



חותם אסטרטגיה | סקירה מאקרו-כלכלית חודשית בנושא הבחירות בישראל ובארה"ב . תאריך: 23/09/2026

לקוחות וקוראים יקרים,

סקירה זו מובאת לאור פניות של רבים מלקוחותיה המוטרדים בלשון ההמעטה מהבחירות הקרבות . הסקירה עושה שימוש בתצפיות של נתוני עבר ושילובם בניתוח המציאות הפוליטית והפיננסית הנוכחית . בנוסף, נבחן את התנהגות השווקים ההיסטורית במערכות בחירות, ננפץ מיתוסים פוליטיים, ונציג מנגנון סדור להתנהלות בסביבה תנודתית ורועשת. בחלקה השני של הסקירה, נתייחס בקצרה לבחירות האמצע בארה"ב ונציג בפניכם נתונים מעניינים .

ככל שאנו מתקרבים למערכת הבחירות ה-26 במדינת ישראל, השיח המודאג בקהילה הפיננסית ובקרב המשקיעים נשמע למרחוק. חששותיהם מובנים. אי-הוודאות הפוליטית מצטרפת למציאות הנוכחית המרובה באתגרים קיומיים בתחום הביטחוני, החברתי והכלכלי . חששות אלו מתעצמים גם לנוכח תחושת הדשדוש בחדשים האחרונים במדדי המניות המובילים בבורסת ת"א שהתממשו בכ-10% משיאן . מדד הבנקים התממש בחדות ועמו סקטור הביטוח, הביטחוניות והמדל"ן . מציאות זו מדאיגה במיוחד לאור עונת הדוחות של הרבעון השני המלמדת שמצבן של מרבית החברות טוב למדי . למרות זאת השוק אינו מצליח "למצוא" סיבות לתיקון חיובי ותגובת המשקיעים לדוחות טובים של חברות מסתכמת בתגובה פושרת . כמובן שאחד ההסברים לסנטימנט השלילי, כרוך בתופעת מימוש הרווחים של המשקיעים לאחר העליות הנאות במדדי המניות מתחילת השנה . אולם גם לאחר הירידות החדות והתמחור הנוח יחסית של חלק מהמניות כיום - אין אופטימיות רבה בשוק ההון המקומי .

ברמה הכללית, אנו סבורים ששוק ההון בוחן כל מערכת בחירות באמצעות שאלה קרדינלית אחת - האם תוצאות הבחירות מפחיתות את חוסר הוודאות הקיים או שהם מבוא לפרק חדש של אי וודאות וחוסר יציבות . כביטוי לכך, בחודשים שלפני בחירות, השוק נכנס למצב של קיפאון בכל הקשור למהלכים משמעותיים. חברות דוחות החלטות על השקעות הון ופיתוח פעילויות, יזמים מעבירים פרויקטים, משקי אב נמנעים מהתחייבויות ארוכות טווח ומנהלי השקעות מעדיפים להגדיל אחזקות במזומן ובנכסים סולידיים קצרים.

תצפיות העבר מצביעות על כך שדחייה זו מייצרת ביקושים כבושים ודשדוש זמני במחירי המניות. ברגע שתוצאות הבחירות מתבהרות והרכב הממשלה נודע **וללא קשר לזהות המפלגות המנצחות** - חוסר הוודאות מתפוגג, המשק מקבל אופק תכנוני, החברות חוזרות לבצע השקעות, והביקושים הכבושים שצברו המשקיעים, משתחררים וגורמים לעליות שערים . האם תהליך כזה ישוחזר גם לאחר הבחירות הקרובות ? ננסה להתייחס בהמשך .



כחלק מניתוח הבחירות הקרובות נעזרנו במחקר של פרופסור יוסי יגיל שתצפת על 18 מערכות בחירות בישראל (1955-2019) והצביע על פער מובהק: **תשואה ריאלית ממוצעת של 1.6%** בלבד בשנה שלפני הבחירות, לעומת **18%** בשנה שלאחריהן. פער זה הוא ביטוי לאי-הוודאות המייצרת את תופעת "דחיית השקעות" והמתפוגגת בחדות ברגע שהתוצאות נודעות.

בהמשך למחקר של פרופסור יגיל, מצאנו לנכון לבדוק בנפרד את מערכות הבחירות שנערכו בין השנים 2019 ל-2022 והפעם בדקנו את ביצועי הבורסה בת"א בתקופות של **3 חודשים לפני הבחירות ושלושה חודשים לאחריהן**. תקופה זו התאפיינה בשני גורמים ייחודיים ויוצאים דופן, ראשית, תדירות חסרת תקדים של חמש מערכות בחירות בפרק זמן קצר, שלא אפשרה לשוק ליהנות מהאפקט המסורתי של "הסרת אי-הוודאות" והותירה את המשק במצב פוליטי בעייתי. שנית, התלכדות של אירועי מאקרו גלובליים דרמטיים ובראשם מגפת הקורונה, הטלטלות בשרשראות האספקה העולמיות ותחילת גל העלאות הריבית אשר האפילו על השפעת הפוליטיקה המקומית.

השוואה היסטורית של תשואות מדד ת"א 125 ב-3 החודשים שקדמו ליום הבחור אל מול 3 החודשים שלאחריו החל משנת 2019 ואילך

מערכת הבחירות	תאריך הבחירות	תשואה 3 חודשים לפני	תשואה 3 חודשים אחרי	מגמה כללית וגורמים משפיעים
הכנסת ה-21	09.04.2019	+4.9%	+2.3%	פתיחת שנה חזקה בבורסה; דשדוש קל לאחר הבחירות בעקבות הפלונטר הפוליטי.
הכנסת ה-22	17.09.2019	+3.4%	+6.3%	עליות יציבות שנמשכו לתוך גל עליות חזק בסוף השנה האזרחית.
הכנסת ה-23	02.03.2020	-7.4%	-2.2%	התקופה שאחרי הבחירות הושפעה באופן קיצוני מפרוץ מגפת הקורונה והסגרים.
הכנסת ה-24	23.03.2021	+3.2%	+6.3%	יציאה ממשבר הקורונה, תחילת מבצע החיסונים והקמת ממשלה יציבה יחסית.
הכנסת ה-25	01.11.2022	-3.3%	-7.1%	ירידות שערים שנבעו מהאינפלציה הגלובלית והעלאות הריבית של בנק ישראל והפד.

מסקנה -

ניתוח חמש מערכות הבחירות שנערכו בישראל בין השנים 2019 ל-2022 מציג היפוך במגמה ההיסטורית של הבורסה בתל אביב. בעוד שלאורך עשורים נרשם זינוק בשנה שלאחר הבחירות, הרי שברצף הנוכחי (כאמור בתצפית של 3 חודשים) הציג מדד ת"א-125 תשואות נמוכות משמעותית מאירועי בחירות בעבר.



חותם סבורה ששחיקה זו נובעת משילוב בין תדירות מערכות בחירות חריגה, שמנעה מהשוק את מגמת העליות הנובעת מהחזרת הוודאות השלטונית, לבין אירועי מאקרו בינלאומיים דרמטיים ובראשם מגפת הקורונה ומחזור העלאות הריבית העולמי. **הנתונים מבהירים כי בתנאים של חוסר יציבות פוליטית מתמשכת, השוק המקומי מאבד את אפקט ההתאוששות המסורתי והופך כפוף כמעט לחלוטין למגמות הכלכליות הגלובליות.**

מסקנות מרכזיות מהטבלה המעודכנת

- **התאדות "אפקט הראלי" ההיסטורי** - ברצף מערכות הבחירות התכופות (2019–2022), תופעת העליות החדות ברבעון שלאחר הבחירות נעלמה לחלוטין.
- **העלמות פרמיית הוודאות עקב תדירות פוליטית** - כאשר המשק עובר 5 מערכות בחירות בתוך כ-3.5 שנים, יום הבחירות מפסיק לייצר "סיום של אי-הודאות". השוק מתמחר חוסר יציבות כרוני, ולכן אינו מעניק את הפיצוי שמאפיין שנות בחירות רגילות.
- **דומיננטיות מוחלטת של המאקרו הגלובלי** - השינויים החדים בתקופה זו הוכתבו על ידי זעזועים בינלאומיים חריגים – פרוץ מגפת הקורונה וההתאוששות ממנה (2020–2021) וגל האינפלציה והעלאות הריבית בעולם (2022) – אשר מיסכו וביטלו את השפעת המחזור הפוליטי המקומי.

ניהול השקעות בתקופת בחירות: הכללים הקלאסיים והסיטואציה השונה כיום

שנות ניסיונו בשוק ההון למדו אותנו כי בתקופות בחירות, שמירה על אופק השקעה ארוך טווח ומבט שכלתני מחייבת היצמדות לשני עקרונות ברורים:

1. נטרול עמדות פוליטיות מתהליך ניתוח הסיכונים וקבלת החלטות השקעה.
 2. הבחנה בין תגובתיות אמוציונלית של משקיעי הריטיל לבין האופק האסטרטגי של הגופים המוסדיים.
- ככלל, הגישה המסורתית בעולם ההשקעות מורה להשאיר עמדות אישיות מחוץ לחדרי המסחר. הימורים אלקטורליים הם מתכון מובהק להפסדים, שכן השווקים נוטים לתמחר אופטימיות עתידית וממוקדים במשתני מאקרו יציבים – תוואי הריבית, נתוני הצמיחה, המגמות הטכנולוגיות והזירה הגיאופוליטית. במילים אחרות, בעוד ציבור המשקיעים הפרטיים נוטה להגיב בחדות לכותרות ולסקרים, הניתוח המוסדי נשען על מבט "ממעוף הרחפן" הממקד את הפוזיציות בטווח הארוך והוא לרוב אופטימי יותר מהערכות המשקיעים הפרטיים.
- עם זאת, מערכת הבחירות הנוכחית מציבה סיטואציה שונה.** התפיסה הרווחת כיום, לא רק בקרב הציבור המקומי אלא בעיקר בעיניהם של המשקיעים הזרים ושותפות הסחר של ישראל בעולם, היא כי מדובר באירוע בעל משקל מבני ודרמטי. כאשר גורמים בינלאומיים תופסים את מערכת הבחירות כאירוע מפתח, הרעש הפוליטי מפסיק להיות רק "סנטימנט חולף" והופך לרכיב פונדמנטלי המשפיע ישירות על פרמיית הסיכון, שער החליפין ומעמד המש



מכאן, אנו מעריכים שהמסחר סביב מערכת הבחירות הנוכחית צפוי להתאפיין בתנודתיות מוגברת ביחס לממוצע ההיסטורי. התפיסה הרווחת בציבור ובקרב המשקיעים בדבר קריטיות ההכרעה תגביר את אי-הודאות בשווקים, ותתורגם לתנודות חדות יותר מאלו שהורגלנו לראות בסבבי בחירות קודמים.

מפת תרחישים: השלכות תוצאות הבחירות בטווח הקצר והארוך

כפי שמוצג באופן שוטף בישיבות ההשקעות והדירקטוריונים, לקוחות "חותם" מכירים מקרוב את ניתוחי הרגישות והעמידות של תיקי ההשקעות שלהם אל מול מגוון תרחישי מאקרו. במסגרת סקירה זו, בחרנו לנתח מספר תרחישים היפותטיים לתוצאות הבחירות והשלכותיהם הפוטנציאליות על הבורסה המקומית. **שני הדגשים מרכזיים שחשוב להבהיר:** הראשון, מדובר בתרחישים תאורטיים בלבד והשני, העובדה הידועה שבטווח הבינוני והארוך, השווקים הפיננסיים מתמחרים את התוואי הפיסקלי ואת המדיניות הכלכלית בפועל, ולא רק את ההרכב הפרסונלי של הקואליציה הנבחרת.

תרחיש תוצאות הבחירות	השפעה בטווח הקצר	השפעה בטווח הארוך	סקטורים לטובה ולרעה
ללא הכרעה: ממשלת מעבר / חזרה לסבבי בחירות	ירידות שערים במניות ובאג"ח עקב זינוק בפרמיית הסיכון (CDS) ובתשואות.	עצירת השקעות ריאליות, ביצועי חסר מול העולם, פיחות השקל, יציאת כספים ומשקיעים זרים.	פגיעה: נדל"ן ובנייה (עלויות מימון וריבית גבוהה), בנקים (גידול בהפרשות להפסדי אשראי), יבואנים וקמעונאות (התייקרות יבוא עקב פיחות השקל). הטבה: חברות יצוא גלובליות (הייטק, ביטחון, כימיקלים) שנהנות משקל חלש וממכירות ב\$.
הממשלה הנוכחית נבחרת שוב (גירעון עולה, העברת כספים לסקטורים שאינם מחוללי צמיחה)	תגובה שלילית בשווקים, פיחות השקל ועליית תשואות (הפסדי הון) באג"ח הממשלתי והקונצרני.	עצירת בהשקעות, עליית תשואות באפיקי החוב, דחיית הפחתות ריבית ע"י בנק ישראל, לחץ על דירוג האשראי ותת-ביצוע מקומי מול שוקי העולם.	פגיעה: נדל"ן למגורים ומסחרי (מינוף גבוה וריבית גבוהה לאורך זמן), יבואנים (שחיקת רווחיות מפחות השקל), חברות בעלות חוב קונצרני ממונף. הטבה: תעשיות ביטחוניות, חברות מזון וצריכה בסיסית (ביקוש קשיח וקשיחות מחירים), יצואנים.
ממשלה של גוש השני (תקציב מרוסן, קיצוצים ומנועי צמיחה)	ראלי חזק במניות, ייסוף השקל, צניחה בפרמיית הסיכון וירידת תשואות באג"ח (ריווחי הון)	חזרת משקיעים זרים, שיפור אקלים ההשקעות, התכנסות האינפלציה והורדות ריבית.	הטבה: נדל"ן ותשתיות (תשואות יורדות וריבית נמוכה), יבואנים וקמעונאות (ייסוף השקל מוזיל יבוא), חברות טכנולוגיה מקומיות. פגיעה: מונופולים מקומיים, יבואנים בלעדיים ורשתות מזון לאור מהלכי תחרות ופירוק ריכוזיות/ שחיקה מסוימת ברווחי יצואנים עקב התחזקות השקל.
ממשלת אחדות רחבה (יציבות פיסקלית ואופק אסטרטגי)	זינוק חד במדדים, ירידת תשואות חדה, ייסוף השקל וכניסת הון זר.	הפניית תקציבים למחוללי צמיחה, הרגעת הזירה הבינלאומית ושקיעים אמון המשקיעים.	הטבה: בנקים ופיננסים (חזרת הון זר וגידול באשראי), נדל"ן, תשתיות ואנרגיה, קמעונאות וצריכה מקומית (עלייה באמון הצרכנים). פגיעה: יצואנים (שחיקת רווחיות עקב ייסוף מהיר בשקל).



הסברים : 1. מנגנון שער החליפין (יבואנים מול יצואנים): פיחות בשקל (דולר עולה) פוגע ביבואנים ובקמעונאים מכיוון שהעלות הנומיןלית של הסחורות עולה והם מתקשים לגלגל את כולה לצרכן. לעומת זאת, פיחות בשקל מיטיב עם יצואנים (הייטק, תעשייה ביטחונית, כימיקלים), שכן ההכנסות שלהם דולריות וההוצאות (שכר, ארנונה) שקליות. 2. רגישות הנדל"ן לתשואות ולגירעון: סקטור הנדל"ן הוא הסקטור הרגיש ביותר לעליית תשואות האג"ח הממשלתי ולעיכוב בהפחתות הריבית של בנק ישראל. גירעון גבוה וממשלה צרה משמעם ריבית גבוהה לאורך זמן – ולכן נדל"ן סופג את הפגיעה הקשה ביותר בתרחיש אלו. 3. השפעת הרגולציה מול המאקרו ברפורמות תחרות: בממשלה המקדמת רפורמות מבניות, הפגיעה במונופולים וביבואנים בלעדיים אינה נובעת מאי-יציבות כלכלית, אלא מרגולציה אקטיבית למלחמה ביוקר המחיה. במקביל, ייוסף השקל בתרחיש זה מוזיל את חומרי הגלם והיבוא עבור יתר חברות המסחר והצריכה.

מעבר להשפעת הבחירות הקרבות, **שוק ההון המקומי מתמרץ כיום** בתוך מארג סיכונים נרחב ומורכב במיוחד. במישור הגיאופוליטי, הימשכות הלוחמה וההסלמה באזור המפרץ ובמלחמת רוסיה/אוקראינה, ממחישה כי העימותים האזוריים רחוקים מסיום, וממשיכה להעיק על פרמיית הסיכון.

במקביל, במישור הטכנולוגי והגלובלי, גוברים הספקות בשווקים לגבי קיומו של מודל עסקי רווחי המצדיק את השקעות העתק בתחום הבינה המלאכותית. אל אלו מתווספת הכבדת הרגולציה בארה"ב ובישראל, המאיימת להטיל חסמים ועיכובים על בניית חוות השרתים והתשתיות הנדרשות. מכלול משולב זה של סיכונים מאקרו-כלכליים, גיאופוליטיים וטכנולוגיים מעצים את אי-הודאות בשוק ומחייב זהירות רבה בניהול הפוזיציות.

פעילות מנהלי ההשקעות: ניהול סיכונים זהיר והתאמת הפוזיציות בתיקים

דרך מעניינת לבחון את המציאות הכלכלית הנוכחית ודרכה ללמוד על סנטימנט מנהלי ההשקעות היא להתבונן בתנועות ובשינויי הפוזיציות בפועל בתיקי לקוחותינו. בבחינת פעילות זו, לא בוצעו שינויים דרמטיים בפוזיציות הליבה, אך ניכרת מגמה מבוקרת של הפחתת סיכון.

מגמה זו באה לידי ביטוי בהחזקה מנייתית הנמוכה במעט מהרף המרבי המותר, תוך צמצום החשיפה הסקטוריאלית לנדל"ן למגורים ולחברות אשראי חוץ-בנקאי, לצד הסטה קלה לטובת מניות בשווקי חו"ל. באפיק החוב, האסטרטגיה מתמקדת בהחזקת איגרות חוב ממשלתיות וקונצרניות בדירוגים גבוהים, תוך שמירה על מח"מ בינוני בנוסף להגדלת הרכיב הנזיל באמצעות אחזקה מוגברת בקרנות כספיות.

איך נכון לפעול כעת? חמישה הדגשים היכולים לסייע למשקיעים להיות מוכנים לשינויים ולמזער נזקים פוטנציאליים

1. **התאמת תיק ההשקעות לרמת סיכון נמוכה** - חשיפה למניות (20% - 25%) בשילוב אגרות חוב ממשלתיות וקונצרניות בדירוג גבוה.
2. **גיוון השקעות**: לגוון את תיק ההשקעות כדי למזער סיכונים הנובעים מתנודות בשוק.
3. **הערכת סיכונים**: לבצע הערכת סיכונים מעמיקה לפני קבלת החלטות השקעה.
4. **תשומת לב למדיניות כלכלית**: להקפיד לעקוב אחרי מדיניות הממשלה המתהווה והשפעתה על שוק ההון.

בשורה התחתונה -

מערכת הבחירות בשנת 2026 מציבה אתגר מורכב, אך גם הזדמנויות יוצאות דופן עבור תאגידים ומשקיעים כשירים הפועלים בשיקול דעת ובמשמעת. הנתונים ההיסטוריים מלמדים בבירור כי אי-הוודאות הפוליטית היא זמנית, בעוד היסודות הכלכליים של החברות המובילות בישראל כותרו איתנים.

הזירה הפוליטית בארה"ב: קיטוב, מאבקי כוח ורוחות חדשות בווישינגטון

מערכת בחירות האמצע בארה"ב אינה עוד אירוע אלקטורלי שגרתי, אלא זירה שבה משתקף הקיטוב העמוק בחברה ובמערכת הפוליטית האמריקאית. המאבק בין המחנה הדמוקרטי לרפובליקני מונע כיום מרוחות חדשות ומאג'נדות מנוגדות בתכלית בנושאי מיסוי, רגולציה, מדיניות סחר, חוב לאומי והשקעות בתשתיות ובאנרגיה. סביבה זו מייצרת רמת דריכות גבוהה בשווקים הפיננסיים, המנסים לתמחר את ההשלכות המבניות של יחסי הכוחות המשתנים בווישינגטון על הסביבה העסקית.



אפקט ה"ברווז הצולע" והמבוכ הפוליטי: מה שווקי ההון באמת אוהבים

אחת התוצאות השכיחות של בחירות האמצע היא אובדן הרוב של מפלגת השלטון באחד מבתי הקונגרס או בשניהם, מצב ההופך את הנשיא המכהן "לברווז צולע" (Lame Duck) " המתקשה להעביר חקיקה או רפורמות משמעותיות. אולם, בעוד שבזירה הפוליטית מצב זה נתפס כשיתוק, שוק ההון נוטה לחבק בחום את הסיטואציה. הפרדוקס מוסבר בכך שהיעדר היכולת להעביר גזירות מיסוי פתאומיות או שינויים רגולטוריים חריפים מעניק למגזר העסקי יציבות, כושר תכנון ארוך טווח וסביבה נוחה לצמיחת רווחי החברות.

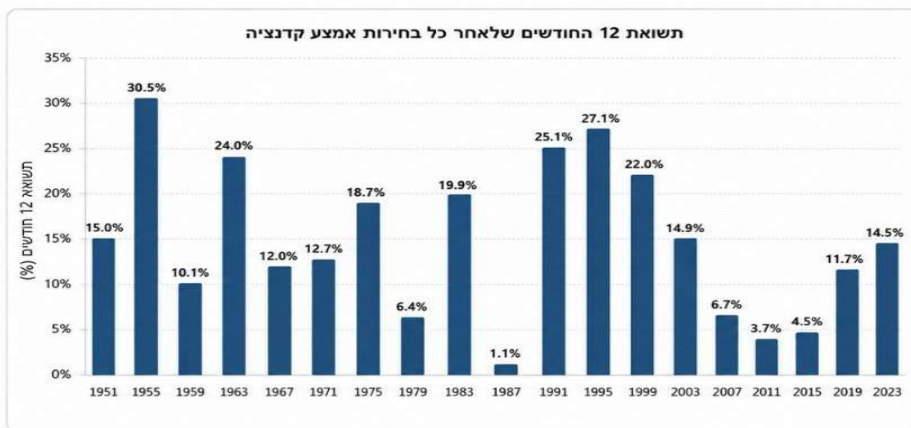
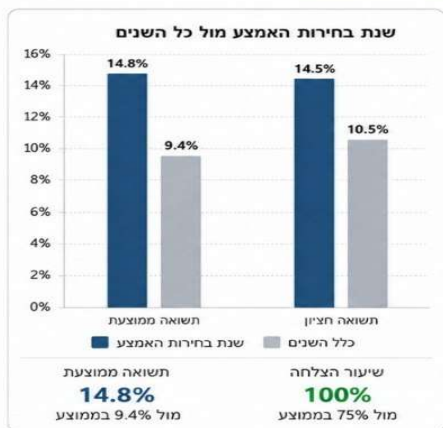
מאי-ודאות לבחירות: ניתוח הנתונים ההיסטוריים של מדד ה- S&P 500

ברגע שמסתיימת מערכת הבחירות ומתבהרת מפת הכוחות בגבעת הקפיטול, אי-הודאות שלפני הבחירות מתפוגגת ומפנה את מקומה לשוק בסנטימנט חיובי מאוד. תצפית על מדד S&P 500 לאורך 19 מחזורי בחירות אמצע קדנציה (1950–2022) מציג נתון יוצא דופן:

- **100% שיעור הצלחה:** בכל 19 מערכות בחירות האמצע שנבחנו, המדד רשם תשואה חיובית ב-12 החודשים שלאחר הבחירות (לעומת הסתברות ממוצעת של 75% בלבד בכלל התקופות בשוק).
 - **תשואה עודפת מובהקת:** התשואה הממוצעת בשנה שלאחר בחירות האמצע עומדת על **14.8%** לעומת תשואה ממוצעת של **9.4%** בלבד בכלל החלונות הזמניים של 12 חודשים לאורך השנים.
- הנתונים מוכיחים כי למרות עוצמת המאבקים הפוליטיים והכותרות בתקשורת, השוק האמריקאי מתגמל בחדות את הסרת העננה הרגולטורית וחזרת הוודאות העסקית הדוחפים לעליות שערים חזקות בשנה שאחרי.

מדד S&P 500 – ביצועים בשנה שלאחר בחירות אמצע קדנציה

19 מחזורי בחירות האמצע (1950–2022) מול כלל התקופות המתגלגלות של 12 חודשים במדד, 1950–2026



מקור: נתוני מדד S&P 500 | Bloomberg, SPX Index | תשואה = 12 חודשים קלנדרים קודמים מיום הבחירות

בשורות טובות,

חותם אסטרטגיה כלכלית ובקרה בע"מ

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 נועדה לשם מסירת מידע בלבד, ובשום אופן אין לראות בה חוות דעת, הצעה, המלצה או ייעוץ/שייווק 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.