

07/12/2025

חודש דצמבר נפתח ברגל ימין בבורסה. בשוק המקומי חצה ת"א 35 את רף 3,500 הנקודות, לראשונה אי פעם, והשלים בכך זינוק של כ-46% מתחילת השנה. מי שמשיכות להוביל את המגמה הן מניות הפיננסים, כשמנגד נמשכת החולשה היחסית במדד הנדל"ן, שעלה בכ-20% בלבד מתחילת השנה. מדד ת"א 90, בו יש משקל גבוה לחברות הנדל"ן (לעומת משקל גבוה לפיננסים בת"א 35), רשם תשואה מתונה במעט ביחס למדד המוביל (הכל יחסי), כ-41% "בלבד". מחזורי המסחר בשוק ממשיכים להיות גבוהים מאוד, עם מעל ל-3.5 מיליארד שקל ביום בממוצע.

גם המדדים המובילים בוול סטריט ובאסיה רשמו עליות שערים בשבוע החולף, כאשר באירופה נרשמה מגמה מעורבת. סקטור הטכנולוגיה הוביל את המגמה החיובית, כשהפעם גם תת סקטור התוכנה היה שותף מלא לעליות השערים (בניגוד למגמה מתחילת השנה, ראו פירוט בעמ' 3). למעשה, לאחר המימוש שנרשם בנובמבר בעקבות השיאים שקבעו בסוף אוקטובר, השיבו לעצמם מדדי המניות האמריקאיים את מרבית הירידות, והם נסחרים שוב ברמה הקרובה מאוד לשיא כל הזמנים. עם זאת, מעניין לשים לב לכך שאת ההתאוששות במדדי המניות האמריקאיים הובילו לאו דווקא מניות ה-AI (שחלקן נותר בתשואות חסר עמוקות למול המדד), אלא דווקא סקטור הבריאות, התקשורת והפיננסים.

תמונה מאקרו כלכלית מעורבת: בארה"ב, בצד החיובי סקר הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן הצביע על שיפור ראשון מזה חמישה חודשים, כאשר גם סקר מנהלי הרכש במגזר השירותים (ה-ISM) רשם עלייה. שני מדדים אלה הינם מדדי סנטימנט, וביכולתם לתת תמונה מוקדמת על מצב הכלכלה. מנגד, מדדי התעסוקה שפורסמו השבוע הצביעו על המשך ההתקררות של שוק העבודה בארה"ב: נתוני ADP הצביעו על ירידה של 32 אלף משרות, הירידה החדה ביותר מאז מרץ 2023, ובשלושת החודשים האחרונים המגזר הפרטי הציג ירידה ממוצעת של כ-5,000 משרות בחודש. רכיבי התעסוקה במדדי ה-ISM נותרו מתחת לרף ה-50 נקודות. נתונים אלה מחזקים את הצפיות להפחתת ריבית נוספת, בשיעור של 0.25% בהחלטת ה-FOMC ברביעי הקרוב. הצפיות לכך עמודות כעת על 96%. באירופה, האינפלציה הכללית עלתה ל-2.2% וליבת האינפלציה נותרה 2.4%, שניהם מעל היעד. מדד ה-PMI המשוקלל עלה לרמה הגבוהה זה כשנתיים וחצי, והאבטלה נותרה בשפל של 6.4%. ביפן, נגיד ה-BoJ ממשיך לאותת בטון ניצי, והשווקים מתמחרים הסתברות גבוהה להעלאת ריבית לרמה של 0.75% בהחלטה הקרובה. תשואות האג"ח ל-10 ו-30 שנה עלו לשיאים של עשור ושלושה עשורים בהתאמה, על רקע ציפיות אלו.

התקציב עבר בממשלה וכעת עובר לכנסת. תקציב המדינה צופה גרעון של 3.9%, אולם קיים חשש לא מבוטל כי מסגרת זו תיפרץ נוכח המשך אי הודאות הביטחונית לצד הלחצים הקואליציוניים (על אחת כמה וכמה בשנת בחירות). כעת עובר המשחק לזירת הכנסת, שם אמור התקציב לעבור אישור עד סוף מארס או שהכנסת תפוזר. כרגע קשה להעריך מתי יאושר התקציב בכנסת, אם בכלל, ואי הודאות תימשך בשבועות הקרובים. בזמן שכולם מחכים לפד, בנק ישראל נוטה שלא להוריד את הריבית בינאר. אם לא תהיינה הפתעות, צפוי כאמור הפד להוריד את הריבית האמריקאית השבוע ל-3.75%. על אף שהפחתה צפויה זו תעלה את פער הריביות בין ישראל לארה"ב ל-0.5%, ההערכה היא שבשלב זה בנק ישראל איננו נוטה להפחית את הריבית בהודעתו הבאה, ב-4/1/26, וזאת למרות הלחצים שמופנים לבנק גם מהזירה הפוליטית.

## אז מה עושים? שוקי המניות:

ברכיב המקומי: התמונה ממשיכה להיות מורכבת, כשמחד הורדת הריבית בנובמבר נוכח התמתנות האינפלציה וחוזקת השקל, הדוחות הטובים שפרסמו מרבית החברות לרבעון השלישי והמשך סימני התאוששות המשק – כל אלו תומכים בשוק. מאידך, רמות המחירים אינן זולות והחשש מהסלמה ביטחונית עדיין לא מבוטל – מה שמעבי על השוק, לצד התנודתיות הגוברת בחו"ל. לפיכך אנו נותרים בהמלצתנו בדבר מימוש חלקי של הרכיב המנייתי, ומיקוד במדדים ופחות במניות ספציפיות, בעדיפות למניות הכבדות (ת"א 35) על פני הבינוניות.

ברכיב הגלובלי: בראייה סקטוריאלית, אנו מוסיפים להמליץ על סקטור הטכנולוגיה, התקשורת, תשתיות החשמל (UTILITIES) והפיננסים, ומעריכים שהם בעלי פוטנציאל לתשואת יתר למול המדד הכללי. בנוסף, אנו מותירים המלצה חיובית לתת סקטור תעופה וביטחון (עם עדיפות לחשיפה לארה"ב ואירופה). בראיה גיאוגרפית, אנו ממליצים ב"תשואת יתר" על ארה"ב, המוסיפה להוות את ליבת ההשקעה, ועל הודו בשווקים המתעוררים. מנגד, סין ואירופה נותרות ב"תשואת שוק".

## שוק החוב:

אסטרטגיית השקעה ברכיב הסולידי המקומי			
הצמדה	מח"מ	דירוג	הערות
ממשלתי שקלי	5-7		קיבוע תשואות
ממשלתי מדדי	3-5		
קונצרני שקלי	4	A ומעלה	תל בונד תשואות שקלי פיזור רחב
קונצרני מדדי	3	A ומעלה	תל בונד צמודות 1-3
שקלי			ק. כספיות

ברכיב הממשלתי: השבוע נרשמו ירידות בשוק החוב הממשלתי המקומי, בהשראת הנעשה בשווקים בעולם. על מנת להנות מהורדת ריבית זו ומהבאות אחריה, ולקבע תשואה קדימה, אנו ממליצים להתמקד במח"מ בינוני של כ-5-7 שנים.

בדומה להערכתנו כי אנו צפויים לראות התמתנות של האינפלציה, במיוחד במדדים הקרובים שצפויים להיות אפסיים ואף שליליים, ולכן המלצתנו היא אחזקה של 60/40 לטובת האפיק השקלי על פני הצמוד.

ברכיב הקונצרני: השוק הקונצרני סגר את השבוע במגמה מעורבת עם נטייה שלילית. המדדים השקליים הקצרים רשמו השבוע עליות שערים. והאגרות הצמודות המשיכו להחלש. המחלקה הכלכלית צופה מדדים אפסיים ואף שלילים ב-3 החודשים הקרובים.

אנו ממליצים להתמקד באג"ח של חברות תזרימיות בדירוג A ומעלה ובמינוף נמוך, במח"מ של כ-4 שנים, עם העדפה לסדרות חוב בעלות בטחונות, וכן במדדים קצרים בעלי פיזור הולם. אחד המדדים שמציג פיזור כזה הינו תל בונד תשואות שקלי פיזור רחב באפיק השקלי, או תל בונד צמודות 1-3 בצמוד, שם המדד בא לידי ביטוי יותר טוב מאשר במדדי החוב הארוכים, והשפעת המדד גבוהה יותר מאשר במדדים הארוכים יותר.

ברכיב האג"ח הזרות: שוק החוב האמריקאי רשם עליית תשואות וגרר איתו למגמה שלילית את מרבית השווקים המובילים באירופה, שירדו לאורך העקומים. תלילות העקום האמריקאי התמתנה בשבוע החולף.

לאור הנתונים המעורבים בארה"ב אנו צפויים לראות השבוע הורדת ריבית בארה"ב, מה שיתמוך באג"ח במח"מ בינוני-ארוך, תוך נעילת התשואה לפדיון. המיקוד במח"מ הבינוני סביב 5-6 שנים, צפוי להנות יותר מהורדות הריבית, שצפויות להגיע ולקבע ללקוחות תשואה לפדיון לתקופה, לאחר שנכנס לסביבת ריבית נמוכה יותר.

## שוק המניות הגלובלי: סקטור התוכנה SaaS - השינוי החל, אך הדרך לאימוץ רחב עוד ארוכה

מאז תחילת השנה רשם סקטור הטכנולוגיה תשואה של 25%, הרבה מעל מדד הייחוס (ה-S&P500), שרשם תשואה של 16.8%. עם זאת, כשבוחנים את 3 תתי הסקטורים המרכיבים את סקטור הטכנולוגיה מגלים תמונה מעניינת: את מרבית העלייה מתחילת השנה הוביל תת סקטור השבבים עם עלייה של 47.5% בערכו, כשסקטור התוכנה היווה משקולת על הסקטור עם עלייה צנועה בהרבה של 13% (נמוכה אפילו ממדד הייחוס). אחת הסיבות המרכזיות לפערים הללו היא שהגל הראשון של מהפכת ה-AI תומחר באופן הרבה יותר מלא בחברות המספקות תשתיות ענן (שבבים ובניית DATA CENTERS), ולעומת זאת עדיין מתומחר בחסר ברמת היישומים והתוכנה, וזאת מכיוון שהשוק עדיין חושש שה-AI ייתר חלק מהמודלים העסקיים המסורתיים של חברות התוכנה. עם זאת, ככל שטכנולוגיית ה-AI מתקדמת ומוטמעת, הדרכים ושיטות האימוץ של יכולות ה-AI בקרב חברות התוכנה מתבהרות: ארגונים עוברים מפיילוטים לשימוש יומיומי ב-AI, וההטמעה מתבצעת בעיקר בתוך פלטפורמות תוכנה קיימות. הסיבה לכך נעוצה בתפקיד המרכזי של System of Record (SOR) מערכת הליבה שמרכזת את נתוני הארגון ומשמשת כציר תפעולי מרכזי). היכולת של ארגון להפעיל AI בקנה מידה רחב תלויה באיכות הנתונים, בתהליכים יציבים ובאינטגרציה בתוך מערכות ה-SOR, ולכן דווקא ספקיות תוכנה גדולות נהנות מיתרון משמעותי. במצב זה, AI אינו מחליף את מודל ה-SaaS אלא מחזק אותו, כיוון שהשימוש בפועל במוצרי ה-AI והגדלת היקף הפעילות גדל והרחבת סל השירותים ללקוח קיים מתרחב.

עם זאת חשוב להדגיש שהתהליך רק בתחילתו, השינוי כבר נראה אצל החברות המתקדמות, אך האימוץ הרחב של AI בתוך הארגונים צפוי להתפתח בהדרגה בעיקר בין השנים 2026 ל-2028, ככל שיותר לקוחות יסיימו להטמיע את תשתיות הנתונים הדרושות לשילוב AI תפעולי מלא. המשמעות הסקטוריאליית לתפיסתנו ברורה, מדובר במחזור צמיחה רב-שנתי, שבו ה-AI משמש כמנוע ערך מרכזי ולא כאיום על חברות התוכנה. מכאן שקשה לחזות בנקודה זו עוד כמה זמן יקח עד שנראה התאוששות משמעותית בתמחור של הסקטור, אך הכיוון ברור, וההמלצה על אף תמחור החסר בשנה האחרונה, להשאיר חשיפה בתיקים לחברות המובילות בסקטור או באופן ישיר או באופן עקיף.

## שוק המניות המקומי

דצמבר נפתח ברגל ימין. החודש האחרון ל-2025 נפתח בעליות שערים, כשאת ההובלה ממשיכות ליטול מניות הפיננסים. ת"א עלה השבוע ב-3.4%, וחצה לראשונה את הרף של 3,500 נקודות. מדד הבנקים זינק בכ-5.1% והביטוח "הסתפק" בעליה של 2.7%. ת"א 90 עלה השבוע ב-1.1% בלבד, ובכך נמשך הפער בין מניות השורה הראשונה (עלו מתחילת השנה בכ-46%) לשניה (עלו בכ-41%), בעיקר בזכות הזינוק בסקטור הפיננסים (עליה של 140% במדד מניות הביטוח ושל 66% במדד הבנקים). מנגד, מי שממשיכות להשתרך מאוחר הן בעיקר מניות סקטור הנדל"ן, חרף הורדת הריבית, עם עליה שבועית של 0.5% בלבד ושל 20% מתחילת השנה - המדד החלש ביותר מבין ענפי הבורסה המרכזיים. התקציב עבר בממשלה, אבל הדרך לאישורו בכנסת ארוכה. לאחר האישור בממשלה, המשחק עבר לזירת הכנסת, ושם עוד צפויים שינויים רבים בתקציב. התקציב שאושר בממשלה צופה גרעון של 3.9%, אולם קיים סיכון לחריגה ממנו, בעיקר נוכח אי הודאות הביטחונית שעודנה נמשכת, לצד הלחיצה הקואליציונית הרגילים טרם אישור תקציב, בעיקר בשנת בחירות, שעלולים להעלות את צד ההוצאות. העיניים נשאות לפד. השבוע צפוי הבנק המרכזי בארה"ב להוריד את הריבית ב-0.25%, ובכך לחזור ולהגדיל את פער הריביות בין ישראל לארה"ב ל-0.5%. בישראל צפויה החלטת ריבית רק ב-4/1, אולם בהתבסס על הודעת בנק ישראל ועל דברי הנגיד לאחר פרסומה, לפני כשבועיים, הטון נותר ניצי יחסית, והסבירות שנראית כרגע להפחתה נוספת כבר בינואר איננה גבוהה. עם זאת, בראיה לטווח הארוך, ההערכה היא שבנק ישראל ימשיך להפחית את הריבית עוד 2-3 פעמים בתוך 12 חודשים, לשיעור של 3.5%-3.75% בעוד כשנה.

מה הלאה? אנו נמצאים לקראת סופה של 2025, שלמרות המשכות המלחמה לאורך חלק ממנה, כולל המלחמה חסרת התקדים מול איראן, הבורסה המשיכה לדהור בה קדימה, עם תשואות דו ספרתיות משמעותיות במדדים המובילים ושיאים חדשים במדדי המניות. כעת, אנו חשים שרמות המחירים בשוק גבוהות, וישנן לא מעט מניות שהפכו ליקרות, ולראיה הורדות ההמלצה שביצענו לחלקן משיקולי תמחור בלבד. למדנו כבר בעבר שה"יקר יכול להפוך ליקר יותר" לפני שהוא חוזר לתמחור סביר, ואין לנו יכולת או כוונה לתזמן את השוק. בהחלט יתכן שנמשיך לראות את השוק זוחל עוד כלפי מעלה, אולם להערכתנו בתנאים הנוכחיים פוטנציאל האפסייד בשוק כבר די מוגבל. אנו סבורים כי רמות המחירים הנוכחיות "מזמינות" מימושי רווחים, בעיקר בשוק שנהנה מרמת סחירות גבוהה מאוד לצד התמחור הגבוה - שילוב מצוין למי שרוצה להנזיל בשלב זה חלק מהתיק המנייתי שלו בתנאים נוחים מאוד. לכן, אנו נותרים בעמדתנו כי כעת העיתוי למימוש רווחים חלקי של הרכיב המנייתי המקומי בתיק ההשקעות, משיקולי תמחור בלבד. מבחינת טקטיקת ההשקעה, אנו עדיין בדעה שקיימת עדיפות להשקעה במדדים ופחות במניות ספציפיות, בהעדפה למניות הכבדות (ת"א 35) על פני המניות הבינוניות והקטנות.

## שוקי האג"ח

תקציב המדינה אושר בממשלה והוגש לכנסת בסוף השבוע והוא כולל הגדלה מסויימת של הגרעון, מה שמביא לאפשרות של עליה בהנפקות הממשלתיות כדי לממן את החוב במידה וההכנסות המדינה לא יעמדו ביעד האופטימי.

נתוני אג"ח עיקריים	נוכחי	לפני שבוע	לפני חודש
תשואה 10 שנים שקלית בריבית קבועה ישראל (גנ"ב)	4.02%	3.95%	3.99%
פער התשואות (נ"ב)	-0.12	-0.07	-0.11
שיפוע העקום השקלי	0.20%	0.18%	0.20%
תשואה תל בונד צמודות	2.99%	2.93%	2.82%
מרווח תל בונד צמודות (נ"ב)	97	98	101
תשואה תל בונד שקלי	4.95%	4.90%	4.89%
מרווח תל בונד שקלי (נ"ב)	115	115	115
האינפלציה החזויה 12 חודשים קדימה (המח' הכלכלית)	1.7%	1.7%	1.8%

ברכיב הממשלתי: השוק המקומי הושפע באופן ישיר מהמגמה העולמית של עליית התשואות, ורשם אף הוא ירידות שערים חדות בהובלת האגרות הצמודות הארוכות, שירדו בין 1%-2% האגרות השקליות רשמו אף הן ירידות, אך מתונות יותר. מנגד, המדדים הקצרים, הרגישים פחות לתנודות השוק כדוגמת תל גוב מקמ, שקלי 0-2 וריבית משתנה שקלי, סגרו בטריטוריה חיובית.

לפי שעה, ברכיב השקלי אנו ממליצים על חשיפה למח"מ בינוני-ארוך של 5-7 שנים, על מנת לקבע תשואות ולהנות

מהורדות הריבית הצפויות. ציפיות האינפלציה נותרו בתוך היעד וללא שינוי לאורך העקום בשבוע החולף, ובחלקן הקצר הן ממשיכות להציג ציפיות אינפלציה נמוכות מאוד. לכן אנו ממליצים להיות בחשיפה של 60% לאפיק השקלי ו-40% לצמוד, אך להתמקד בצמוד הקצר-בינוני.

ברכיב הקונצרני: המדדים הקונצרנים סגרו במגמה מעורבת בשבוע האחרון, בדומה לשוק הממשלתי. האג"ח השקליות הקצרות הובילו את העליות, יחד עם מדד החוב להמרה ומדד האגרות הגלובליות. מדד האגרות הצמודות לדולר רשם ירידות בדומה למטבע עצמו, שירד השבוע כאחוז. מצד שני, האגרות הצמודות והשקליות הארוכות נחלשו.

אנו ממליצים להתמקד באג"ח של חברות תזרימיות בדירוג A ומעלה ובמינוף נמוך, במח"מ של כ-4 שנים, עם העדפה לסדרות חוב בעלות בטחונות, וכן במדדים קצרים בעלי פיזור הולם. מדדים שיכולים להוות אפשרות חשיפה לאג"ח שהומלצו הינם תל בונד תשואות שקלי פיזור רחב באפיק השקלי או תל בונד צמודות 1-3 באפיק הצמוד.

## שוק האג"ח הגלובליות:

נתוני אג"ח עיקריים	נוכחי	לפני שבוע	לפני חודש
תשואה 10 שנים ארה"ב	4.14%	4.01%	4.07%
תשואת T-Bill החדש (73093478) שהונפק ל-27/11/2026	3.6%	3.6%	3.57%
שיפוע עקום ארה"ב 2Y-10Y	57 נ"ב	52 נ"ב	50 נ"ב
ציפיות אינפלציה לשנה בארה"ב	2.59%	2.59%	2.75%
מרווח IG ארה"ב (נ"ב)	77	80	78
מרווח HY ארה"ב (נ"ב)	264	269	281
תשואת BUBILL הגרמני שהונפק ל-18/11/26	2.00%	1.95%	1.86%

אגרות החוב הממשלתיות סגרו את השבוע במגמה שלילית בשבוע הגרוע ביותר מאז אפריל, על רקע נתונים כלכליים מאתגרים בגזרת התעסוקה וההזמנות ממפעלים. ההשלכה הישירה היא ציפיה כמעט מוחלטת של השווקים להורדת ריבית נוספת של הפד בישיבת ה-FOMC שתתקיים השבוע (10/12). האנליסטים מעריכים ריבית טרמינלית של 3%-3.25% בסוף 2026.

שוק החוב הקונצרני הציג מגמה מעורבת, כשהאגרות המדורגות גבוה ירדו קלות, ומנגד האגרות הספקולטיביות הנהנות מסנטימנט דומה למניות רשמו עליות (0.01%-0.27% בהתאמה) עליית התשואות בממשלתי גרם לצמצום מרווחים באגרות בכל הדירוגים.

באירופה שוק החוב הממשלתי ביבשת הושפע מארה"ב, וגם שם נרשמה עליית תשואות במרבית המדינות ובכל הטווחים. האגרות הספקולטיביות בגוש סגרו שבוע בתשואה חיובית של 0.27%. במזרח נרשמו גם כן ירידות (במחירים) של אגרות החוב במדדי אסיה פסיפיק והאגרות של השווקים המתעוררים הנסחרים בדולר רשמו עליה קלה של 0.14%. כשהם צפויים להנות מהורדת הריבית במיה ותרחש בארה"ב.

**הערה כללית:** ללקוחות בעלי תיקים קטנים יחסית, אנו ממליצים להיחשף לשוק החוב העולמי באמצעות מכשירי השקעה המאפשרים להשיג פיזור בעלות נמוכה יחסית, עם זאת יש לשים לב למח"מ, למרווחים ולעלויות הגידור הפנימיות. יש לקחת בחשבון בשיקולי ההשקעה את עלויות הקניה/המכירה ועלויות נוספות (במיוחד באג"ח הקצרות) למול התשואה המתקבלת במכשירי ההשקעה השונים, ולשקול השקעה גם במוצרים בנקאיים כגון: תוכ"ח ופיקדונות. ללקוחות הרוכשים אג"ח גלובליות מחשבון השקלים מתווספות גם עלויות המרה.

## רציונל השקעה, גיאוגרפי

רציונל השקעה	המלצה	מדינה
<p>אנו ממליצים על השקעה בארה"ב ב-"תשואת יתר", תוך התמקדות בחברות מסקטור הטכנולוגיה, פיננסים, שרותי תקשורת ותשתיות. רמת מחירים אמנם גבוהה יחסית, אולם היא נתמכת בשיפור מתמשך ברווחיות החברות, שצפויה להימשך גם ב-2026. שוק העבודה אומנם מתקרר אך לא קורס, והצריכה הפרטית נותרה יציבה. ההשקעות הקשורות ל-AI נמצאות במגמת עלייה מתמשכת ותורמות באופן ניכר לצמיחת הכלכלה. בשנה הקרובה אנו מצפים להמשך הורדות הריבית, המהוות גורם תומך נוסף לשוקי המניות. גורמי הסיכון – תמחור גבוה בחלק מחברות הטכנולוגיה (בעיקר הקטנות), בחירות האמצע בארה"ב, שבד"כ מעלות את רמת התנודתיות בשווקים, והמתיחות הגיאופוליטית בעולם ובין ארה"ב לסין בפרט.</p>	יתר	ארה"ב
<p>המלצתנו לאירופה היא "תשואת שוק". מאז עליות השערים הנאות שרשמו המדדים האירופאים ברבעון הראשון של השנה, הם בעיקר שומרים על יציבות בשני הרבעונים העוקבים. האתגרים עדיין קיימים: קשה להצביע על מנועי צמיחה בני קיימא בכלכלת אירופה המתאפיינת בצמיחה נמוכה, מלבד חברות התעשייה הביטחוניות להן משקל יחסית גבוה בתעשייה האירופאית (במיוחד בגרמניה). בנוסף, מדדי המניות האירופאים מתאפיינים בחשיפה נמוכה לתחום הטכנולוגיה, וזה מהווה חיסרון מבחינת פוטנציאל העליות העתידיות. מגמת הפחתת הריבית באירופה קרובה לסיום ובמבט קדימה זה עלול להעיב על השווקים. אנו מוסיפים להמליץ על חשיפה לאירופה באמצעות התעשיות הביטחוניות וסקטור הטכנולוגיה.</p>	שוק	אירופה
<p>ההמלצה ליפן נותרת "תשואת שוק", על רקע האתגרים ארוכי הטווח (הזדקנות האוכלוסייה, שיעור ילודה נמוך, שיעור חיסכון גבוה), רמות התמחור, שכר ראלי יורד (שמונה חודשים רצופים של ירידה), קצב צמיחה כלכלית מתון יחסית. ברקע לחוב הגבוה והאצה בקצב האינפלציה. מנגד, בנק המרכזי של יפן (BoJ) לחודש ספטמבר מצביע על שיפור באמון העסקים בקרב יצרנים גדולים ביפן ברבעון השני ברציפות, בעקבות ההסכם החדש בין ארה"ב ליפן בנושא מכסים.</p>	שוק	יפן
<p>המצב הכלכלי איתן, ויחד עם תחזית לשיפור בתעשיית המוליכים למחצה, המהווה חלק ניכר במדדים המובילים ב-2 המדינות, בתמיכת הטמעת פתרונות AI והתאוששות שוק ה-PC, הם צפויים לתמוך במדדים. נציין כי מדד ה-KOSPI הינו המדד מוביל בתשואות עד כה בשנת 2025.</p>	יתר- סיכון גבוה	דרום קוריאה וטאיוואן
<p>התחזיות להודו נותרו חזקות עם צפי לצמיחה של 6.5% בתמ"ג ב-2025. אינפלציה שנתית ממשיכה בירידה ומאפשרת לבנק המרכזי (RBI) להאיץ את מחזור הורדות הריבית, עם צפי שזו תגיע בהדרגתיות לכ-5% עד סוף 2025. צמיחה המבנית של הודו נותר בתוקף, אך רמות התמחור הגבוהות מהוות אתגר מרכזי.</p>	יתר- סיכון גבוה	הודו
<p>ההמלצה לסין היא "תשואת שוק", על רקע שורה של תמריצים פיסקאליים הכוללים: מאמצים לייצוב שוק הנדל"ן, קידום תעסוקה עבור בוגרי אוניברסיטאות וצעדים נוספים להשגת יעדי הצמיחה של 5% (ככל שלא תגיע לפתרון מול ארה"ב) אנו מעריכים כי יעד זה אינו ראלי. טראמפ ונשיא סין נפגשו לראשונה לאחר כשש שנים והתוצאה העיקרית של הפגישה הייתה "הפסקת אש" ובניית יסודות לשיתוף פעולה בעתיד והפחתה של גובה המכסים (אם כי עדיין נשארו גבוהים מעל 45% בממוצע). הפגישה אינה כללה פתרונות בנושאים מרכזיים: יצוא שבבים ומעמד טייוואן.</p>	שוק – סיכון גבוה	סין

\* שימו לב משקל ארה"ב במדד MSCI All Country הינו 57% מסך התיק

## רציונל השקעה, סקטורים בארה"ב

סקטור	המלצה	רציונל השקעה
טכנולוגיה	יתר	בחודשיים האחרונים נרשמת חולשה יחסית בסקטור הטכנולוגיה על רקע הערכות שיתכן וחלק מחברות הטכנולוגיה (בעיקר הקטנות) מתומחרות באופן מלא וחששות מהתפתחות בועה בתחום ה-AI. עם זאת, לאור הדוחות החזקים שפרסמו ענקיות הטכנולוגיה ברבעון החולף אנו ממשיכים לראות כי עיקר הצמיחה ברווח למניה (EPS) מובלת ע"י חברות ה-Big Tech וחברות השבבים. הביקוש הגובר להשקעות בתשתיות AI ימשיך להניע את הצמיחה, גם כשהפחד והתנדודיות גוברים בטווח הקצר. אנו סבורים כי המשך העליות יתבסס יותר על צמיחת הרווחים ופחות על הרחבת מכפילים. אנו ממליצים להתמקד בחברות בעלות רווחיות גבוהה ויתרון מבני, במיוחד בקרב השחקנים הגדולים, לצד בחירה סלקטיבית של חברות תוכנה וסייבר.
שירותי תקשורת	יתר	הסקטור מומלץ ב"תשואת יתר", על רקע צפי לצמיחה גבוהה יחסית ברווחיות החברות והנטייה של חברות הסקטור לחדשנות. אנו מעודדים מהשיפור במוניטציצה מהפעילות בתחום הבינה המלאכותית (AI), לנוכח העלייה בהיקף ההוצאה של הלקוחות.
פיננסים	יתר	פתיחת עונת הדוחות לרבעון השלישי הדגישה את עוצמתו של הסקטור הפיננסי האמריקאי, שמצליח לשמור על רווחיות גבוהה גם בסביבה מאתגרת. החברות הציגו תוצאות טובות מהצפוי, כשהמכנה המשותף הוא המשך צמיחה בפעילות שוקי ההון, התאוששות בהנפקות מניות וגיוסי הון וב-M&A, לצד שמירה על איכות תיק האשראי. בהסתכלות קדימה, הסקטור נראה ערוך היטב עם מנועי צמיחה מגוונים: עליה בהיקף האשראי ברקע לירידות ריבית ושוק תעסוקה יציב עם צמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים ופיתוח תחומי טכנולוגיה פיננסית. להערכתנו הסיכון בבנקים האזוריים שמרוכז בעיקר באשראי מסחרי ובנדל"ן מקומי (Commercial Real Estate), הינו נקודתי ומוגבל.
סקטור התשתיות UTILITIES	יתר	המלצתנו מתבססת על צפי לגידול מואץ בביקוש לחשמל בשנים הקרובות, בהובלת מגמות תומכות מצד מרכזי נתונים (DATA) CENTERS ותהליכי שדרוג תשתיות החשמל. הסקטור מתאפיין בתנודתיות יחסית נמוכה וצפוי ליהנות מהירידה הצפויה בריבית שכן החברות בסקטור הינן עתירות הון. בסקטור זה קיימים חמישה תתי-סקטורים. הגדול שבהם הוא תחום חברות החשמל, המהווה 65% מערך השוק של הסקטור, ואילו הקטן ביותר הוא תחום מפיקי חשמל עצמאיים. אנו סבורים שהמשך רוב יצור החשמל בטווח הבינוני יתבצע מתחנות גז נוכח קצב הצמיחה האיטי של תחנות גרעיניות ואתגרי רגולציה לפיתוח תחנות רוח ושמם תחת חקיקת ה-One Big Beautiful Bill (OBBB) החדשה.
תת סקטור ביטחון ותעופה	יתר	בעיקר נוכח הערכות לפיהן הוצאות הביטחון של ארה"ב ובעלות בריתה יגדלו בשנים הקרובות, עם צמיחה של 4%-5% בשנה, בהוצאות הביטחון של ארה"ב ב-2025-2026, הגבוהה מהממוצע השנתי של 1% בעשור האחרון. התחרות בתעשייה הביטחונית עזה, אך לא מאוד מפוזרת, ורק מספר מצומצם של חברות גדולות מתחרות על החוזים הממשלתיים הגדולים. חוזים אלה מספקים יציבות לחברות הביטחוניות (Defense) בטווח הארוך. בנוסף, 35% מהכנסות תעשיית התעופה והביטחון מקורן בתעופה המסחרית. מרבית חברות התעופה העולמיות מדווחות על ביקושים גבוהים במיוחד למטוסים צרי-גוף, בשל העלייה החדה בטיסות פנאי צפי לביקוש גובר לטיסות תיירות ועסקים והחלפת ציי מטוסים מיושנים.
צריכה בסיסית	שוק	סקטור הצריכה הבסיסית מציג תמונה מאוזנת: רווחיות יציבה, תשואות דיבידנד גבוהות באופן יחסי, אך צמיחת הרווחים נמוכה לצד הערכות שווי גבוהות ביחס לקצב הצמיחה. מתאים יותר כנכס הגנתי בעל תזרים חזק.
בריאות	שוק	סקטור הבריאות מומלץ ב-"תשואת שוק", מתחילת חודש אוקטובר אנו מזהים שיפור במומנטום של הסקטור, בעיקר לאחר העסקה המשמעותית שנחתמה בין פיזר (PFE) לבין ממשלת ארה"ב ב-30 בספטמבר (במסגרת ההסכם, תרופות המרשם של פיזר יסופקו לציבור האמריקאי דרך הפלטפורמה המקוונת TrumpRx.gov (שצפויה לעלות לאוויר בתחילת 2026) בהנחות ממוצעות של 50% ועד 85% מהמחיר הרשמי). בטווח הקצר אנו ממשיכים לראות סיכוי רגולציה אך בטווח הארוך יותר אימוץ דרכי טיפול חדשניות ושיפור תהליכי מו"פ באמצעות בינה מלאכותית צפויים לתרום לשולי הרווח. התחומים הצומחים ביותר הם אונקולוגיה והשמנה אנו מעדיפים חשיפה דרך מניית LLY או חשיפה מפוזרת לתת סקטור דרך BBH ETF.
נדל"ן מניב	שוק	הסקטור הציג ביצועי חסר משמעותיים בשנת 2024 ו2025 למול מדד ה S&P 500 (עליה של פחות מ-2% כל שנה). למרות תשואת דיבידנד גבוהה וחשיפה למקורות הכנסה יציבים. שילוב של תמחור גבוה (37) וקצב צמיחת רווחים נמוכה מהווה לדעתנו סיבה להחזקה נמוכה בסקטור.
צריכה מחזורית	שוק	בצד החיובי: המשך ביקושים גבוהים, שיפור בנתוני השכר והאבטלה והצפי להורדות ריבית. בצד השלילי: עלייה בהוצאות חומרי גלם ואינפלציה "דביקה" מכבידות על תוצאות החברות. גם מצבו של הצרכן רגיש לנוכח הירידה ברמת החיסכון והריבית שעדיין גבוהה. מוטה מאוד למניות AMZN ו TSLA.

לסקטור אחוז נמוך מהממוצע של מניות בהמלצות השקעה חיוביות, ואנו נעדיף השקעה בסקטור דרך חברות הפועלות בתחום המתכות והכרייה על פני חברות מתחומי הכימיקלים, אריזות נייר ופלסטיק. בשנת 2025, צפויה עלייה של 2.0% ברווחי הסקטור, בהשוואה לעלייה של 8.6% במדד S&P 500, עם צמיחה צפויה של 6.9% בהכנסות הסקטור לעומת 4.9% בשוק הכולל.	שוק	חומרי יסוד
צפויה מגמה חיובית בתמיכת יכולת הפקה במחיר נמוך, החזר גבוה למשקיעים ופוטנציאל למיזוגים. מנגד, מרווח הזיקוק מצטמצם ועלול לפגוע בתזרים, בעוד האטה בביקוש הגלובאלי לדלק עלול להעיב.	שוק	אנרגיה

אירועים מרכזיים בשבוע הקרוב					
נתון קודם	תחזית	תקופה	נתון כלכלי	מדינה	תאריך
2.8%	2.8%	10/25	Core PCE (YOY)	ארה"ב	08/12/2025
0.3%	0.2%	12/25	מדד מחירי היצרן (PPI) (MOM)	ארה"ב	08/12/2025
4.00%	3.75%	12/25	ריבית ה-FED -	ארה"ב	10/12/2025
7.4-	6.3-	12/25	מדד סנטיקס לאמון המשקיעים	גוש האירו	08/12/2025
-	-	11/25	תקציב המדינה: נתוני הכנסות, הוצאות וגירעון המדינה	ישראל	08/12/2025
-	-	11/25	נתוני סחר החוץ של ישראל - יבוא ויצוא של סחורות	ישראל	11/12/2025

**הבנק הינו עושה שוק באג"ח ממשלתי מהסוגים הנזכרים בעבודה זו.**

יחידת המחקר – האגף ליעוץ, מחקר ומוצרי פאסיבה. בנק הפועלים: רח' אלנבי 126, תל אביב 65818; טלפון: 03-567600; פקס: 03-5676340; דואר אלקטרוני: research.unit@poalim.co.il; אתר האינטרנט של בנק הפועלים (בעברית, אנגלית ושפות נוספות): [www.bankhapoalim.co.il](http://www.bankhapoalim.co.il)

**הערות ואזהרות כלליות נוספות:**

מסמך זה מבוסס על נתונים ומידע שהיו גלויים לציבור. הנתונים והמידע ששימשו להכנת מסמך זה הונחו כנכונים, וזאת מבלי שבנק הפועלים בע"מ ("הבנק") ביצע בדיקות עצמאיות ביחס לנתונים ולמידע מידע אלו - אין בסקירה זו משום אימות או אישור לנכונותם. הבנק ועובדיו אינם אחראים לשלמותם או דיוקם של הנתונים האמורים או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחרים במסמך. יודגש כי מסמך זה הינו למטרת אינפורמציה בלבד, הוא אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו. המידע עליו מתבסס מסמך זה, והדעות האמורות בו, עשויים להשתנות מעת לעת ללא כל מתן הודעה או פרסום נוספים. אין להסתמך על האמור במסמך זה ואין להתבסס על כך ששימוש במידע או בהמלצות המובאות במסמך זה יביא לתוצאות מסוימות. כאשר מתייחסים במסמך זה למדדים, סקטורים, ענפים וכיוב' (כל אחד מהם ייקרא "קבוצה") אין בהכרח הכוונה לכל אחת מהחברות, מניירות ערך ומהנכסים הפיננסיים שעשויים להיכלל בקבוצה כאמור ויש לפנות ליעוץ השקעות אישי לצורך קבלת המלצות השקעה אישיות בהתאם לצרכי כל משקיע. מסמך זה אינו מותאם למטרות ההשקעה או לצרכי האישיים והייחודיים של כל משקיע, אין לראות במסמך זה משום ייעוץ השקעות או תחליף ליעוץ השקעות המתחשב בנתוניו, צרכיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם, ואין לפעול על - פי האמור במסמך זה אלא לאחר קבלת ייעוץ אישי המתחשב בצרכיו, מטרותיו ונתוניו האישיים של כל משקיע, ולאחר הפעלת שיקול דעת עצמאי. הבנק, עובדיו, וכל מי שפועל מטעמו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק או הפסד, ישירים או עקיפים, שייגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש במסמך זה או כתוצאה מהסתמכות עליו. לבנק, או לחברות קשורות אליו, או לבעלי שליטה בהם, עשויות להיות החזקות בניירות הערך או הנכסים הפיננסיים הנזכרים במסמך זה, עבורם או עבור לקוחותיהם, והם עשויים לבצע עסקאות המנוגדות לאמור במסמך זה. האמור במסמך זה אינו מהווה ייעוץ מס ואינו מתיימר להוות פרשנות מקובלת על רשויות המס או על גופים נוספים. מסמך זה הינו רכושו של הבנק, אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, לצלם, להקליט וכיו"ב את מסמך זה, או חלקים ממנו, ללא קבלת אישור, מראש ובכתב, מהבנק.