



יולי 2026 | סקירה שביעית

סקירת מאקרו ושוקים

אמיר כהנוביץ, כלכלן ראשי בפרופיט

התנגשות בין תזות השבבים מערערת את יציבות השווקים בעולם

ברירה הן ייאצו להזרים מיליארדים להקמת מרכזי נתונים נוספים, גם אם התשואה הכלכלית מטווח קצר אינה ברורה. לשיטתם, ההיצון הזה יבטיח, לפחות בשנים הקרובות, המשך ביקוש עצום לחומרה ולתשתיות. מול תזת ה"ביקוש אינסופי" עומדת כאמור תזת "עודף ההיצע". התומכים בה דווקא משוכנעים שהשוק צועד לעבר התנגשות בהתרחבות פראית של כושר הייצור העולמי לביקוש שלא יצליח להצדיק לאורך זמן את קצב ההשקעות הנוכחי.

אירוע מהסוג הזה, שנחשב למקור לחלק גדול מהזעזוע שראינו במניות השבבים בחודש יולי, הייתה הנפקת חברת השבבים הסינית CXMT. מדובר בחברה שהוקמה בשנת 2016 כפרויקט דגל לאומי סיני להשגת עצמאות בשוק שבבי הזיכרון, שנשלט היסטורית על ידי סמסונג, SK Hynix ומיקרון.

CXMT הסינית נהנית מכיסים עמוקים ומתמיכה פיננסית משמעותית של "קרן השבבים הלאומית" של סין. ביולי החברה ביצעה הנפקת ענק, וביומה הראשון מנייתה זינקה בכ- 466%, מה שהקפיץ את השווי שלה לכ- 488 מיליארד דולר - מעבר לשווייה של אינטל. התמיכה הממשלתית והגישה הרחבה להון מאפשרות ל CXMT - להרחיב את מפעליה גם בתנאי כדאיות שבהם חברות פרטיות מערבות היו ככל הנראה נעצרות. לפי תוכניתיה, כושר הייצור החודשי שלה יעלה מכ- 280 אלף פרוסות סיליקון בסוף 2025 לכ- 550 אלף פרוסות עד שנת 2028. חשוב לזכור כי כל שבב ש CXMT מייצרת מחליף באופן ישיר שבב מיובא, מה שמסביר את צניחת המחיר שחוו ביולי מניות המתחרות SK Hynix ומיקרון, אשר הובילו את הירידות בענף הטכנולוגיה כולו.

בלב השיח על עתיד הבינה המלאכותית עומדת התנגשות חזיתית בין שתי תזות קיצוניות באשר לביקוש העתידי לחומרה, שבבים, זיכרון ולחשמל. מצד אחד ניצבת תזת "הביקוש האינסופי של ה-AI לאותה חומרה", כלומר, כמה שלא ניצץ, ה-AI יצטרך יותר. מנגד עומדת אזהרת "עודף ההשקעות בהיצע של חומרה", כשלפיה כושר הייצור מתרחב בקצב גבוה בהרבה מהמוכנות של הכלכלה הריאלית לספיג ולשלם.

המתח בין שתי התפיסות, יחד עם סימני השאלה המרכזיים שהן מעלות, טלטלו בחודש יולי את מניות השבבים, בעוד יתר הענפים הצליחו לשמור על יציבות יחסית ולהתנהג בהתאם להתפתחויות שגרתיות יותר בכלכלה, ביניהן למשל השפעת מלחמת איראן על זינוק מחודש במחיר הנפט, השפעתה על התחממות האינפלציה ועל ציפיות הריבית בארה"ב, והשפעותיהן המשולבות על המשך העלייה בריבית הריאלית הארוכה. אלה התומכים בתזת "הביקוש האינסופי" טוענים כי כל ניסיון לכמת את הצורך בשבבים באמצעות השוואה לאירועים היסטוריים, כמו מהפכת המחשבים או הסמארטפונים, שגוי מיסודו. לדבריהם, היקף הצורך העתידי בכוח מחשוב אינו בר-השוואה לשום דבר שאנחנו מכירים: "ה-AI יבלע כל כמות חומרה שנוכל לייצר בשנים הקרובות".

הטיעונים לכך קשורים בעיקר למעבר מאימון מודלים להרצתם בזמן אמת במיליוני יישומים עסקיים ויומיומיים, לצד הטענה שההתקדמות המטאורית של המודלים דורשת רוחב פס וזיכרון בהיקפים שחורגים בהרבה מהשיפור ביעילות שמציגה החומרה.

טיעון מעניין נוסף לגבי הביקוש נוגע למרוץ הטכנולוגי: חברות ענק מבינות שאין להן את הפריבילגיה להישאר טכנולוגית מאחור, ולכן בלית

יולי 2026 | סקירה שביעית

סקירת מאקרו ושווקים

אמיר כהנוביץ, כלכלן ראשי בפרופיט



בלימה בהנפקות של חוב חדש, שבשילוב עם זינוק בביקוש שיינוצר אז בחיפוש של משקיעים ביטחון, נראה תנועת מלקחיים של ירידה בהיצע וזינוק בביקוש.

לסיכום, התנגשות התזזות בעולמות ה - AI צפוי להמשיך לטלטל את השווקים, במיוחד לאור משקלן העצום של מניות הטכנולוגיה. למרות שנראה שהמשקיעים לא סומכים על אגרות החוב שיהיו שם כדי להגן עליהם מעלייה של הנרטיב השלילי מבין השתיים, אך בעינינו הגישה ש"הפעם זה שונה" מסוכנת לא פחות מהתנגשות התזזות עצמן.

ישראל - השוק דרש לתמחר מחדש את מחיר הזמן

המדדים המרכזיים בבורסה בתל אביב רשמו בחודש יולי ירידות, אך מתחת לפני השטח הדרמה הייתה גדולה יותר. הסקטורים במדד רשמו רוטציה חריפה: מצד אחד מניות הבנקים, הביטוח והנפט והגז זינקו, ומצד שני מניות הנדל"ן, הבנייה והטכנולוגיה ירדו בחדות.

החוט שמצליח לקשר ביניהם הוא התללה של עקום התשואות. זה נבע מירידת הריבית הקצרה, כשבנק ישראל הפחית את הריבית לחודש מ - 3.75% ל - 3.50%, יחד עליית הריבית הארוכה, כשהריבית לעשר שנים (המשתקפת באג"ח של ממשלת ישראל) עלתה ביולי מכ - 3.7% לכ - 3.9%.

איך המהלך הזה מסביר את התנהגות השוק? סקטור הבנקים נהנה מהפחתת הריבית הקצרה, כשהיא מקלה מעט על הלווים, וכך מקטינה את הסיכון להידרדרות באיכות האשראי. מצד שני עליית הריבית הארוכה תאפשר להם בין היתר להמשיך לגלגל הלוואות חדשות בריבית גבוהה, ולהשיג ריבית גבוהה למשך זמן על כספי הציבור שיושב אצלם בעו"ש. באופן דומה, גם חברות הביטוח נהנות מהאפשרות להשקיע פרמיות ותזרימים חדשים בתשואות גבוהות יותר, לצד ירידה בערך הנוכחי של חלק מהתחייבויותיהן ארוכות הטווח.

ברקע ישנן גם טענות נוספות להיצף של היצע, כמו זה ששיפורים ביעילות התוכנה יקצצו בצורה משמעותית את הצורך בחומרה. מודלים יעילים יותר, שימוש בדגמים קטנים וממוקדים, והוזלת עלויות ההרצה עשויים לאפשר לארגונים לבצע יותר פעולות באמצעות פחות ציוד. לכן מתווספים טיעוני שוק קלאסיים שלפיהם התשואה על ההשקעות בתחום הולכת ונשחקת, כשיותר ויותר חברות דורשות כיום לראות תוצאות מעשיות ולא רק הבטחות, ומבקשות לדעת כמה השימוש ב - AI חוסך, כמה הכנסות הוא באמת מייצר, והאם התועלת מצדיקה את עלויות החומרה, החשמל והתפעול.

מעבר לתודתיות בענף הטכנולוגיה, על השווקים בכללותם המשיכה להעיב משקולת רוחבית יותר, שהגיעה מזירת האג"ח. התשואות הריאליות של איגרות החוב המשיכו לחולל כלפי מעלה ולחנוק את השוק. אלה מייקרות לכל החברות את עלויות המימון ואת שיעורי ההיוון של הרווחיות העתידית, וגם מגדילות את כדאיות אלטרנטיבית ההשקעה הסולידית.

עליית התשואות התרחשה כאמור על רקע הזינוק המחודש במחיר הנפט, עלייה בפרמיות הסיכון והמשך הנפקות מאסיביות של אג"ח ממשלתיות, ולמרות שהבנק הפדרלי החליט ביולי להותיר את הריבית ללא שינוי.

כידוע, הזינוק בריביות הריאליות מהדק את התנאים הפיננסיים ומאיים על שוקי ההון והנדל"ן. אך בשל המתאם הגבוה שנרשם בשנים האחרונות בין מניות לאג"ח ארוכות, נראה שהמשקיעים נמנעים כיום מהגדלת משקל האג"ח הארוכות, ומעדיפים להתגונן באמצעות אג"ח קצרות, במניות ערך או הגנות באמצעות מכשירים פיננסיים (כמו אופציות). אגב, המצב הזה מגדיל את הפופולריות של קרנות גידור.

יתכן שדווקא אותה ירידת פופולריות של איגרות חוב ממשלתיות הארוכות, שבהחלט יכול להימשך בינתיים, מגדיל את הסיכוי שבמקרה של משבר כלכלי קלאסי (שאינו נובע מאינפלציה) הן כן יבצעו תיקון והצפת ערך משמעותית מאוד. הרי בסופו של דבר מדובר בנכס איכותי המגובה על ידי ממשלות שמציע תשואה גבוהה היסטורית. בתרחיש של משבר כלכלי סביר שנראה קריסה בביקוש להשקעות ולצריכה ולכן

יולי 2026 | סקירה שביעית

סקירת מאקרו ושוקים

אמיר כהנוביץ, כלכלן ראשי בפרופיט



שהשוק כבר לא רץ אחרי "הסיפור הביטחוני" ומבקש לראות צבר הזמנות, כושר ייצור ורווחיות מוכחת. לכך נוספו מימושים טבעיים לאחר העליות החדות מתחילת השנה, והעובדה שבחלקו האחרון של החודש המערכה הפעילה מול איראן נתפסה יותר כאמריקאית ופחות כישראלית. לסיכום, חודש יולי לא היה חודש של בריחה המונית משוק המניות, אלא חודש שבו השוק ביקש לתמחר מחדש את הזמן.

מנגד, אותה התללות של עקום הריביות פוגעת בחברות הנדל"ן, כשמחיר המימון הרלוונטי עבורן נגזר בעיקר מהטווחים הבינוניים והארוכים שהתייקרו. בנוסף, עליית הריבית הארוכה לוחצת למטה את שווי נכסי הנדל"ן שהם מחזיקים או בונים, דרך עליית שיעורי ההיוון.

מי שעוד נפגע מעליית הריביות הארוכות הוא סקטור הטכנולוגיה, משום שחלק גדול משווי מבוסס על רווחים הצפויים בעתיד הרחוק. אלא שסקטור הטכנולוגיה, נפגע פעמיים, גם מאפקט שלילי של הירידות שנרשמו בעולם במניות השבבים.

אז מדוע בכלל הריבית הקצרה ירדה בעוד הריביות הארוכות עלו? בצד אחד בנק ישראל שולט בקצה הקצר של עקום הריביות והפחית כאמור את הריבית. בצד שני, הקצה הארוך הושפע מעליית ציפיות האינפלציה על רקע הזינוק במחירי הנפט והחזרה להיחלשות השקל, העלייה המחודשת בפרמיית הסיכון של ישראל, המשך הנפקות החוב הגדולות, וגם לאור פרסום מדד המחירים לצרכן לחודש יוני, שהפתיע מעט כלפי מעלה כשנותר ללא שינוי לעומת צפי לירידה של 0.1%, בהובלת האצה בסעיף השכירות, שנתפס כמגמתי יחסית.

אגב, העלייה במחיר הנפט, על רקע המערכה האמריקאית מול איראן, מסבירה במישורין גם את העליות שנרשמו במניות הנפט והגז בתל אביב.

סקטור שהתנהגותו לא התחברה לנרטיב הזה היה הביטחוניות. למרות ההסלמה הביטחונית המחודשת מול איראן, המניות של הסקטור לא עלו ביולי. השונות בין החברות בענף רומזת

מדדי מניות

מדד	יולי 2026	מתחילת 2026
תא 90	0.39%	0.67%
תא 125	1.52%	11.14%
מדד ת"א נפט וגז	9.17%	-5.35%
תל בונד-תשואות שקלי	-0.33%	2.47%
מדד ממשלתי כללי	-0.30%	2.24%
תל בונד 60	0.17%	3.04%
בעולם		
S&P500	-0.13%	9.41%
דאו ג'ונס	0.32%	9.20%
נאסד"ק	-3.20%	9.17%
דקס (גרמניה)	2.53%	4.65%
מט"ח		
דולר-שקל	2.49%	-3.98%
אירו-דולר	0.89%	-1.78%

הסקירה כוללת תחזיות והערכות מהוות מידע צופה פני עתיד, כהגדרת מונח זה בחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968, אשר נשענות על נתונים הנמצאים בידי פרופיט למועד זה. התממשותן של תחזיות והערכות אלה אינה בשליטת פרופיט ומטבע הדברים הן עשויות שלא להתממש או להתממש באופן חלקי או שונה מכפי שיתואר בסקירה. אין בתוכן משום תחליף ליעוץ ו/או שיווק פיננסי ו/או שיווק השקעות ו/או ייעוץ מס המותאם ללקוח או המלצה בנוגע לכדאיות השקעה במוצרים פיננסיים או פיננסיים כלשהם, ואין בדברים משום הזמנה או הצעה לביצוע פעולות במוצרים פיננסיים או פיננסיים כלשהם. לעורך הסקירה - ו/או לפרופיט עשוי להיות עניין אישי בנושא הסקירה. אין באמור להוות התחייבות לתשואה, ואין במידע על תשואות שהושגו בעבר כדי להעיד על תשואות שתושגנה בעתיד. המידע המוצג הוא חומר מסייע בלבד, הנשען על אומדנים והערכות החברה שמטבע הדברים, אפשר ויתבררו כחסרים או בלתי מעודכנים וכן עלולות להתגלות סטיות בין ההערכות המובאות במידע לבין התוצאות בפועל. אין לראות במידע זה כעובדתי או כמידע שלם וממצה של ההיבטים הכרוכים בניירות ערך ו/או בנכסים הפיננסיים או הפיננסיים המוזכרים בו. אין באמור למצות ו/או להחליף את הוראות ההסדר התחיקתי. אין להעתיק ו/או להפיץ ו/או לשדר ו/או לפרסם את האמור, ללא קבלת אישור מראש ונכתב מאת פרופיט. העושה שימוש במידע עושה זאת על אחריותו בלבד.