



סקירה מאקרו-כלכלית 31/5/2026 : היפרדות הכלכלה הפיננסית מהכלכלה הריאלית ומלכודת החוב הגלובלית

אין ספק שהמחזור הכלכלי הנוכחי מאופיין באנומליה מבנית חריפה המייצגת היפרדות (Decoupling) הולכת ומתרחבת בין השווקים הפיננסיים הגואים לבין הכלכלה הריאלית החווה חנק אשראי, אינפלציה דביקה ושחיקה מתמשכת בכוח הקנייה של משקי הבית .

סקירה זו מנתחת את שורשי התופעה, בוחנת את הוויכוח המקצועי סביב תמחור שוקי המניות (בועה פיננסית מול "כלכלה חדשה" מונעת טכנולוגיה), ומתמקדת באיום המאקרו-כלכלי המרכזי של העשור הנוכחי - פצצת הזמן של החוב הריבוני הגלובלי ועליית תשואות אגרות החוב.

ההיפרדות בין השווקים הפיננסיים לכלכלה הריאלית ידועה בכינויה המקצועי "ככלכלת K", כאשר הזרוע העליונה של ה K-מייצגת את מדדי המניות המובילים, שוקי האשראי התאגידי וחברות הטכנולוגיה הגדולות, הנהנות מגישה ישירה להון ומנזילות גבוהה.

מנגד, הזרוע התחתונה מייצגת את הכלכלה הריאלית – משקי הבית, העסקים הקטנים והבינוניים, והאזרח הממוצע שאינו שותף לחגיגת התוצר הלאומי.

הגורם המרכזי לתופעה זו נעוץ במדיניות המוניטרית והפיסקלית ארוכת הטווח. השווקים הפיננסיים עדיין מגיבים, במידה רבה, לנתונים מוניטריים של הרחבות כמותיות היסטוריות (Quantitative Easing) ושל עודפי נזילות אדירים שמחפשים אפיקי השקעה מניבי תשואה. כסף זה, במקום לזרום באופן שווה לכל שדרות הכלכלה, מתרכז בנכסים פיננסיים ומנפח את שוויים. מנגד, הכלכלה הריאלית סופגת את "הצד השלילי" של הזרמות אלו דוגמת אינפלציה דביקה, התייקרויות מחירים רוחביות וחנק אשראי כתוצאה מסביבת ריבית שנתרה ברמות גבוהות כדי לרסן את אותה אינפלציה.

חנק משקי הבית ושחיקת השכר הריאלי

בזמן שחברות הענק מדווחות על רווחי שיא, בעיקר הודות לחדשנות והתייעלות טכנולוגית, משקי הבית חווים פגיעה מתמשכת בהכנסה הפנויה. יוקר המחיה, מחירי הדיור, עלויות המימון (משכנתאות ואשראי צרכני) והתייקרות המוצרים הבסיסיים יצרו נטל כבד מאוד.

השכר הנומינלי אמנם עלה בחלק מהמגזרים, אך במונחים ריאליים (בניכוי מדד המחירים לצרכן ועלויות הדיור המאמירות), כוח הקנייה של הצרכן הממוצע נשחק בצורה משמעותית. תופעה זו מייצרת אשליה של צמיחה נומינלית בנתוני המאקרו, אך בפועל מדובר בצמיחה שאינה מחלחלת מטה.

האינדיקטור המובהק ביותר המאשש היפרדות זו הוא הנתון הנגזר מתוך **סקר ציפיות הצרכנים**. בעוד שמדדי המניות המרכזיים בעולם נסחרים קרוב לרמות שיא כל הזמנים, מדדי סנטימנט הצרכנים בארה"ב נמצאים בשפל עמוק, המאפיין תקופות של מיתון.



פרדוקס זה, שבו השווקים אופטימיים והצרכנים פסימיים, מוסבר בכך שהצרכן חווה את המיקרו-כלכלה יום-יום דרך חשבון הבנק, הריבית על האוברדרפט ומחיר העגלה בסופרמרקט. השווקים, לעומת זאת, מתמחרים ציפיות עתידיות של תזרים מזומנים תאגידי. הנתונים מראים כי הפער בין מדד אמון הצרכנים לבין ביצועי השווקים הפיננסיים הגיע לסטיית תקן חריגה מבחינה היסטורית.

פער מבני זה מעלה את ההסתברות להאטה חריפה או למיתון ריאלי ברבעונים הקרובים, שכן כלכלות מבוססות צריכה פרטית אינן יכולות להחזיק מעמד לאורך זמן כאשר המנועים המרכזיים שלהן, הצרכן ומשקי הבית, נמצאים בחנק פיננסי ובחוסר אמון לגבי העתיד הכלכלי.

בגרפים: בימין, ביטוי מדויק "לכלכלת K" שוק המניות בשיא אל מול סקר סנטימנט הצרכנים המציג את הנתון הנמוך ביותר מאז החלה המדידה בשנת 1952 בשמאל, הגרף מצביע על כך שבאשר מדד סנטימנט הצרכנים בשפל - אנו חווים בסבירות גבוהה האטה/מיתון.



שוקי המניות – בועה פיננסית או מהפכה טכנולוגית?

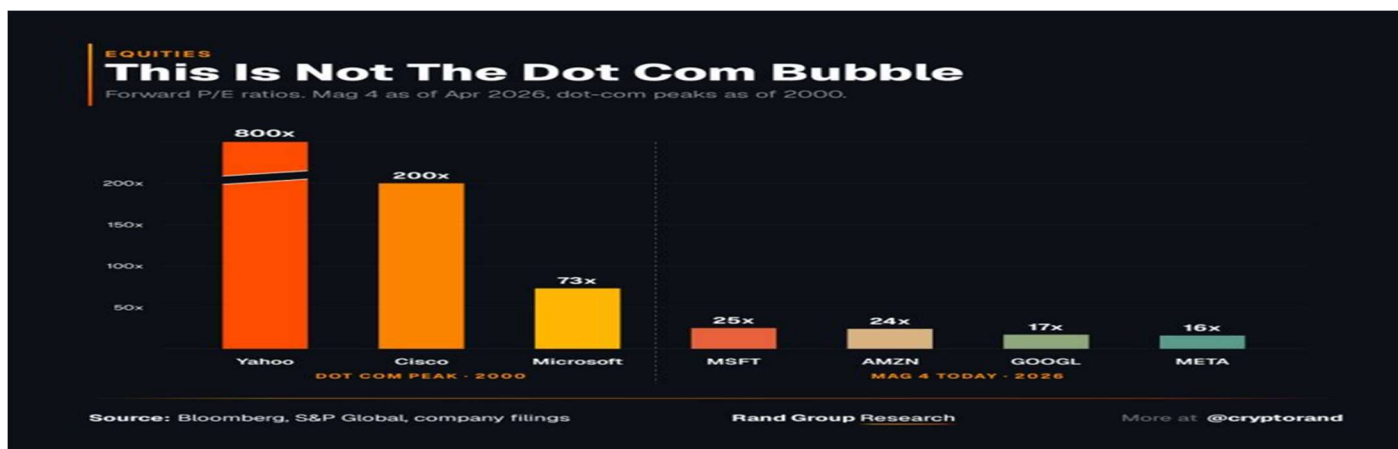
הגאות המתמשכת בשוקי המניות, ובמיוחד בריכוזיות החריגה של מדד S&P 500 ומדד הנאסד"ק סביב מספר מצומצם של ענקיות טכנולוגיה, מעוררת מחדש את נביאי הזעם של וול סטריט. הטיעונים המרכזיים של האסכולה הפסימית נשענים על מכפילים היסטוריים גבוהים ועל החשש מפני בועה פיננסית הניזונה מטרנד חולף, בדומה לבועת הדוט-קום של שנת 2000 או ערב המשבר של 2008.



לפי גישה זו, הציפיות של המשקיעים לגבי קצבי הצמיחה של חברות הבינה המלאכותית (AI) והטכנולוגיה הן בלתי ריאליות, והתמחור הנוכחי מניח תרחיש של "מחיר השלמות" (Priced for Perfection). במצב זה כל סטייה קלה מקצבי הצמיחה הללו, או לחלופין המשך סביבת ריבית גבוהה, עלולים להוביל לתיקון אלים בשווקים, שישיפיע על כלל נכסי הסיכון. מנגד, אנו נדרשים להציג את האסכולה השנייה, **בה אנו תומכים באופן עקרוני**. אנו סבורים כי **אין מדובר בבועה קלאסית** והמכפילים הנוכחיים על אף שהם גבוהים, רחוקים מאוד מהרמות הקיצוניות של בועת הדוט-קום בשנת 2000. ההבדל המהותי טמון בשלושה גורמים מבניים:

1. **רווחיות ריאלית ותזרימי מזומנים** - בשנת 2000, חברות אינטרנט רבות נסחרו בשווי אסטרונומי ללא כל מודל עסקי או הכנסות, על בסיס "קליקים" בלבד. כיום, ענקיות הטכנולוגיה המובילות הן המכונות המניבות ביותר בהיסטוריה התאגידית, עם תזרימי מזומנים חופשיים בהיקפים של עשרות מיליארדי דולרים ומאזנים חזקים ועתירי מזומנים.
2. **כלכלת הפריזון** - אנו עדים לכלכלה חדשה המונעת משינויים טכנולוגיים אדירים. הבינה המלאכותית, מחשוב הענן והאוטומציה אינם רק סיסמאות. הם מייצרים התייעלות מבנית עמוקה, המאפשרת לחברות לשמור על שולי רווח גבוהים במיוחד גם בסביבה של התייקרות תשומות ושכר ריאלי.
3. **מכפילים הנגזרים מצמיחה** - כאשר בוחנים את מכפילי ה-PEG (מכפיל רווח ביחס לקצב הצמיחה), התמחור של רבות מחברות הטכנולוגיה הגדולות נראה הגיוני בהרבה מכפי שהוא נתפס במבט שטחי של מכפיל רווח פשוט.

בגרף - רמת המכפילים בבועת הדוט.קום בשנת 2002 לעומת המכפילים כיום. מבחינת המכפילים אנו רחוקים מאוד מבועה אך נבחר כי אין זה מונע בהכרח תנודתיות במחירי המניות בשמאל, המכפילים של חברות המובילות דאז אל מול המכפילים הנוכחיים (בצד ימין של הגרף).





שוק האג"ח ופצצת הזמן של החוב העולמי (מוקדי הסיכון המרכזיים)

בעוד ששוקי המניות נהנים מאופטימיות טכנולוגית, שוק אגרות החוב משדר אותות מצוקה חריפים. עליית תשואות אגרות החוב הממשלתיות לטווחים ארוכים (כגון אג"ח ל-10/30 שנים של ממשלת ארה"ב) מהווה את אחד האיומים המרכזיים על היציבות הכלכלית.

תשואות האג"ח הממשלתיות הן ה"ברומטר" של מחיר הכסף בעולם. עלייתן מייצרת השפעה הרסנית על הכלכלה הריאלית במספר ערוצים:

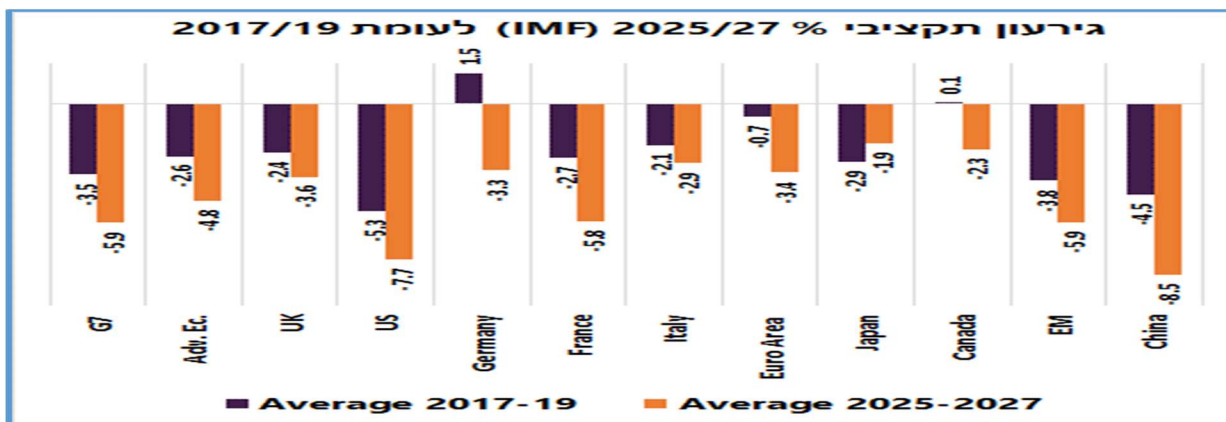
- **התייקרות עלויות המימון התאגידי** - חברות המבקשות למחזר חוב או לגייס הון לצורך השקעות (CapEx) נתקלות בריביות גבוהות משמעותית. הדבר שוחק ישירות את שולי הרווח שלהן ומאלץ אותן לצמצם תוכניות פיתוח והרחבה.
- **אפקט האלטרנטיבה הבטוחה** - כשתשואות האג"ח הממשלתיות (נכס חסר סיכון לכאורה) מגיעות לרמות אטרקטיביות, הן מייצרות תחרות עזה על מקורות ההון. משקיעים מוסדיים מעדיפים לנתב כספים לאפיק הסולידי המניב, על חשבון אשראי לעסקים ריאליים ופרויקטי תשתית.
- **פגיעה בנזילות התפעולית** - חברות ממונפות, שתכננו את המודל העסקי שלהן בסביבת ריבית אפסית, מוצאות את עצמן בפני בעיות מחזור חובן ונאלצות להתמודד עם תנאים פיננסיים חונקים, מה שמעלה את הסתברות הכשל באשראי (Default Risk).

כאמור, בעיית החוב בעולם הגיעה לרמות חסרות תקדים היסטוריות. החוב הציבורי הגלובלי (ממשלתי, תאגידי ופרטי) חצה מזמן את רף ה-300% מהתוצר העולמי. בארה"ב, קצב גידול החוב הלאומי עומד על כטריליון דולר מדי מספר חודשים, ותשלומי הריבית לבדם על החוב הממשלתי האמריקאי עקפו את תקציב הביטחון של המעצמה ועומדים על 1.43 טריליון \$ בשנה! מצב זה מייצר "מלכודת נזילות" ומגביל לחלוטין את מרחב התמרון של הבנקים המרכזיים:

1. **מלכודת הריבית של הפד** - הבנקים המרכזיים רוצים להותיר ריבית גבוהה כדי להילחם באינפלציה הדביקה, אך המשך ריבית גבוהה פירושו הגדלת נטל תשלומי הריבית של הממשלות עצמן לרמות בלתי פוסקות, מה שמחייב הדפסת כסף נוספת וגיוסי חוב נוספים – מעין מעגל אליפסה סגורה המזינה את האינפלציה מחדש.
2. **סיכון חוב ריבוני** - השווקים מתחילים לתמחר פרמיית סיכון מובנית לחובות של מדינות מפותחות. לא מדובר עוד רק במדינות מתפתחות. היציבות הפיסקלית של המערב כולו עומדת למבחן.



בגרף – הגירעון התקציבי בכלכלות מרכזיות כיום ואל מול שנים 2019-2017



האתגר הפיסקלי של מדינת ישראל

ישראל מהווה מקרה בוחן קיצוני למלכוד זה. הכלכלה הישראלית כמו האמריקאית, מתמודדת עם פער חסר תקדים בין נתוני המאקרו (צמיחה נומינלית הנתמכת בהוצאות ממשלתיות) לבין המיקרו הכואב של משקי הבית.

עלויות המלחמה הממושכת, הגידול המבני הקבוע בתקציב הביטחון (תוספת קבועה של עשרות מיליארדי שקלים) והסיכון החוזר של עליית פרמיית הסיכון של ישראל בעולם (הבאה לידי ביטוי בהורדות דירוג האשראי ובהתרחבות המרווחים של אג"ח דולריות של ממשלת ישראל) מייצרים לחץ פיסקלי אדיר. הממשלה נדרשת לגייס היקפי חוב עצומים בסביבת תשואות לא נמוכה. המשמעות היא שחלק הולך וגדל מתקציב המדינה העתידי יופנה לתשלומי ריבית למחזיקי האג"ח, על חשבון מנועי צמיחה, תשתיות, חינוך ובריאות, מה שמגביר את הסיכון להאטה מתמשכת ופוטנציאל לאינפלציה גבוהה עם צמיחה נמוכה (Stagflation) במשק המקומי.

נסכם - האם אנו בפתחה של האטה או מיתון בארה"ב ובכלכלות המפותחות ?

חותם סבורה שהשילוב של חנק משקי הבית, תמחור מניות מתוח המניח אפס טעויות, ופצצת זמן בשוק האג"ח והחוב הריבוני בארה"ב ובמספר מדינות נוספות בכלכלות המפותחות - מוביל למסקנה כי **הכלכלה הריאלית** נמצאת במסלול כמעט ודאי של האטה חריפה, עם סיכון סביר לגלישה למיתון ברבעונים הבאים. במידה ותחזית זו תתממש, **השווקים הפיננסיים** אמנם עשויים להמשיך להפגין חסינות זמנית בזכות זרימת כספים מוניטרית ועוצמת ענקיות הטכנולוגיה, אך השבר המבני מול הכלכלה הריאלית לא יוכל להימשך לטווחי הזמן הארוכים.



בשורה התחתונה - ניהול סיכונים ללא הליכה נגד הטרנד

חותם סבורה שהשווקים מפיגנים עוצמה מבנית הנתמכת בשינויים טכנולוגיים אמתיים, וכל ניסיון "לתזמן את השוק" או לפתוח פוזיציות חסר מתוך הנחת בועה הוא אסטרטגיה מסוכנת. **אנו סבורים שהמנועים הטכנולוגיים הנוכחיים נשענים על רווחיות תאגידית ריאלית ולא על אשליה.** יחד עם זאת, ההיפרדות הכלכלה הפיננסית מהכלכלה הריאלית וחנק משקי הבית שתוארו, מחייבים אותנו לנקוט בעמדה זהירה ואחראית. כאמור, המסקנה אינה לצאת מהשוק, אלא **לנהל את הסיכונים כראוי** ואנו מצרפים מספר הדגשים בנושא :

הדגשים אפשריים לניהול פוזיציות וסיכונים בתנאי אי-ודאות

בהתאם לניתוח המקצועי של חותם, אנו מציגים גישה ריאליסטית, מפוכחת ודפנסיבית:

1. לא נכון לתזמן את קץ העליות בסקטור הטכנולוגיה. הכלכלה החדשה מונעת מטכנולוגיה אמיתית ורווחית.
2. נדרשת השקעה בחברות טכנולוגיה ומדדי טכנולוגיה **במינון הנכון אל מול פרופיל הסיכון של החברה**. בנוסף, פיזור ההשקעה בענף גם במניות של השורה השנייה בתחום שבלעדי השירותים והמוצרים שלהם מהפכת ה-AI לא תוכל להתקיים. הכוונה לחברות המספקות את הציוד, האנרגיה, מרכזי הנתונים והתוכנה שעליהם מסתמכת ה-AI.
3. **מעבר לאסטרטגיית Risk-Off מבוקרת** - הגדלת רכיבי האיכות (Quality) בתיק המניות – חברות בעלות תזרים מזומנים חופשי חזק, מאזנים נטולי חוב (עמידות בפני עליית תשואות האג"ח), וחברות המייצרות מוצרים ושירותים שהצרכן אינו יכול לוותר עליהם בכל מחיר.
4. **ניצול תשואות האג"ח באופן הגנתי** - רמות התשואה הנוכחיות באגרות החוב הממשלתיות הקצרות והבינוניות מייצרות אלטרנטיבת השקעה מצוינת. יש לנצל זאת לבניית עוגנים סולידיים המבטיחים תזרים יציב ללא נטילת סיכונים מופרזים באפיקי המניות.

תגובות – בשמחה (חותם 31/5/26)

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 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 חחני, 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.