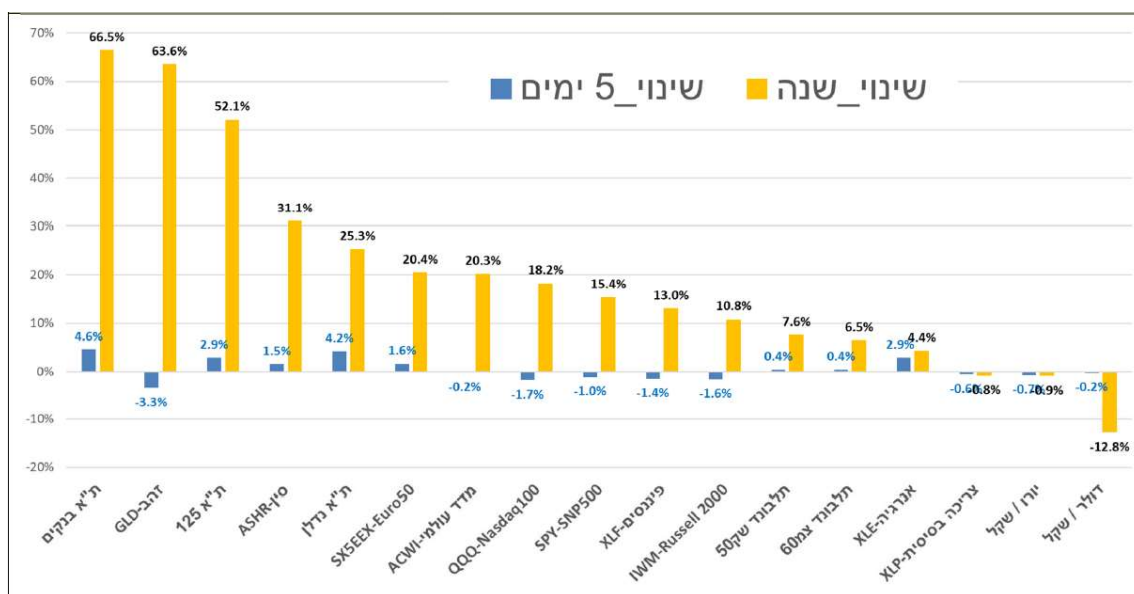


סיכום שנת 2025 ומבט לעבר 2026

סיכום מנהלים

שנת 2025 תיזכר כשנה עמוסה בהתרחשויות כלכליות וגיאופוליטיות שהביאה איתה תנודתיות רבה בשוק המניות בארה"ב במחצית הראשונה של 2025 עם נשיא לא צפוי וחשש מהשפעות מלחמת הסחר. במחצית השנייה, הדאגות פינו מקום לעליות כשברקע הורדות ריבית והשקעות רחבות חסרות תקדים ב AI דוחפים את מדדי המניות בעולם לשיאים חדשים. בישראל, המלחמה בעזה הסתיימה באוקטובר ושוק ההון הציג את אחת השנים הטובות שלו כשהוא נשנען על אופטימיות לגבי המצב הביטחוני שיבוא לידי ביטוי בכלכלה. במקביל, השקל זינק לשיא של 4 שנים מול הדולר.



בניתוח של מדדי המניות בעולם, האג"ח, המטבעות והסחורות ניתן לציין **שלוש מגמות בולטות** בשנה החולפת:

שנת המתכות:

2025 תיזכר כשנת המתכות. דומה שהמציאות הנוכחית מהווה את הבסיס הפורה ביותר למתכת הצהובה כשמתרחשות גיאופוליטיות, אינפלציה יורדת שגוררת איתה הפחתות ריבית בכל העולם וחשש הולך וגדל מתיקון במחיר המניות אחרי רצף עליות של למעלה משלוש שנים בשווקי חו"ל. הזניקו את מחיר הזהב. בשנה

החולפת מחירי הזהב עלו בשיעור של 65%, מחיר הכסף זינק בשיעור של 129% (ולראשונה זה 50 שנה מחיר אונקייית כסף גבוה ממחיר חבית נפט) ואליהם הצטרפו עליות דו ותלת ספרתיות במחירי האבץ, נחושת, פלדיום ועוד. השנה החדשה נפתחת כשתקציבי הבטחון בעולם ממשיכים לשבור שיאים. רק במהלך סוף השבוע האחרון דרש הנשיא טראמפ להגדיל את תקציב הביטחון של ארה"ב ל 1.5 טריליון דולר עד 2027 (תקציב שעומד כיום על 901 מיליארד דולר) בכדי לשמור ולהעמיק את היתרון הצבאי של ארה"ב. בדמה שעל רקע מוקדי המתיחות הצבאית בעולם, סביבת התמחור בשווקי המניות וצפי להמשך הפחתות ריבית, מחיר הזהב ימשיך להנות מתמיכה וקונצנזוס רחב מצד מרבית גופי ההשקעה ומנהלי ההשקעות בעולם גם ב 2026.

שנת המניות

מדדי הבנצ'מארק בארה"ב עולים בקצב דו ספרתי זה שנה שלישית ברציפות. מדדי הבנצ'מארק הניבו תשואות חיוביות למרות מלחמת המכסים שזעזעה את השווקים. בשנה זו ראינו הורדות ריבית, ירידה אינפלציונית והמשך פריצת תחום הבינה מלאכותית. מדד ה S&P 500 סיים את השנה במחיר 6,845 נקודות המציג עליה שנתית של 16.39%. מדד ה Nasdaq 100 נסק ב 20.17% ו מדד ה Russell 2000 עלה מתחילת השנה 12.38%.

סקטורים ארה"ב הציגו עליות רוחביות מתחילת השנה בהובלת מניות השבבים, קטר ה Al ובהובלת המניות הביטחוניות. מדד PHLX Semiconductor עלה 43.45% מתחילת השנה, מדד Indxx Semiconductor 46.41% Equipment Providers עלה 43.45% מתחילת השנה, ומדד ה Aerospace & Defense עלה 21.20% מתחילת השנה.

השוק האמריקאי מסכם שנה תנועתית מאוד אך מוצלחת ביותר עם עליות רוחביות בכל מדדי הדגל וברוב המוחלט של הסקטורים השונים כאשר הטכנולוגיה מעל כולם. מגמה בולטת נוספת השנה הייתה שבירת ההגמוניה של השוק בארה"ב. בניגוד לשנים קודמות מדדי אירופה ומרבית מדדי אסיה הציגו תשואות גבוהות יותר מהמדדים בארה"ב. נקודה נוספת הייתה שבניגוד לשנים עברו הציגו שווקי האג"ח עליות, כשהם נהנים מתמונה כלכלית טובה יותר מהצפי, המשך הצטמצמות מרווחי אשראי (שנמצאים בשיא שלילי של כל הזמנים!) וצפיות להמשך הורדות ריבית בעיקר בארה"ב. מדדי הבנצ'מארק באירופה הציגו תשואות מעולות מתחילת השנה. מדד ה Dax 40 עלה 24.30% מתחילת השנה, מדד ה FTSE 100 25.78% מתחילת השנה ומדד ה Stoxx 50 עלה 21.20% מתחילת השנה.

השנה של שוק ההון בישראל:

מדדי המניות בשוק המקומי מסכמים שנת שיא ברמה היסטורית. מדד ת"א 35 עלה מתחילת השנה 51.63%, מדד ת"א 46.56% מתחילת השנה ומדד ת"א 125 עלה 50.96%.

באפיקים הסקטוריאליים הייתה זו ללא ספק השנה של חברות הפיננסים כאשר את ההובלה לקח מדד ת"א ביטוח שעלה מתחילת השנה ב 152% . לאחר מכן נמצא מדד אינדקס שוק ההון ישראל המכיל את בתי ההשקעות של השוק המקומי, המדד עלה השנה 124% ו מדד ת"א פיננסים עלה 91.72% מתחילת השנה ומדד ת"א בנקים עלה מתחילת השנה ב 60.94% על רקע המצב הביטחוני, מדד אינדקס תעשיות ביטחוניות עלה 131.34% מתחילת השנה.

מדדי אג"ח קונצרני וממשלתי מסכמים שנה פנטסטית בה ירדה האינפלציה ובעקבות כך גם הריבית וראינו ירידת תשואות ועליית מחירים רוחבית. האפיקים הארוכים הניבו את התשואות העודפות הן באפיק הקונצרני והן באפיק הממשלתי. מדד תל בונד שקלי 5-15 עלה 9.50% מתחילת השנה. באפיק הממשלתי עלה מדד תל גוב שקלי +5 ב 9.86% השנה.

שוק ההון בישראל מסכם את שנת 2025 בעליות רוחביות חדות מאוד במדדי הדגל, אפיקי המניות ומדדי האג"ח. שנה שבה ראינו תשואות חדות ברמה היסטורית!

בשנת 2023 , המהפכה המשפטית ולאחר מכן מלחמת חרבות ברזל גרמו לפיחות דרמטי בשקל ועד סוף אוק' 23 הדולר האמריקאי התחזק בלא פחות מ- 16% ל - 4.08 ש, שיא של 15 שנה. בהמשך הגיע מהפך מהיר, הדולר נחלש ולאחר סיום המלחמה בעזה, הוא ירד ל- 3.20 ש, שפל של כ- 3 שנים. **מתחילת השנה השקל תוסף בכ- 13%.** ומה הלאה? תחת הערכה שהיציבות הביטחונית תישמר, שער הדולר/שקל יחזור להיות מושפע מהמגמה בשוק המניות האמריקאי.

הכלכלה הגלובאלית

תכנית המכסים של טראמפ

תכנית המכסים שהצגתה לראשונה התקבלה בתדהמה בשווקים וצעדים לבלימת ההגירה, שהקטינו את היצע העובדים, יצרו השפעות מרסנות על הכלכלה ומנגד, ראינו גם השפעות מקלות, כמו הרחבה פסקלית משמעותית, במסגרת "התקציב הגדול והיפה" שהעביר טראמפ, רפורמה במס שאושרה ביולי ותיושם ב- 2026 , לחץ בלתי פוסק להורדות ריבית, שמתחיל להשפיע על המדיניות של הפד וגם דה רגולציה אגרסיבית, הכוללת ריכוך רגולציות פיננסיות שהוקמו אחרי המשבר של 2008 ויצירת סביבה רגולטורית פדרלית ידידותית לענקיות הטכנולוגיה, הסרת רגולציות סביבה ואקלים ועוד. בגדול, טראמפ חתם, עם כניסתו לתפקיד, על צו המורה על כך שבכל פעם שמוסיפים רגולציה חדשה, יש להסיר או לצמצם 10 רגולציות קיימות, ע"מ לצמצם את העומס הרגולטורי על אזרחים ועסקים. כולם חששו מתוכנית המכסים של טראמפ והחודשיים הראשונים שלו בתפקיד לוו במסכים אדומים וירידות חריפות. הצהרותיו הבומבסטיות על מכסים גבוהים מהצפוי, חוללה זעזוע בשווקים. מדדי המניות והאג"ח צללו ורק הודעה דרמטית של הנשיא על הקפאת מכסים ל- 90 יום

ומו"מ אינטנסיבי להשגת הסכמי סחר, הביאה לתיקון מהיר כשמדדי המניות חיוביים ממאי עד נובמבר. בינתיים ארה"ב חתמה על הסכמים מול רוב שותפות הסחר שלה וגולת הכותרת הוא ההסכם הזמני מול סין שנחתם תחילת נובמבר ועתיד לפקוע ב- 10 בנובמבר 2026. ארה"ב הפחיתה במידה ניכרת את המכסים חסרי הפרופורציות שגבתה מסין לכ- 10% תמורת התחייבות של סין לרכוש תוצרת חקלאית מארה"ב והקלה במגבלות על יצוא מינרליים חיוניים ומגנטים מסין. מדובר בחומרי גלם חיוניים לתעשיות הרכב החשמלי, הבריאות והביטחון, כשסין אחראית על כ- 70%-מכריית המחצבים הללו בכדור הארץ.

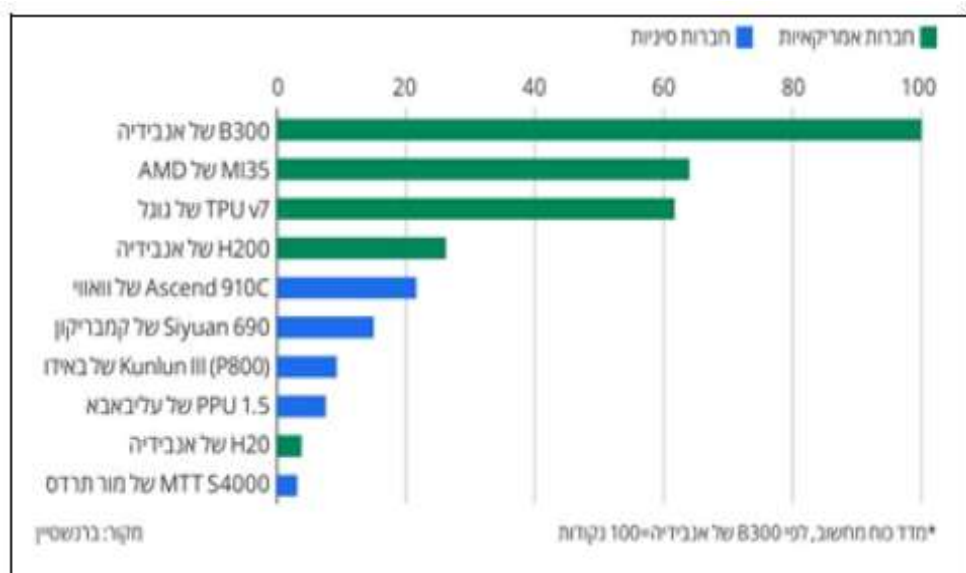
טראמפ מגדיל את החוב ואת הגירעון ולוחץ להוריד את הריבית

ה Big Beautiful Bill - של טראמפ מגדיל את ההוצאה הציבורית ומקצץ את המיסים ושני הכיוונים מובילים להגדלת הגירעון. הערכה של Moody's מדברת על תוספת מצטברת של כ- 4 טריליון \$ לגירעון בעשור הקרוב. מנגד, תוספת ההכנסות המצטברת ממכסים צפויה להקטין את הגירעון בכ- 3 עד 4 טריליון \$, לפי הערכה. כבר עתה, היקף החוב טיפס לשיא היסטורי של 38 טריליון \$, ויחס חוב/תוצר של כ- 124%, הגבוה מהממוצע הרב שנת. תשלומי הריבית השנתיים גבוהים מטריליון \$ ועברו לאחרונה בהיקפם את תקציב הביטחון!.. הבעיה היא שמדובר במעגל קסמים שמזין את עצמו. העברת חוק התקציב גרמה להסטת השקעות מחוץ לארה"ב בשל חשש מהגדלת החוב וזו, כשלעצמה, העלתה את התשואות הארוכות, במיוחד אחרי ש - Moody's הורידה את דירוג האשראי של ארה"ב. הנשיא טראמפ מפעיל מכבש לחצים על הבנק הפדרלי להורדת ריבית, ע"מ לגייס מימון זול יותר, אולם העלאת הסיכון להתפרצות אינפלציונית מחודשת פועלת לעליית התשואות הארוכות.

מהפכת ה AI

בשנת 2025 ראינו פריצות דרך משמעותיות באימוץ AI בכל הענפים. תוכנות כמו ChatGPT של OpenAI ו ג'מיני של- גוגל, הפכו לכלי עזר יומיומי, יישומי בינה מלאכותית מופעלים בשיווק, רפואה, פיננסים, תעשייה ואוטומציה ואף בחקיקה ומשפט. כל זה מלווה בעלייה משמעותית בהשקעות בתשתיות . Data Centers בנוסף, ארה"ב קידמה תכנית לאומית ל"AI -ג'נסיס"), שמתקיימת לאורך השנה, עם דגש על בניית תשתיות, רגולציה חכמה ופיתוח כוח אדם. חברת NVIDIA נותרה הכוח הדומיננטי בפלטפורמות החומרה ל- AI, במיוחד מעבדים גרפיים מתקדמים (GPU) שנחשבים בסיס לאימון והרצה של מודלים מתקדמים. החברה מובילה בתחום מרכזי הנתונים מבוססי AI והיא ספקית חומרה הראשית, מה שמאפשר לה לגזור רווחים נאים ולחזק את כוחה בהסכמים מול ספקי ענן. השנה עברה החברה מארכיטקטורת Hopper (H) לארכיטקטורת B(Blackwell) שהיא טכנולוגיה מתקדמת הרבה יותר, עם ביצועים משופרים, צריכת חשמל יעילה יותר ויכולת תמיכה במודלים עצומים. המוצר המתקדם ביותר שלה הוא הסופר שבב המשולב GB300

(גרייס בלאקוול) המציע ביצועים גבוהים פי 30 מהדור הקודם ומתאים גם ל . Generative AI -למוצרים המתקדמים יש ביקוש עצום מענקיות כמו מיקרוסופט, אמזון וגוגל.



מנכ"ל , NVIDIA ג'נסן הואנג, הזהיר באחרונה שסין עלולה לחלוף על פני ארה"ב בשוק ה AI -באמצעות תמיכה ממשלתית עצומה, רפורמות וסובסידיות גדולות, שנועדו לצמצם את התלות ב . NVIDIA - ארה"ב עדיין מובילה עולמית בתחום כוח המחשוב הכולל (כ- 74% לעומת 14% לסין) , עם זאת, בסין יש שוק מחקר חזק מאוד והיא צמצמה את הפער מול ארה"ב ביצירת פטנטים בתחום הבינה המלאכותית.

החשש מבועה

המגמות ארוכות הטווח מצביעות על המשך צמיחה משמעותית של התחום, אולם בשנה האחרונה דווח על חשש מבועה , AI כאשר השקעות הענק בתחום אינן מיתרגמות תמיד לתשואה הולמת. באוגוסט פורסם מחקר של המכון הטכנולוגי של מסצ'וסטס, שהצביע על כך ש- 95% מהארגונים אינם מקבלים החזר משמעותי מהשקעות הענק ב . AI -סיכון נוסף נעוץ בריכוזיות של ההשקעות בכמה חברות ענק. רגולטורים ומשקיעים מזהירים מפני "עסקאות סיבוביות", שעלולות ליצור בועה, בדומה למה שראינו בתקופת הדוט קום - .מדובר בתופעה שבה חברות הענק משקיעות בחברות אחרות, לעתים סטארטאפים ובהמשך, אותן חברות מחזירות את ההשקעה באופן עקיף (רכישת שירותים, שימוש בענן, קניית שרתים או תשלום לרישוי תוכנה מהחברה שהשקיעה). או אז, ההכנסות נראות גבוהות, אך הן ממומנות מכסף שהחברה עצמה השקיעה וזה יוצר אשליה של צמיחה, כשלמעשה מדובר בהעברת כספים פנימית.

ולמרות כל זאת, השקעות העתק מבטאות גם אמון רב בטווח הארוך בצמיחת הבינה המלאכותית בכל תחומי החיים רפואה, אנרגיה, חינוך, תעשייה ועוד. ה AI - מוטמע בעסקים ומשפיע על שוק העבודה, עם מערכות אוטומציה, שירות לקוחות, רכב אוטונומי ועוד, שמניעים את הכלכלה. זו מהפכה שרק החלה ולא ניתן לחזור לאחור.

ריבית ואינפלציה

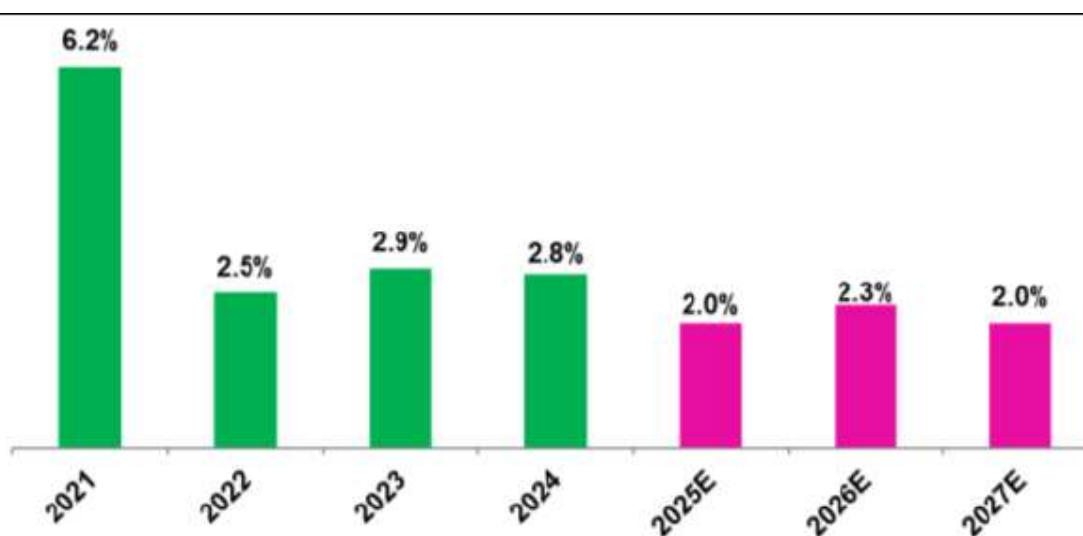
הבנק הפדרלי מחויב לשמור על יציבות מחירים ולהשתמש בכלים העומדים לרשותו לבלימת האינפלציה וחזרה ליעד של 2% בטווח הבינוני, שהגדיר. אולם, במקביל, עליו לשמור על שוק עבודה יציב וחסון, ע"מ לאפשר תעסוקה לכל אזרחי ארה"ב. ריבית גבוהה ממתנת צמיחה ובשל כך עלולה לכווץ את הביקוש לעובדים, כך ששני היעדים עלולים להתנגש והבנק הפדרלי חוזר ומדגיש שהוא ער למתרחש ופועל להשגת שני היעדים באופן המיטבי. עליית האינפלציה בעקבות הקורונה, עצירת הייצור והפגיעה בשרשרת האספקה, יחד עם מלחמת רוסיה ואוקראינה, הובילו למהלך העלאות ריבית אגרסיבי, מריבית אפסית לשיא של 5.50% - 5.25%, שבלם את האינפלציה והיא החלה לרדת לכיוון היעד.

מדיניות המכסים האגרסיבית של טראמפ הציתה מחדש את האינפלציה פגעה בסחר החוץ הגלובלי ובתוך כך האטה במידת מה את הצמיחה. האינפלציה, שהגיעה באפריל, ערב הפעלת תכנית המכסים, לשפל של כ- 2.4%, שבה והתרוממה והיא מסיימת את 2025 קרוב יותר לרף של 3% מאשר ליעד המיוחל. אנחנו רואים "פרמיית מכסים" של קרוב למחצית האחוז, שנובעת מכך שהיבואנים אינם יכולים לשאת בכל נטל המכס ומגלגלים אותו אל הצרכן הסופי.

שוק העבודה ומגמת הצמיחה

הצמיחה התמתנה בשנת 2025 לכ- 2%, ביחס לצמיחה נאה בשנים שקדמו, כתוצאה מהשפעה שלילית של המכסים הגבוהים. בשנת 2026 הצמיחה צפויה להיות גבוהה יותר, בשל הורדות ריבית, דה רגולציה והתמריצים הפיסקליים וגם הפד העלה החודש את תחזית הצמיחה שלו ב- 2026 מ- 1.8% ל- 2.3%.

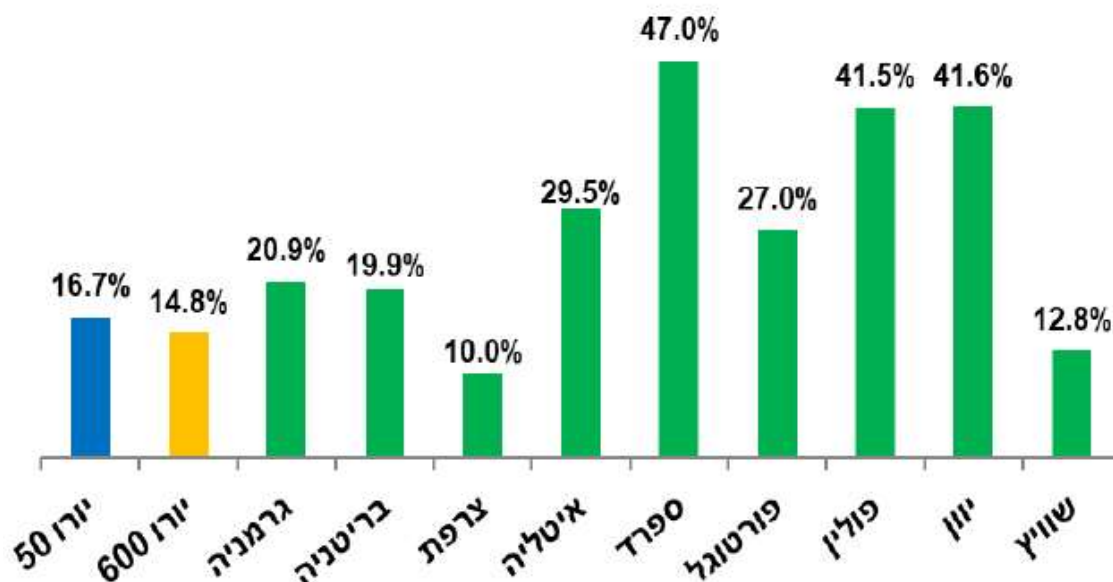
מאידך, התקררות שוק העבודה עשויה להיות גורם מעכב צמיחה בשנת 2026 ואולי אף בשנים הבאות.



שוק העבודה, שהתחמם מאוד בתקופת הקורונה, מתקרר בשנתיים האחרונות. למרות זאת, הבנק הפדרלי דיבר על "שוק עבודה יציב" במחצית הראשונה של 2025, עם קצב צמיחה ממוצע של כ-150 אלף משרות בחודש (אף שמדובר בירידה משמעותית מכ-250 אלף בשנת 2023 וכ-180 אלף ב-2024). הריבית הגבוהה וחשש של מעסיקים מירידה בביקושים עתידיים האטו את הגיוסים, הגבלת ההגירה הורידה את היצע העובדים, במקביל ראינו ירידה של 150 אלף משרות פדרליות ומהפכת הבינה המלאכותית מתחילה לייצר משרות, אף כי השפעתה בשלב זה עדיין מוגבלת. בקיץ קיבלנו מספר דו"חות תעסוקה גרועים במיוחד, חלקם הראו גריעת משרות חודשית. ממוצע המשרות החודשי צנח לרמות נמוכות (סביב 30 אלף), שיעור האבטלה זינק ל-4.6%, שיא של 50 חודשים אחרי שבאפריל 2023 היה בשפל היסטורי של 3.4% בלבד. קצב העלייה השנתי של השכר הממוצע ירד לשפל של 4 שנים וחצי, 3.5% וכל הנתונים הללו, שמהווים פרימה של שוק העבודה ההדוק שראינו לפני שנתיים, הם גורמים אנטי אינפלציוניים.

מספר המשרות הפנויות Job Opening – הינו נתון נוסף שמלמד על מצב התעסוקה בכלכלה הגדולה בעולם. בשנה האחרונה התייצב מספר המשרות הפנויות סביב 7.2 - 7.7 מיליון משרות פנויות, כשלמרות ירידה משמעותית בהיצע העבודה עקב בלימת ההגירה, הוא אינו מטפס, בשל ירידה מקבילה בביקוש לעובדים.

בגרף: ביצועי השווקים העיקריים באירופה



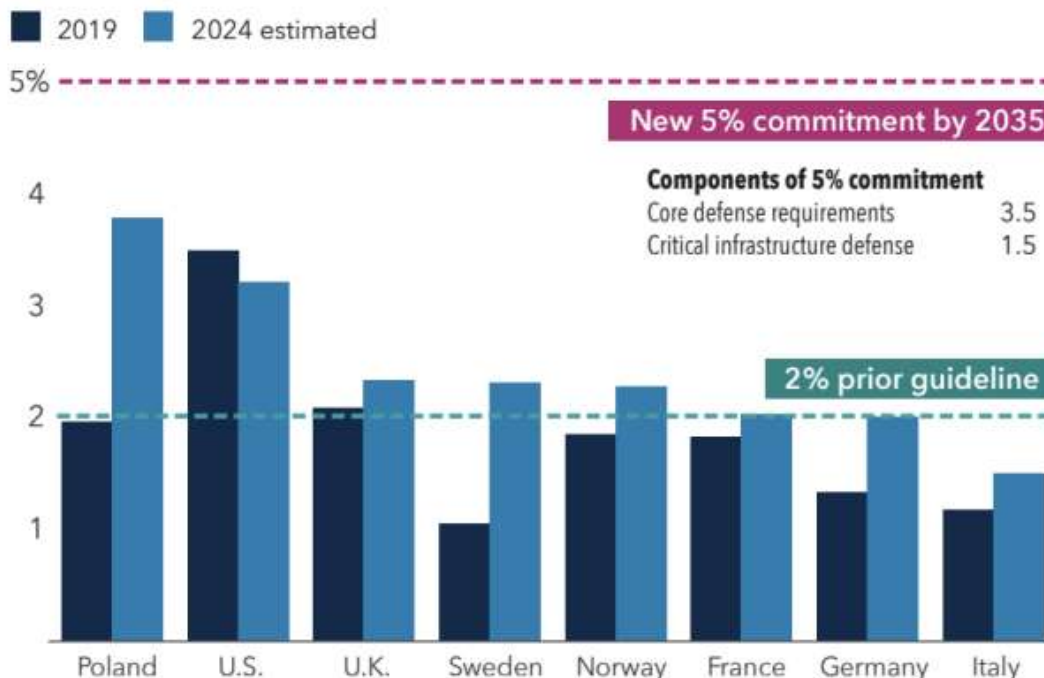
אחרי שנים רבות בהן פיגרו המדדים באירופה אחר מדדי הדגל בארה"ב, שנת 2025 היותה שנת מפנה כשהמדדים המובילים מציגים תשואות גבוהות יותר. 4 מגמות מרכזיות תמכו בכלכלה האירופית הכלל ובשווקי ההון בפרט:

- סביבה מוניטארית מרחיבה: ה ECB פעל נמרצות להוריד את נטל הריבית כשבמהלך 2025 ירדה הריבית בגוש היורו מ 4% ל 2%. נכון לינואר השנה ה ECB נמצא בריבית ניטרלי
- סביבת תמחור אטרקטיבית: שווקי המניות באירופה זולים במונחי מכפיל רווח ונסחרים במכפיל רווח עתידי של 15.5 לעומת מכפיל רווח של 23 למדד ה S&P 500.
- תחזית הצמיחה ל 2026-2027 לגוש היורו מצביעה על התאוששות הדרגתית ומדודה. קרן המטבע העולמית חוזה צמיחה של 1.1% בשנה בקרובה כשהיא מתבססת על התאוששות הצריכה הפרטית, ירידה באינפלציה שצפויה להתכנס לתוך היעד של ה ECB והרחבה פסקאלית. ספרד ממשיכה להוביל את הצמיחה בגוש בקצב של 2.3%, גרמניה, הכלכלה הגדולה חווה התאוששות איטית וצפויה לצמוח בקצב של 1.1%-1.2% בזמן שצרפת ואיטליה מציגות צמיחה מתונה של פחות מ 1%.
- השקעות בתשתיות ובטחון: הכרזתה של גרמניה בראשית השנה שמדינות האיחוד יגדילו את תקציב הביטחון שלהן ליעד של 5% מהתוצר הינה בגדר רעידת אדמה של ממש. מעבר למספרים האבסולוטיים של השקעה בהיקף חסר תקדים של \$1 טריליון על פני עשור בביטחון הנכונות של

גרמניה להגדיל הוצאות וגרעון על חשבון השקעות שיתמכו ויזרזו צמיחה יכולה להוות קריאת השכמה למשקיעים שרוחות חדשות מנשבות ביבשת הישנה.

NATO commitments signal long-term tailwinds

Defense expenditure as a % of GDP across select NATO allies

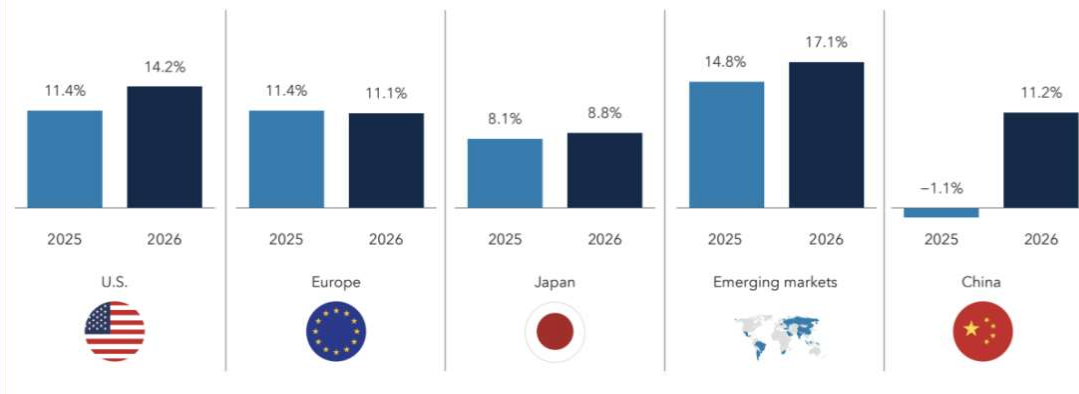


אסיה והמזרח

מדדי אסיה והמזרח סוגרים שנה פנטסטית של עליות רוחביות וחדות בהובלת מדד ה Kospi 200 שנסק 94% מתחילת השנה. מדד MSCI Emerging Markets עלה 33.57% מתחילת השנה, מדד MSCI World עלה 21.09% מתחילת השנה ומדד ה Hangseng עלה 26.36% ב 2025.

הצמיחה באסיה בשנת 26 צפויה להיות המנוע המרכזי של הכלכלה העולמית כשהיא מאופיינת בהאצה והתעצמות בהודו לעומת האטה מבוקרת בסין. הודו הפכה במהלך השנה החולפת לכלכה הרביעית בגודלה בעולם תוך שהיא עוקפת את יפן. צפי הצמיחה בהודו לשנה הקרובה ניצב על 6.6% עד 7.4% בצמיחה זו תמכת בצריכה פרטית חזקה, השקעות ענק בתשתיות והפיכתה לחלופה זולה לייצור בסין. האחרונה מנגד, ממשיכה להיאבק בקיפאון כשהיא מתמודדת עם משבר נדל"ן ממושך. במהלך השנה החולפת הממשל בסין הכריז על סדרה של תמריצים ומהלכים לאישוש הכלכלה ובראשם השקעות מאסיביות ב AI, אנרגיה ירוקה וטכנולוגיית שבבים. צפי הצמיחה בסין בשנה הקרובה ניצב על 4.5%.

Estimated annual earnings growth across select global benchmarks



מבט קדימה ל 2026

אחרי ראלי של 3 שנים, שנת 2026 צפויה להיות מאתגרת יותר: המכסים של טראמפ פגעו השנה בצמיחה והעלו את האינפלציה, בצפוי. שוק העבודה התקרר באופן משמעותי בחודשים האחרונים והוביל ל-3 הורדות ריבית רצופות לקראת סוף השנה. המדיניות המוניטרית של הפד מאתגרת הרבה יותר, כשקיימת התנגשות בין שני יעדיה האינפלציה התרחקה מהיעד (נדרשת העלאת ריבית) ותוספת המשרות הצטמצמה משמעותית (נדרשת הורדת ריבית). יו"ר הפד פאוול מתאר זאת במשפט: "אין נתיב נטול סיכונים לניהול המדיניות המוניטרית". פאוול יסיים את כהונתו במאי והנשיא מגבש בימים אלה רשימה סופית של מועמדים להחליפו. השוק נחלק בין צפי להאצת הפחתות הריבית ע"י היו"ר החדש, שינסה לרצות את הנשיא (ועלול להביא להתפרצות אינפלציונית מחודשת בהמשך), לבין צפי להמשך מדיניות אחראית ושמרנית כל עוד האינפלציה מעל היעד, ואמונה שהיו"ר לא יוכל להשפיע על כל 12 המצביעים על קביעת הריבית.

שוק המניות

המכפילים ברמות שיא אחרי ראלי של 3 שנים. מכפיל הרווח של מדד ה-S&P 500 ניצב על 28 וזה של נאסד"ק 100 על 32.5 - מכפילים גבוהים משמעותית מהמוצע הרב שנתי, הגם שהם אף התמתנו מעט בשנה האחרונה, בעקבות רצף של עונות דו"חות חזקות (בעונה האחרונה ראינו צמיחת רווחים ממוצעת של 13.1%, לעומת צפי האנליסטים בתחילת העונה, לצמיחת רווחים של 8.8% בלבד). זה אומר ששוק המניות בארה"ב "יקר" ואנליסטים צופים שהעליות יתמתנו בהשוואה למה שראינו בשנים האחרונות. ולמרות הכל, יש גם בתי השקעות גדולים ונחשבים, המאמינים שגם בשנה הקרובה נראה עליות נאות בשוק המניות שייתמך ע"י המשך הורדות הריבית, ההרחבה הפיסקלית המשמעותית, כולל הרפורמה במס, הצפי לשיפור בקצב צמיחת התמ"ג ב-2026 והמשך צמיחה נאותה של רווחי החברות.

אחוז מהזמן שהנתון היה נמוך מהנתון הנוכחי בין השנים 2010-2025					
	P/E Forward	P/Book	P/Sales	EV/EBITDA	ממוצע
S&P 500	97%	98%	98%	98%	98%
MSCI EM	97%	98%	98%	98%	98%
MSCI ASIA x JAPAN	97%	98%	98%	98%	98%
DAX	95%	98%	98%	98%	97%
TA-125	95%	100%	100%	94%	97%
NIKKEI 225	94%	98%	98%	93%	96%
STXE 600 (EUR)	81%	98%	96%	95%	93%
FTSE 100	75%	98%	98%	75%	87%
SHANGHAI	92%	61%	95%	98%	86%
HANG SENG	90%	94%	46%	96%	82%

מקור: Bloomberg, מיטב ברוקראד

התחזית לצמיחה של הכלכלה העולמית ב- 2026 של קרן המטבע הבינלאומית עומדת על 3.1% . רק ב- 12 מתוך 36 השנים האחרונות הצמיחה הייתה נמוכה יותר. איפה נמצאים השווקים על רקע תחזיות אלה? מכפילי רווח, מכירות, הון והיחס בין- EV/EBITDA האינדיקטורים העיקריים שמתארים את "יוקר השווקים" כמעט בכל מדדי המניות העיקריים בעולם קרובים לאחוזן 100% , כלומר לשיא של 15 השנים האחרונות, למעט בורסת סין והונג קונג.

ההייפ סביב הבינה המלאכותית נתקל בחודשים האחרונים בחששות שמדובר בהתפתחות בועה . השוק הפך רגיש לנתונים חלשים והעניש במידה רבה יותר מכפי שהריע לנתונים חזקים. הטיעונים בעד ונגד התפתחות בועה הולידו מוטטלת, ששלחה את מדדי הטכנולוגיה לכיוון שאליו הוביל הסנטימנט בשוק. האנליסטים רגישים לפעילות בענן, מנוע הצמיחה של חברות הענק וכן לשולי הרווח, המצביעים על התשואה על השקעות הענק.

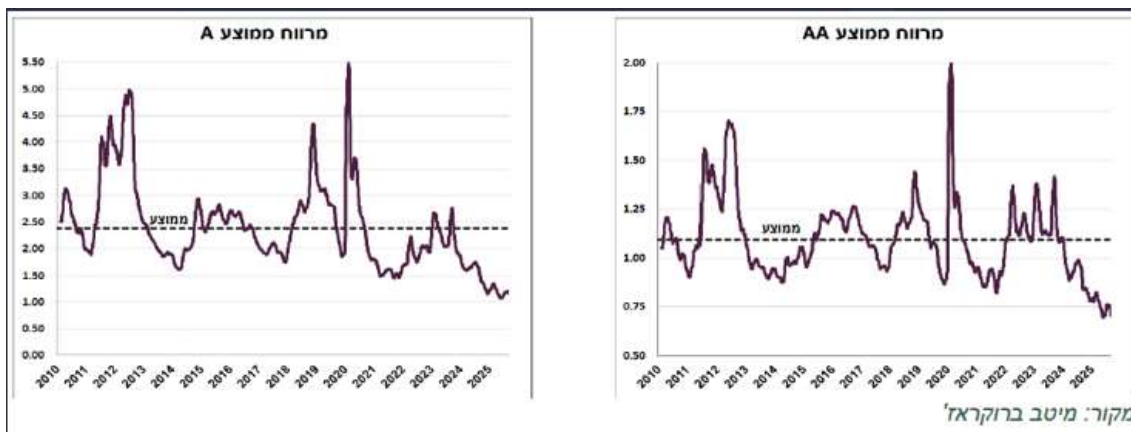
ההשוואות לפיכך הגורסות שהאווירה בשווקים מזכירה את ערב קריסת הנאסדק בשנת 2000 אחריה צלל המדד ב 82% אינן במקום כפי שמראה הגרף לפנינו. פעילות החברות, המחזור העסקי, שולי הרווח כולם מצביעים על סביבת מחיר מאוד גבוהה שיכולה להביא איתה מימוש כזה או אחר אך בהחלט לא מדובר בבעה שצפויה להביא איתה גל ירידות דומה שאחריו לקח למדד הנאסדק כמעט 15 שנים להתאושש.



שוק האג"ח

שוק האג"ח הגיב לנתונים הכלכליים ולתחזיות ברגישות ובמהירות, כמו בכל שנה. עם זאת, השנה ראינו הבדלים בין התנהגות התשואות הקצרות, שהגיבו בעיקר לציפיות כלפי תוואי הריבית של הפד, לבין התשואות הארוכות, שהגיבו גם לחששות מפני התפתחות אינפלציונית מחודשת, מהחוב התופח של ארה"ב (שבעטיו הורידה מוד'ס ב-16 במאי את דירוג האשראי המושלם של ארה"ב בדרגה אחת, מ Aaa ל- Aa1 ו-"יישרה קו" עם יתר הסוכנויות) ומהסטת השקעות מארה"ב, מה שפגע גם בשער הדולר. בגדול, ראינו תוואי תשואות יורד במהלך השנה, כשהשנה נפתחה עם תשואות של 4.57% ל-10 שנים ו-4.24% לשנתיים ומסתיימת עם תשואה של 4.15% ל-10 שנים ו-3.48% לשנתיים. כלומר, התשואה ל-10 שנים ירדה במהלך השנה ב-42 נ"ב בלבד ואילו התשואה לשנתיים צנחה ב-76 נ"ב (כמעט זהה להפחתת ריבית מצטברת של 75 נ"ב שביצע הפד ב-2025).

המרווחים הנמוכים "מחייבים" הפחתות ריבית בכדי ששוק האג"ח ימשיך לעלות.



ישראל

שנת 2025 הייתה שנת מפנה עבור מדינת ישראל ושוק ההון המקומי. לאחר יותר משנתיים של לחימה רציפה, המחצית השנייה של השנה התאפיינה בסיום הלחימה וברידה הדרגתית במתח הביטחוני. שינוי זה הפחית את רמת אי הוודאות, שיפר את תחושת היציבות הכלכלית ותמך בהתחזקות הסנטימנט בשוקי ההון. עם זאת ההשפעות הכלכליות שהותירה המלחמה עדיין ניכרות בחלק מהענפים.

שוק המניות המקומי הצליח להתאושש בצורה מהירה יחסית כבר בתחילת 2025 ובמחצית השנייה קיבל רוח גבית נוספת עם התבהרות התמונה הביטחונית. הוא צפוי לסיים את השנה עם תשואה דו ספרתית מרשימה במרבית המדדים המובילים. על רקע השינויים בסביבת המאקרו בלטו מספר סקטורים. סקטור הבנקים המשיך להציג ביצועים חזקים על רקע סביבת ריבית שנותרה גבוהה ברוב השנה, המשך צמיחה בפעילות האשראי ושיפור בסנטימנט עם ירידת הסיכון הגיאופוליטי. גם סקטור הביטוח היה מהבולטים בחיוב והציג עליות חדות תוך שיפור ברווחי ההשקעות והחיתום, נהנה מהרחבת מרווחי ההשקעה ומהתוצאות החריגות של השווקים הפיננסיים. מנגד סקטור הנדלן הציג תשואת חסר ב 2025. השוק אמנם הפגין ניצנים של התאוששות לאחר סיום הלחימה אך רמות הריבית הגבוהות והיקפי הבנייה שנדחו בשנתיים האחרונות המשיכו לייצר תנאים מאתגרים.

למרות זאת במבט רחב מדדי המניות בישראל הציגו בשנת 2025 תשואה גבוהה ביחס לשווקים הגלובליים ונתמכו בהתחזקות משמעותית של השקל.

לקראת 2026 מתווה הריבית צפוי להפוך לתומך יותר בפעילות הכלכלית. לאחר תקופה ממושכת של ריבית גבוהה, השווקים מתמחרים תחילתו של תהליך הורדות ריבית הדרגתי, בכפוף להמשך התמתנות האינפלציה והתייצבות הסביבה המאקרו כלכלית. סביבת ריבית יורדת צפויה להקל על משקי הבית והחברות, להפחית

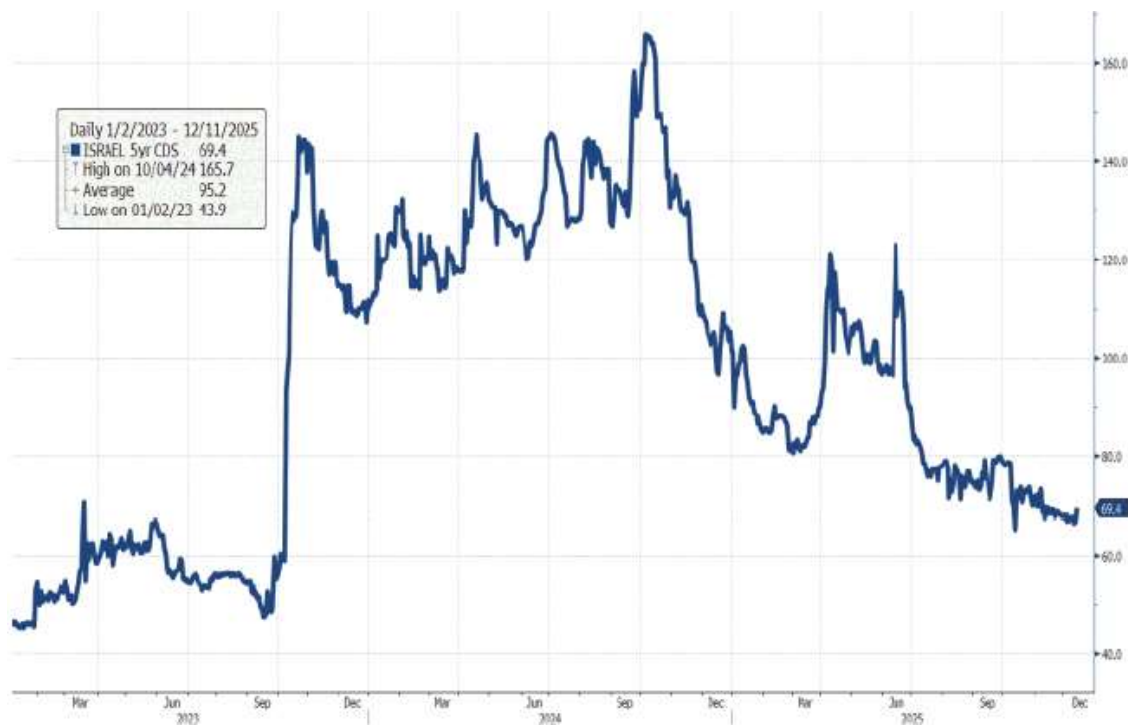
את עלויות המימון ולתמוך בהאצה מחודשת של הביקושים, בדגש על סקטורים רגישי ריבית כגון נדלן ותשתיות. מנגד, תהליך זה עשוי למתן חלק מהתמיכה שממנה נהנו סקטורים פיננסיים מסוימים בשנים האחרונות, בעיקר בהיבטי מרווחים פיננסיים, ולהגביר את חשיבות הבחירה הסלקטיבית בתוך הסקטורים.

מתחילת שנת 2023, אז הוצגה הרפורמה המשפטית ועוררה דיון ציבורי ער וגם התנגדות ומחאה אזרחית שטרם נראתה בישראל בעבר. במקביל, ראינו ביקורת רחבה כנגד הרפורמה מצד נגיד בנק ישראל, לכלכלנים מובילים בארץ ובעולם וכן מחברות האשראי הבינלאומיות. התוצאה הייתה הגדלת רמת אי הוודאות הטמונה בהשקעה בישראל שבאה לידי ביטוי בחולשה של השקל, ביציאה של חברות וכספים מישראל וגם בניצול הפילוג בעם ע"י מחבלי החמאס. אלו הפתיעו את ישראל בשבת השחורה של אוקטובר 2023 כשאליהם הצטרף ארגון חיזבאללה ובהמשך גם אירן. בחודש יוני '25 החל מבצע "עם כלביא" עם התקפת פתע של ישראל וארה"ב על מתקנים גרעיניים באירן ששיגרה בתגובה מאות טילים וכטב"מים על העורף הישראלי. חילופי המהלומות כנגד שלל של גזרות נמשכו שנתיים עד שבחודש אוקטובר '25, בלחצו של הנשיא האמריקאי טראמפ, הופסקה האש והשבויים, למעט אחד (רס"ר רן גואלי מהישוב מיתר, שגופתו עדיין מוחזקת בעזה) הוחזרו לגבולם. לצד המחיר האנושי הכואב שגבתה המלחמה, היו לה השפעות מהותיות על מצב המשק עלויות כספיות, פגיעה – בצמיחה, הגדלת הגירעון, הורדות דירוג ועוד. עלות המלחמה, הכוללת את ההוצאה הביטחונית הישירה לרבות פיצויים, נאמדת בכ - 300 מיליארד ₪ (משד האוצר ובנק ישראל הציגו מספרים שאינם זהים). בכל מקרה, מדובר בעלות שהינה גבוהה ממלחמת לבנון השנייה ומהמבצעים עופרת יצוקה, עמוד ענן, צוק איתן ושומר חומות כולם יחד. יחד עם זאת, המשק הישראלי הראה לאורך שנתיים של מלחמה עמידות מרשימה מאוד וזה קרה בעיקר בגלל שהוא נכנס אליה במצב טוב אחרי – 2 עשורים של צמיחה, עם מגזר היי טק משגשג, ירידה עקבית ביחס החוב/תוצר שעמד ערב המלחמה על קצת מעל 60% והיה בין הטובים בעולם המערבי, מערכת פיננסית חזקה ויתרות מט"ח גדולות בסך למעלה מ- 200 מיליארד \$. כך, בזמן שצה"ל נלחם במקביל במספר גזרות, עם עשרות אלפי מילואימניקים מגויסים, עם שגרה אזרחית שמופרת שוב ושוב, עם אזעקות ונפילות של טילים, הכלכלה הישראלית המשיכה לתפקד, שוק העבודה נשאר יציב, הצריכה הפרטית ויצוא ההיי טק הפתיעו לטובה ושוק המניות המקומי מציג כיום שיאים חדשים.

ירידה בפרמיית הסיכון של ישראל

השלכות המלחמה והתנהלות פיסקלית לא מספיק אחראית הובילו, עד להשגת הסכם הפסקת האש עם חיזבאללה (נובמבר 2024), לעליית פרמיית הסיכון של המדינה ולו בפעולות דירוג שליליות של כל חברות הדירוג הבינלאומיות. במהלך השנתיים האחרונות הורידה חברת S&P את הדירוג של מדינת ישראל פעמיים מ AA - מינוס A :עם תחזית שלילית אך לקראת סוף 2025, עם סיום הלחימה בעזה, הודיעה על העלאת תחזית הדירוג ליציבה. חברת הדירוג מודיס' חתכה את הדירוג פעמיים, ובסה"כ ב- 3 נוצ'ים מ A1 ל Baa1 -

הותירה את התחזית שלילית וחב' פיץ' חתכה את דירוג האשראי של ישראל מרמה של A+ ל A: עם תחזית שלילית שגם היא טרם שונתה.



את תפיסת הסיכון על ישראל ניתן לגזור מעלות חוזי, CDS מכשיר המספק ביטוח כנגד חדלות פירעון. הפרמיה בחוזי ה CDS -זינקה לאחר השבת השחורה ל 145- נ"ב ועם פתיחת המערכה מול אירן עלתה לשיא נוסף של 165 נ"ב. מאז, הפרמיה ירדה בחדות לפחות מ- 70 נ"ב. נציין שערב השבת השחורה הפרמיה עמדה על 46 נ"ב בלבד ושב- 3 בינואר 2023, רגע לפני הצגת המהפיכה המשפטית, הפרמיה עמדה על 44 נ"ב בלבד. לשם השוואה, הפרמיה המקבילה כיום על ארה"ב הינה כ- 27נ"ב, על גרמניה 9 נ"ב (הנמוכה בעולם), על איטליה כ 30-נ"ב ועל יוון 32 נ"ב.

מאקרו

צמיחה

עקב הפגיעה בפעילות הכלכלית, המשק הישראלי ספג אובדן תוצר שנתי משמעותי. לאחר צמיחה מהירה בשיעור של 6.5% בשנת 2022 ו- 3.2% ב- 2023, קצב הצמיחה האט משמעותית ל- 0.3% בשנת 2024. לפי הערכות חט' המחקר של ב"י מחודש ספט' 2025 (לפני הפסקת האש בדרום), שנת 2025 צפויה להסתיים בצמיחה של פחות מ- 3% ובשנת 2026 צפויה האצה לקצב צמיחה של 4.7%. לפי ממוצע תחזיות כלכלנים בבלומברג, המשק הישראלי יצמח ב- 4.5% ב- 2026 וב- 3.7% ב- 2027.

שוק התעסוקה נותר הדוק :

שיעור ההשתתפות עלה מ- 62.8% ל- 63.1% . למרות שמספר המגויסים למילואים הצטמצם דרמטית, שוק העבודה נותר הדוק עם שיעור אבטלה נמוך מכיוון שיש מחסור בכוח אדם, בעיקר בתחומים של בניה וחקלאות ובמקביל ביקוש חזק לעובדים. סביבה זו תומכת בלחצי שכר. שכר העבודה החודשי הממוצע עלה בשנה האחרונה ב- 4.5% לשיא של כל הזמנים, 15,098 ₪ בחודש שלהם השפעה אינפלציונית ולכן תידרש מדיניות מוניטארית זהירה.

תקציב

תקציב המדינה לשנת - 2026 אושר ע"י ממשלת ישראל ב- 5 לדצמבר 2025 . התקציב מסתכם ב- 662 מיליארד ₪ והוא הגדול ביותר בתולדות המדינה. התקציב עדיין דורש אישור סופי של הכנסת ב- 3 קריאות עד סוף מרץ 2026 והוא עשוי להשתנות עד אז. במהלך הדיונים על התקציב, אמרה סגנית הממונה על התקציבים תמר לוי בונה: "קפצנו- כמעט בין לילה מיחס חוב/תוצר של 60% לקרוב ל- 70% . 2026 חייבת להיות שנת מפנה, עם יעד גירעון של 3% , ריסון התקציב לביטחון וירידה ברמת החוב/תוצר". בפועל התקציב מרוסן פחות וכולל הגדלה משמעותית של תקציב הביטחון ל- 112 מיליארד ₪ ויעד גירעון שהועלה מ- 3.2% ל- 3.9% . תקציב משרד החינוך הוא השני בגודלו ועומד על 94 מיליארד ₪ ותקציב משרד הבריאות עומד על כ- 59 מיליארד ₪.

גירעון

חודשים ארוכים של לחימה הטילו את כל משקלם התקציבי ואכן שיא הגירעון הממשלתי נרשם בחודש ספטמבר- (2024ב- 12 החודשים שהסתיימו בחודש זה עמד הגירעון על 8.5% מהתוצר, שהם כ- 150 מיליארד שקל). מאז הגירעון הצטמק ובשנת 2025 צפוי לעמוד על מתחת ל- 5% . ב- 2026 תקרת הגירעון עומדת על 3.9% כאשר חט' המחקר של ב"י צופה גירעון של 4.3% בשנה הבאה.

אינפלציה

האינפלציה בישראל החלה להרים את ראשה בתחילת שנת - 2022 במקביל להתפתחות האינפלציונית ברחבי העולם אך נותרה נמוכה יחסית. בארה"ב נסקה האינפלציה ביולי 22 לשיא של 9.1% ובגוש האירופי ל- 10.6% . בישראל שיא האינפלציה במחזור הנוכחי הגיע ל- 5.3% בחודש ינואר 2023 . לאחר התמתנות ב- 2023 והתייצבות בשנת 2024 , שנת 2025 נפתחה בסימן האצה (3.8%) (ובהמשך התמתנות לנתון נוכחי של 2.4% , כלומר, האינפלציה ירדה והיא מצויה בתוך טווח יעד האינפלציה של ב"י (1%) 3%) לגבי שנת 2026 , תחזיות הכלכלנים הינן להמשך התמתנות כאשר האינפלציה החזויה שנה קדימה עומדת על 2% בעוד בשוק החוב מגולמת אף אינפלציה נמוכה מעט יותר. נציין כי עם הפסקת הלחימה וצמצום מערך המילואים צפויה הקלה במגבלות ההיצע בשוק העבודה כאשר גם השקל האיתן צפוי להוביל להוזלה של היבוא ולתרום להתמתנות.

ריבית

בדומה לבנקים מרכזיים אחרים, גם בנק ישראל נקט ברצף של העלאות ריבית ע"מ להחזיר את השד-

האינפלציוני לבקבוק ומאפריל 2022 ועד מאי 2023 ביצע 10 העלאות ריבית שהזניקו אותה מרמה של 0.1% ל- 4.75% (רמת שיא של 16 שנה).

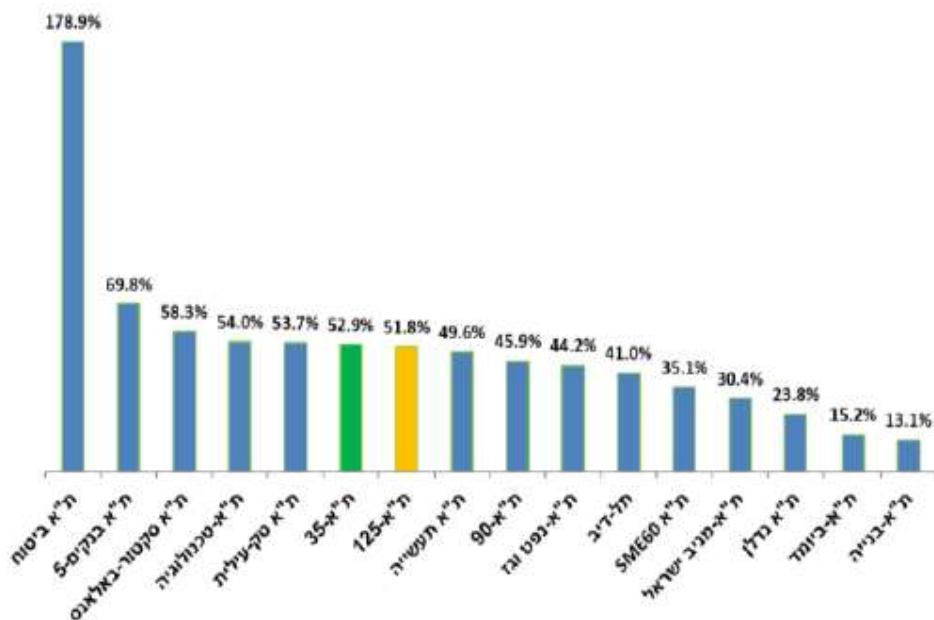
המלחמה שהחלה ב- 7 לאוקטובר 23 ' והחשש מפני השפעתה על הכלכלה, הביאה את בנק ישראל להוריד את הריבית, יש הטוענים באופן חפוז, בינואר 24 ' ב- 25 נ"ב ל- 4.5% . שיעור זה נשמר ללא שינוי במשך כמעט שנתיים ובנק ישראל הסביר את החלטותיו שלא לשנות את שיעור הריבית, בצורך לעודד יציבות בתנאים של חוסר וודאות רבה. הפסקת האש בדרום באוקטובר האחרון הגבירה את תחושת היציבות ולאחרונה חזר בנק ישראל והפחית את הריבית ב- 25 נ"ב לשיעור כיום, 4.25% . את החלטתו נימק בכך שהמצב הביטחוני מתייצב, האינפלציה התמתנה ותחזיות האינפלציה הינן להמשך התמתנות והשקל איתן. לגבי שנת 2026 , בנק ישראל הפתיע החודש עם הורדת ריבית והשוק מצפה לעוד 3-4 הפחתות ריבית עד לסוף השנה.

שוק המניות המקומי נותר לגבהים חדשים

בשנת 2023 הניב שוק המניות בת"א תשואות חסר משמעותיות ת"א - 125 עלה 3.5% לעומת 27% ב S&P500 - 20% ביורוסטוקס 50 , עקב המהפיכה המשפטית והמלחמה שנפתחה בשבת השחורה של ה- 7 באוקטובר. **בשנת 2024** ההתפתחויות הביטחוניות גרמו למהפך. פעולות צה"ל בדרום ובצפון יצרו ציפיות למציאות ביטחונית וגיאופוליטית משופרת, שקיבלו חיזוק מנפילת משטר אסד בסוריה. הבורסה בת"א הגיבה בתרועה: מדד ת"א 125 עלה 28% ומדד ת"א בנקים קפץ 39% . במקביל, מדד S&P500 עלה 24% ואילו המדד האירופי יורוסטוקס 50 נותר מאחור עם כ- 8% בלבד. יש לציין כי מבחינה כלכלית, בישראל נרשמה הדרדרות נוספת שכללה גירעון גדול, הורדות דירוג, אינפלציה עיקשת והקפאת שיעור הריבית אחרי הורדה אחת בינואר. **בשנת 2025** המהפך הושלם עם זינוק אדיר של הבורסה המקומית. מדד ת"א 125 עלה מתחילת השנה כ- 52% , ת"א בנקים זינק בכמעט 70% ות"א ביטוח קפץ בכמעט 180% (!). הביצועים יוצאי הדופן של השוק המקומי הותירו הרחק מאחור הן את השוק האמריקאי והן את האירופי.

סקטורים עיקריים בבורסת ת"א ומבט ל 2026

כשברקע המלחמה והאתגרים האדירים מכל כיוון, מדדיהדגל בת"א הציגו ביצועים פנומנליים (ת"א 125 כ- 52%). סקטור הביטוח פשוט לא עוצר, מתחילת השנה עלייה של 179%-300% בשנתיים. מכפילי הרווח עלו לכ- 12. גם סקטור הבנקים המשיך לטפס לשיאים חדשים כאשר בשנת 2026 צפויה התמודדות עם ירידת הריבית. סקטור הטכנולוגיה הציג ביצועים חזקים כשברקע, למרות המצב הביטחוני, הפעילות המקומית זוכה לעניין רב מחו"ל. הנדל"ן היזמי נותר מאחור (13%) (במקביל לירידה בביקוש דירות אולם תרחיש של הורדות ריבית צפוי להביא להתאוששות.



בנקאות

שנת 2025 התאפיינה בהמשך מגמת החוסן של הבנקים הישראליים ולמרות חששות ראשוניים מפני הרעה בתיקי האשראי עקב המצב הכלכלי והגיאופוליטי המתגבר, הבנקים המשיכו להציג תוצאות חזקות. הריבית הגבוהה במשק המשיכה לתמוך במרווחי הריבית ובמקביל, האינפלציה אמנם התמתנה בהדרגה, אך עדיין נותרה ברמה שאפשרה לבנקים ליהנות מהטבות בנכסים הצמודים למדד שברשותם. בניגוד לחששות, נרשמה יציבות יחסית באיכות תיקי האשראי, והבנקים לא נאלצו להגדיל באופן משמעותי את ההפרשות להפסדי אשראי, מה שתרם לשמירה על רמת רווחיות גבוהה.

במבט קדימה לשנת 2026, הצפי הוא להתאוששות כלכלית של המשק אחרי שנתיים של מלחמה (צפי לצמיחה בתמ"ג של קרוב ל-5%), אשר צפויה להיות מלווה בהורדות ריבית נוספות מצד בנק ישראל (הצפי הוא לריבית בטווח של 3.25% - 3.75% בעוד שנה). ירידת הריבית צפויה מצד אחד לפגוע במרווח הריבית אך מצד שני להגביר את הביקושים למשכנתאות ולאשראי עסקי. התשואה להון ברבעונים הקרובים צפויה להישאר גבוהה יחסית ותיתמך בהמשך רווחיות גבוהה של הבנקים אם כי ייתכן קיטון קל במרווח הריבית ככל שהריבית תרד. מביחנת תמחור, קיימת שונות רבה בין הבנקים, כאשר מכפילי ההון שלהם נעים בין 1.3 ל-1.8, ומכפיל ההון הממוצע עומד סביב 1.6. בהתאם, הבנקים יקרים מכפי שהיו בעבר אך גם רווחיים מכפי שהיו בעבר.

תקשורת

שנת 2025 היתה מהשנים המוצלחות של ענף התקשורת בעשור האחרון עם תשואות מרשימות בסלקום ופרטנר (88% ו-68% בהתאמה) וביצועים מרשימים גם בבזק שעלתה מעל ל-37%. ביצועי המניות נשענו

על ביצועים חזקים

שכללו עלייה בשורת ההכנסות וזאת במקביל להמשך מהלכי התייעלות וירידה בהיקפי ההשקעות. והתוצאה – שיפור משמעותי בתזרים החופשי של החברות. במקביל, כל החברות בענף מחלקות דיבידנדים, היקפי החוב ירדו והאופטימיות שהייתה מאוד זהירה בשנים האחרונות סחפה התבססה יחד עם תוצאות רצף דוחות שמציגים שיפור במרבית הפרמטרים. בתחום הקווי, לאחר שנים רבות של השקעות מאסיביות, שנת 2026 תסמן את תחילת התקופה בה השיפור בתוצאות יגיע. האתגר ימשיך להיות השמירה על המתח שבין רווחיות הפרויקטים (ואולי אף הגדלתה) לבין התחרות על נתחי שוק ונראה שבמובן זה, על אף המחירים הנמוכים, בראייה גלובאלית השוק הישראלי מאוזן. העניין הגדול שירכזו החברות בשנת 2026 ימשיך להיות היכולת לייצר מזומנים בשיעור שיצדיק את עליית מחיר המניות ואף יותר מכך.

גז ונפט:

שנת 2025 תיזכר כשנת המבחן המשמעותית ביותר של סקטור האנרגיה הישראלי ושל תשתיות האנרגיה בישראל בשנים האחרונות. שנה שהחלה בלחץ קיצוני על המערכת ומסתיימת בהסרת חסם רגולטורי משמעותי ביותר. על רקע המערכה הצבאית הישירה מול איראן ביוני 2025 ועצירת ההפקה הכפויה שנגזרה ממנה, המדד המקומי לא רק ששרד, אלא הציג תשואה של מעל 40% נכון לדצמבר 2025. העלויות נשענו על התממשות התחזיות שלנו בשלושה צירים מרכזיים: 1) קשיחות הביקושים המקומיים, שהוכחה בזמן אמת כאשר ההשבתה ביוני המחישה כי למשק הישראלי אין יתירות אנרגטית ללא זרימה של גז טבעי, עובדה שחיצקה את מעמד הסקטור כנכס לאומי קריטי שאין לו תחליף 2) יכולת ההתאוששות המהירה, כפי שהשתקפה בחזרה לשיאי תפוקה ברבעון השלישי שקיזזה את הפגיעה ברבעון השני 3) האירוע הרגולטורי המשחק ומסיר את עננת אי-הוודאות מעל הסקטור. במבט ל-2026 אנו מעריכים כי הסקטור משלים מעבר משלב של ניהול משברים וסיכונים לשלב של קצירת פירות, כאשר הסרת החסמים בלוויתן, השלמת ההרחבות הפיזיות בתמר במהלך הרבעון הראשון של 2026, ההתאוששות המלאה בתפוקה ושנת הפקה מלאה בפרויקטים בינלאומיים כמו שננדואה לצד קבלת ה-FID בסיון, צפויים להוביל לקפיצת מדרגה בתזרים המזומנים החופשי ולהאצת פרויקטי ההרחבה הגדולים. כל זאת על רקע מגמת ירידה בריביות והתעצמות הביקושים הגלובליים לאנרגיה זמינה, רציפה ואמינה עבור תעשיית ה-AI ומרכזי הנתונים, מגמה שממתגת מחדש את הגז הטבעי כתשתית טכנולוגית הכרחית לשנים הקרובות.

ביטוח

שנת 2025 המשיכה את המגמה החיובית החזקה שאפיינה את 2024 עבור סקטור הביטוח הישראלי. חברות הביטוח הגדולות שמרו על רמת רווחיות גבוהה, כאשר רבות מהן המשיכו להציג תשואה על ההון בשיעור דו ספרתי, בדומה לסקטור הבנקאות. הרווחים נתמכו בעיקר על ידי המגמה החיובית בשוקי ההון וגידול ברווחיות בחלק מענפי הביטוח. חברות הביטוח מנהלות נכסים בהיקף עצום (מעל 2 טריליון ₪), והן הושפעו לטובה הן מהמגמה בשוקי ההון והן מסביבת הריבית הגבוהה יחסית ששררה ברוב 2025. הריבית הגבוהה סייעה בהקטנת ההתחייבויות האקטואריות העתידיות (עקב שיעור היוון גבוה יותר). מנגד, התמתנות האינפלציה לקראת סוף השנה הפחיתה מעט את הרווחים החד פעמיים מהצמדה. תחום ביטוח הרכב נותר

רווחי, אם כי קצב העלייה במחירי הפרמיות התמתן. החברות המשיכו ליישם תהליכי התייעלות פנימיים, תוך שילוב הולך וגובר של טכנולוגיות AI לשיפור תהליכי חיתום ותביעות. כתוצאה, מדד ת"א ביטוח היה אלוף התשואות מתחילת השנה עם זינוק פנומנלי של למעלה קרוב ל-180%. במבט קדימה לשנת 2026, הורדות הריבית הצפויות ישפיעו באופנים מנוגדים: מחד, הן עשויות להקטין מעט את שיעור ההיוון ובכך להגדיל מעט את ההתחייבויות האקטואריות. מאידך, הורדת הריבית צפויה לתמוך בשוק ההון, מה שיתמוך בהכנסות מניהול תיקי השקעות וחיסכון פנסיוני.

נדל"ן מניב

שני גורמים עיקריים צפויים להשפיע על חברות הנדל"ן המניב: האחד, מגמת הריבית והציפיות הקשורות אליה והשני, המגמה הכלכלית הצפויה בישראל. הריבית היא גורם קריטי עבור חברות נדל"ן מניב ירידה בעלויות-המימון (תשלומי ריבית על הלוואות) מגדילה ישירות את הרווחיות הנקייה ואת תזרים המזומנים הפנוי. בנוסף, בסביבת ריבית נמוכה יותר, שווי הנכסים (המוערך בשיטת היוון תזרים מזומנים עולה. האופק נראה מבטיח עם צפי להמשך רגיעה במציאות הביטחונית ולהתאוששות כלכלית. בנוסף, מדובר בסקטור יציב יחסית בשל אופי פעילותו המבוסס על חוזי שכירות ארוכי טווח ותזרים מזומנים צפוי ויציב אשר צמוד להתפתחויות אינפלציוניות.

נדל"ן יזמי

מדובר בתחום שהינו רגיש מאוד לסביבת הריבית ולהשלכות המלחמה ובהתאם, מגזר הנדל"ן היה אחד-המגזרים עם הביצועים החלשים יותר במהלך שנתיים של לחימה. גורמים מרכזיים שצפויים להשפיע על הסקטור בשנת 2026: ירידת ריבית בנק ישראל: זהו הגורם המשמעותי ביותר. הורדת הריבית צפויה להפחית את עלויות המימון הכבדות של החברות היזמיות, לשפר את הכדאיות הכלכלית של פרויקטים חדשים ולהגדיל את שווי הנכסים בפועל. כמו כן, בצד של הרוכשים, ירידת הריבית צפויה להקל על רוכשי דירות, להגדיל את היקף המשכנתאות הנלקחות ולהניע מחדש את הביקושים לדיור שדעכו במהלך שנות המלחמה. היצע דירות גדול יחסית העומד למכירה: בסוף חודש אוק' 2025 דיווחה הלמ"ס על היצע של כ-83 אלף דירות לא מכורות ובמונחי זמן, מדובר על תקופה של כ-29 חודשים ע"מ שכל הדירות הללו יימכרו. מצד שני, בישראל ברוכת הילודה קיים ביקוש של כ-60 עד 65 אלף דירות מדי שנה. מחירי הדירות יורדים: מדד מחירי הדירות איבד 2.3% מהשיא אך ביחס לשנה קודמת, עדיין מדובר בעליית מחיר של 0.5%. ירידות מחירים עיקריות נרשמו בעיקר במרכז, בדגש על ת"א. מדוע? המחירים הגבוהים, הריבית הגבוהה, מלאי גדול של דירות לא מכורות וגם תחושה בשוק שהמחירים עשויים להמשיך לרדת ולכן כדאי להמתין. ישנה גם חולשה במשכנתאות סך המשכנתאות שחילקו הבנקים באוקטובר עמד על -6.8 מיליארד ₪, ירידה של כ-1.5% לעומת אוקטובר אשתקד.

אנרגיה מתחדשת

בשנת 2025 מניות הסקטור התנתקו מהקורלציה ההפוכה לריבית ועברו להיסחר בקורלציה ישירה לביקושי ה-AI, שהוביל לביצועי יתר מרשימים של החברות הישראליות, ובראשן או.פי.סי ואנלייט. בעוד סביבת הריבית ירדה וצפויה להתייצב סביב 3.00% - 3.25% בשנים הקרובות, שנת 2026 מסמנת מעבר מהאתגר הפיננסי לאתגר הפיזי של מגבלות הרשת, מכסים ושרשראות אספקה. במציאות זו, האגירה הופכת לנכס האסטרטגי הקריטי ביותר, והמפתח להצפת ערך עובר ליכולת ביצוע וחיבור בפועל. אנו מעריכים כי חברות בעלות פלטפורמה היברידית וגמישות גלובלית, ימשיכו להוביל ולנצל את התיאבון של ענקיות הטכנולוגיה לחשמל זמין.

ביטחון ותעשיות צבאיות

סקטור הביטחון והתעשיות הצבאיות בישראל נמצא בתנופה חסרת תקדים, המונעת על ידי- הגידול העולמי בהוצאות ביטחון והצורך המוגבר בפתרונות טכנולוגיים מתקדמים. שנת 2025 הייתה שנה יוצאת דופן עבור התעשיות הביטחוניות הישראליות עם ביקושים גדולים מהארץ ומחו"ל, גידול בהכנסות וברווחיות וגם עלייה חדה במדדים: מדד ת"א ביטחון בבורסה בתל אביב הינו מדד חדש הכולל 19 חברות, רבות מהן הציגו תשואות פנומנליות מתחילת השנה. ההמשך תלוי בהתפתחויות גיאופוליטיות (למשל, האם המלחמה בין רוסיה לאוקראינה תסתיים) אולם להערכתנו, צפוי המשך של ביקושים גלובליים למערכות הגנה אווירית, מערכות מודיעין, כלי טיס בלתי מאוישים (כטב"ם), ותחמושת מדויקת תחומים שבהם ישראל מובילה עולמית. בנוסף, מדינות רבות, כולל באירופה ובמזרח התיכון (כחלק מהסכמי- אברהם), מגדילות את תקציבי הביטחון שלהן ומחפשות פתרונות ישראליים מוכחים בשטח. בהתאם, אנו מעריכים כי שנת 2026 צפויה להמשיך את המומנטום החיובי והסקטור נותר אטרקטיבי עבור משקיעים המחפשים חברות עם הזמנות עבודה Backlog) עצומות, רווחיות יציבה ופוטנציאל צמיחה ארוך טווח. עם זאת, יש לזכור כי מניות מובילות עלו בחדות בשנים האחרונות ושיש חשיפה לסיכונים גיאופוליטיים ולשינויים במדיניות ייצוא ביטחונית של ממשלות.

קמעונאות מזון

בשנת 2026 אנו צופים עלייה מתונה במחירי המזון, על רקע התייקרות חלק מהתשומות לצד סביבה צרכנית רגישה יותר למחיר. הפסקת הלחימה, הירידה בתגמול למשרתי מילואים והתגברות השיח על יוקר המחיה צפויים לחזק צרכנות סלקטיבית ולהגביל את יכולת הרשתות והספקים לבצע העלאות מחיר משמעותיות. במקביל, אנו מעריכים חזרה לדפוסי ביקוש יציבים ולרמות יציאה לחו"ל הדומות ל- 2025, שתשמש כשנת בסיס מייצגת. בשנת 2026 תימשך מגמת ההתייצבות בביקושים, לצד תרומה ממונעי צמיחה חדשים והתרחבות בפריסת הסניפים. שיפור בתנאי הסחר (הרחבת היבוא ושערי חליפין נוחים), העלאות מחיר מתונות וירידה קלה בהוצאות התפעול - בעקבות קליטת עובדים זרים ואוטומציה ברשתות - צפויים לתמוך בהתרחבות מתונה של המרווחים. למרות הצפי לצמיחה מתונה ב- 2026, העליות המשמעותיות במחירי מניות הענף בשנה האחרונה מצדיקות מעבר להמלצות סלקטיביות בסקטור.

מסמך זה הוכן על ידי ארבע עונות ניהול עושר בע"מ (להלן: "החברה"). האמור במסמך זה הינו מידע מקצועי בלבד ואין לראות בו כמידע עובדתי או כמידע שלם וממצה של כל ההיבטים הכרוכים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המאוזכרים בו ולכן אין להבדל על סמך מידע זה בלבד החלטות השקעה כלשהן. אין לראות במידע לעיל המלצה לביצוע פעולות ו/או ייעוץ השקעות ו/או שיווק השקעות ו/או חוות דעת בקשר עם המוצרים ו/או השירותים המוצעים על ידי החברה ו/או שירותים אחרים. המידע במסמך זה אינו מהווה עמדה בנוגע לכדאיות השקעה כלשהי, אינו מהווה אינו מהווה תחליף לייעוץ השקעות אישי, המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא. אין לראות במסמך זה הצעה, המלצה או תחליף לשיקול דעתו העצמאי של הקורא לביצוע עסקה כלשהי בניירות ערך או בכל מוצר פיננסי אחר. החברה עוסקת בשיווק השקעות והנה בעלת רישיון לשיווק השקעות ועשוי להיות לה עניין באמור במסמך זה, לרבות החזקה ו/או ביצוע עסקה עבור עצמה ו/או עבור אחרים בניירות ערך. האמור במסמך זה נאסף ו/או מתבסס על מידע ממקורות שונים. במידע הכלול במסמך זה עלולות להיות טעויות, שינויי שוק ו/או שינויים אחרים. החברה אינה אחראית לכל נזק, אובדן, הפסד או הוצאה מכל סוג שהוא, לרבות ישיר ו/או עקיף, שייגרמו למי שמסתמך על האמור במסמך זה, כולו או חלקו, ככל שייגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע הכלול במסמך זה עשוי ליצור רווחים בידי העושה בו שימוש. כל הזכויות, לרבות קניין רוחני, במסמך זה ובתוכנו, שייכות לחברה ואין לעשות בו כל שימוש שהוא, לרבות הפצתו ו/או העתקתו, כולו או חלקו, ללא קבלת אישורה מראש ובכתב. לגילוי נאות אודות החברה ראה לשונית "גילוי נאות" באתר החברה בכתובת <http://www.fsfm.co.il> כל העושה במידע במסמך זה שימוש כלשהו – עושה זאת על דעתו בלבד ועל אחריותו הבלעדית.

עדכון מדדים

סיכום חודש דצמבר 2025

11/01/2026 – 10:14

מדדי מניות חו"ל

תשואה לשנת 2025	תשואה מתחילת שנה - 2026	תשואה חודשית 12/2025	שער בסיס	מדד
16.39	1.76	-0.05	6921.46	S&P 500
20.36	1.85	-0.53	23480	נאסד"ק
12.97	3	0.73	49266.1	דאו ג'ונס
-1.96	3.91	-2.07	7358	RUSSELL 2000
7.02	4.7	0.02	5292.27	S&P MID CAP 400 NTR
26.18	3.18	0.17	51117.3	ניק"י 225
90.67	10.28	9.38	344.76	KOSPI 200
19.49	0.42	0.73	4445.21	MSCI WORLD
-11.68	-2.06	-3.29	908.5	MSCI India
27.77	2.35	-0.88	26149.3	האנג סנג (בעיכוב)
30.58	3.07	2.74	1429.48	MSCI EMERGING MARKETS
23.01	3.15	2.74	25127.5	DAX 40
21.51	1.95	2.17	10044.7	FTSE 100
10.42	2.61	0.33	8243.46	CAC 40
18.29	3.56	2.17	5904.32	EURO STOXX 50

מדדי מניות ישראל

תשואה לשנת 2025	תשואה מתחילת שנה - 2026	תשואה חודשית 12/2025	שער בסיס	מדד
51.63	6.23	6.01	3830.54	מדד ת"א 35
46.56	8.11	3.38	4080.7	מדד ת"א 90
50.96	6.65	5.28	3878.85	מדד ת"א 125
24.74	10.67	2.56	1638.23	מדד ת"א נדל"ן
37.64	8.08	8.99	992.37	מדד ת"א קלינטק
57.19	9.09	8.4	2116.54	מדד ת"א טכנולוגיה

אג"ח קונצרני בארץ ובחו"ל

תשואה לשנת 2025	תשואה מתחילת שנה - 2026	תשואה חודשית 12/2025	שער בסיס	מדד
6.51	1.22	0.74	452.53	מדד תל בונד שקלי
7.44	1.27	0.58	443.52	מדד תל בונד שקלי 50
4.46	0.85	0.75	472.82	מדד תל בונד-שקלי 1-3
6.62	1.19	0.82	443.41	מדד תל בונד-שקלי 3-5
9.5	1.7	0.63	443.68	מדד תל בונד-שקלי 5-15
7.09	1	0.19	429.65	מדד תל בונד 20 צמודות
6.21	0.76	0.37	404.7	מדד תל בונד 40 צמודות
6.64	0.85	0.33	418.58	מדד תל בונד 60 צמודות
6.54	0.9	0.66	160.27	אינדקס קונצרני מדורג 2-5 שנים
5.92	1.29	-0.72	236.41	אינדקס HY-BBB

אג"ח ממשלתי

תשואה לשנת 2025	תשואה מתחילת שנה - 2026	תשואה חודשית 12/2025	שער בסיס	מדד
4.25	0.2	0.36	315.5	תל גוב-מק"מ
5.79	0.66	0.39	473.25	תל גוב-שקלי 2-5
4.41	0.13	0.32	308.9	תל גוב-צמודות 2-5

מאקרו חו"ל

תשואה לפדיון	מדד
3.75%	ריבית הפד
4.171%	אג"ח ארה"ב 10 שנים
2.8256%	אג"ח גרמניה 10 שנים

סחורות

תשואה לשנת 2025	תשואה מתחילת שנה - 2026	תשואה חודשית 12/2025	שער בסיס	מדד
65.95	4.25	2.52	4507.74	זהב
146.88	11.81	25.99	79.8042	כסף
-20.12	2.39	-3.14	57.76	נפט WTI (פבר)

מט"ח

תשואה לשנת 2025	תשואה מתחילת שנה - 2026	תשואה חודשית 12/2025	שער בסיס	מדד
-12.53	-0.63	-2.24	3.17	דולר ארה"ב
-1.34	-1.43	-0.75	3.692	אירו
-6.22	-0.82	-0.45	4.255	לירה שטרלינג
-12.54	-1.21	-2.45	2.0119	100 י"ן יפן
-0.16	-1.45	-0.63	3.9629	פרנק שווייצרי

*הנתונים נלקחו ממערכת טרמינל מחברת Guideline Group שירותי מידע ותקשורת בע"מ

סקירה זו הינה אינפורמטיבית בלבד ולא נועדה לשמש הצעה או שידול לקנות/להחזיק/למכור ני"ע ו/או נכסים פיננסיים כלשהם. הסקירה זאת אינה מהווה תחליף לייעוץ השקעות ו/או שיווק השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים לכל אדם. המידע המובא לעיל הינו על בסיס נתונים המתקבלים מאתרים כלכליים ו/או אתרים של עורכי המדד ועל כן המידע עלול לכלול מידע עשוי ועשויים לחול בו שינויי שוק ושינויים אחרים. אין לראות במידע זה כמידע שלם וממצה של כל נתוני המדד וכי אין בתשואות ובנתוני עבר כדי להעיד על תשואות ונתוני עתיד. ארבע עונות ניהול עושר בע"מ ("החברה") וכל מי שפועל מטעמה אינו יכול לערוב לשלמותה או לדיוקה של הסקירה. בסקירה עלולות ליפול טעויות ובמידע המובא בה עשויים לחול שינויי שוק ושינויים אחרים. כמו כן עלולות להתגלות סטיות משמעותיות בין התחזיות המובאות במסמך זה לתוצאות בפועל. אין הסקירה מהווה ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בה ו/או של כל ההיבטים הכרוכים בנכסים הפיננסיים המוזכרים בה, ההנחה היא כי הסקירה תקרא יחד עם דוחות זמינים אחרים ונתונים נוספים. החברה אינה מחויבת להודיע בדרך כלשהי על שינויים ו/או עדכונים במידע מראש או בדיעבד. מידע זה על צרופותיו אינו מיועד ליחידים וללקוחות פרטיים, אלא אך ורק לגופים מוסדיים, ליועצי השקעות, ולתאגידים וכן למי שהינו לקוח כשיר כהגדרתו בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995 ("חוק הייעוץ"). מובהר כי היה ואינך לקוח כאמור לעיל, הינך נדרש בזאת להשיב מסמך זה לשולח, להימנע מלעשות בו כל שימוש ולהשמיד כל העתק ממנו. האמור בסקירה נכון למועד הסקירה, והוא עשוי להשתנות ללא שום הודעה נוספת. החברה לא תהיה אחראית לנזק או הפסד שיגרמו משימוש בסקירה זו, אם יגרמו. המדדים הנזכרים בסקירה הינם קניינים הרוחני של עורכי המדדים, לרבות סימני המסחר הרשומים. לחברה ו/או לבעלי שליטה ו/או לבעלי עניין במי עשוי להיות מעת לעת עניין במידע המוצג במסמך זה ו/או נכסים הקשורים במידע כאמור. לפירוט על אודות התאגידים הקשורים לחברה והנכסים הפיננסיים שלחברה יש זיקה אליהם, ראו את פסקת הגילוי הנאות באתר החברה.