולר שחם	משמעותי	השקעות אסטרטגיות בחברות טכנולוגיה וקמעונאות לפני הנפקה



בשורה התחתונה -

משבר האשראי הפרטי של 2026 אינו מסמן את סוף האפיק, אלא את התבגרותו הכואבת. הלקחים המרכזיים כוללים:

1. החמרת הרגולציה - הרגולציה תדרוש שקיפות גבוהה יותר בדירוגי אשראי פרטיים ודיווח מהיר על שינויים בתיק ההלוואות.
2. הון ימשיך לזרום לתשתיות יציבות ומרכזי נתונים, בעוד שחברות טכנולוגיה ממונפות יתקשו לגייס חוב חדש.
3. **ניהול נזילות** - מנהלי הקרנות יצטרכו למצוא פתרונות יצירתיים לחוסר ההתאמה בין נזילות הנכסים לדרישות המשקיעים, תוך חיזוק בסיס ההון הקבוע.

שאלות / תגובות – כרגיל בשמחה

רמי וציון

1/5/26

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 לבירור 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.