

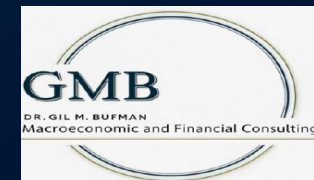
סקירה חודשית מאקרו ושווקים

מאת: ד"ר גיל מ. בפמן
ד"ר גדעון בן נון

נובמבר 2026

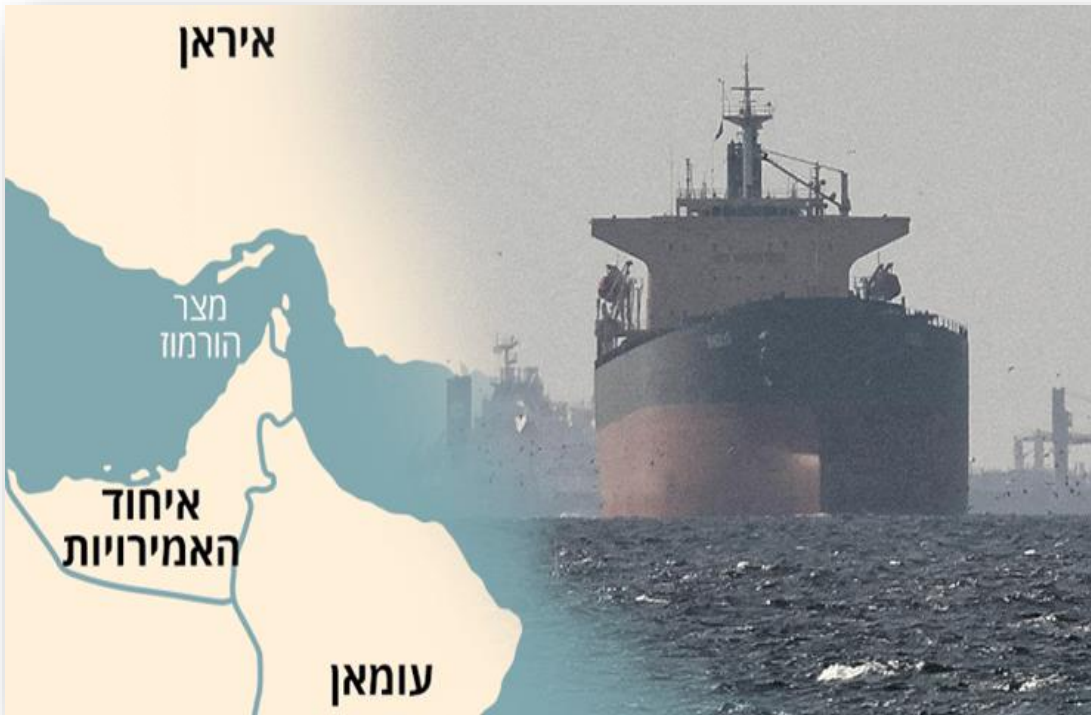


אג'יו ניהול סיכונים והחלטות פיננסיות בע"מ
הינה בעלת רישיון ניהול תיקים וייעוץ השקעות
נא ר' גילוי נאות בעמוד האחרון



ד"ר גיל מ. בפמן הוא יועץ עצמאי בתחום
המאקרו-כלכלי, מונה לחברה הועדה המייעצת
לקביעת הריבית של בנק ישראל

- גיאופוליטיקה: אירופה מותקפת בהתקפות היברידיות על ידי רוסיה. טראמפ יוצר צפי לתקיפה נוספת באיראן אחרי בחירות האמצע
- מחירי האנרגיה: על רקע המתיחויות הנ"ל, המחירים המשיכו לעלות ומחיר החבית חצה שוב בסערה את רף ה- \$100 לחבית



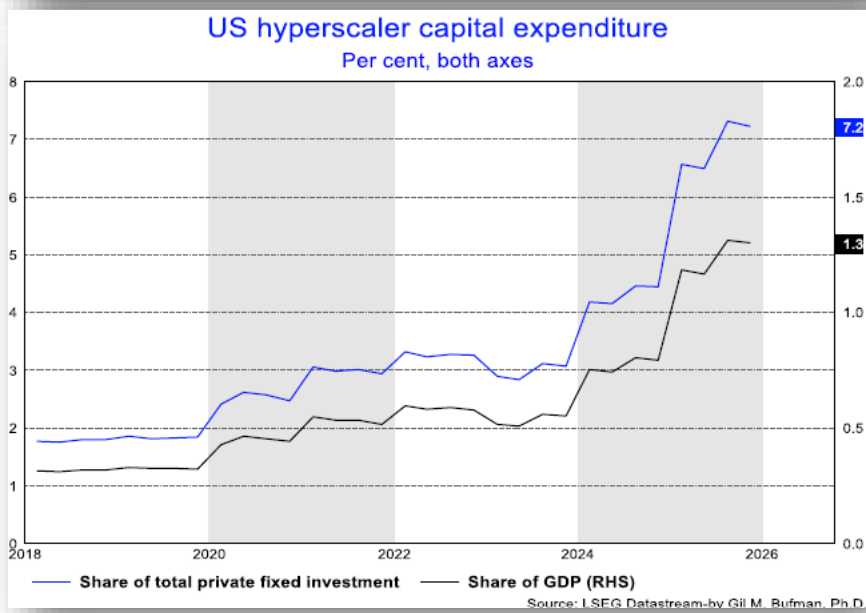
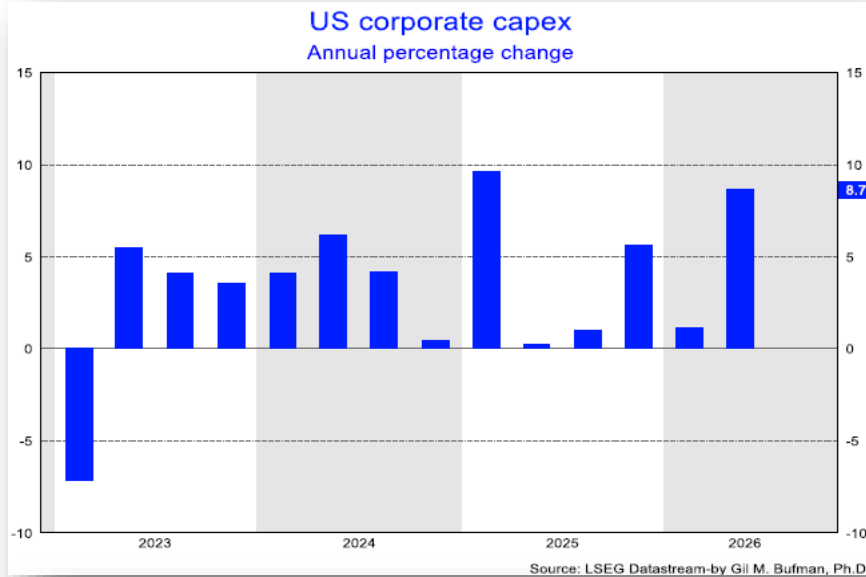
עלית מחירי החבית לכשעצמה אינה משקפת את מלוא הלחץ כפי שהוא משתקף ממחירי הדיזל, הדס"ל, מרווחי הזיקוק ועוד.

- אינפלציה וריבית: האינפלציה בארה"ב עלתה על הצפי, 0.6% באוקטובר ו- 3.7% קצב שנתי. הדבר גרר עליית ריבית בארה"ב. זהו היפוך של המדיניות המרחיבה בה נקט ה'פד' עד כניסתו של הנגיד הנוכחי, וורש. בישראל האינפלציה ממשיכה להיות באמצע יעד האוצר, ללא איום על מדיניות הריבית. בהודעת הריבית באוקטובר הנגיד הביע דאגה ממצב המדינה והכלכלה, ערב הבחירות.
- שוקי המניות: לאחר ששמרו על יציבות למרות עליית תשואות האג"ח, שוקי המניות הלכו ואיבדו אותה במחצית השניה של אוקטובר, כלומר, התנודתיות עלתה ונוצרה נטיה לאג"ח הממשלתיות כחוף מבטחים. יחד עם זאת, עדיין לא מדובר בשינוי מגמה.

- שוקי האג"ח: עליית התשואות בממשלתיות נבלמה. בקונצרניות נראית התחלה דקה של עליה במרווחי הסיכון, כך שהשוק עדיין יציב ולא מראה סימני מצוקה.
- שוקי המט"ח: הדולר מתחזק בעולם עם הריבית ותשואות האג"ח שעלו, הדרדרות הגיאופוליטיקה ונטיית משקיעים לחוף מבטחים.

תוצאות הבחירות בישראל: היעדר הכרעה מהווה אירוע דרמטי שביכולתו להגביר תנודתיות בשוק המקומי ובשער הדולר

כלכלת ארה"ב והמרוץ הטכנולוגי ל- AI



ארה"ב מצויה במרוץ חימוש טכנולוגי – חלק מ"תחרות המעצמות" מול סין

ההשקעות בטכנולוגיה, בדגש על מיחשוב קוונטי, כלי AI ומרכזי ניהול נתונים, הפכו זה מכבר להיות לא רק מהלך של חידושים וקידמה, אלא מרוץ עוצמתי בהובלת מדיניות ושחקני ענק, מוטיבציה להקדים את המתחרים, אפשר לומר – להכריע. מדוע? מכיוון שברור לכל שהמנצחים, יקבלו גם את הכוח הצבאי, את ההובלה הגיאופוליטית בעתיד. כך, בעידוד הממשל, משקל ההשקעה של ענקיות הענן על ל- 7.2% מסך ההשקעה של הסקטור הפרטי בנכסים קבועים, לכ- 68% מהתזרים הטיפעולי ולכ- 1.3% מהתוצר כולו. לפעילות יש מספר היבטים חשובים:

- מחזוריות
- בניית כושר ייצור עתידי
- תרומה (נוכחית ועתידית) לפיריון במשק האמריקאי
- תרומה לעלית התשואות עקב גיוסי עתק בחוב
- תרומה לשכר ולאיןפלציה
- השפעה חיובית על ענפי תעשייה ותשתית
- תרומה לתוצר ולצמיחה של כלל המשק

לצד התרומה העצומה שקיימת בגל ההשקעות הנרחב והמתואם של חברות הענק והממשל, נוצר חשש של תלות של המשק בהתנהגות מחזורית של תעשיית ה- AI, כך שעצירת גל ההשקעות עלולה לגרור השפעה מצננת על המשק האמריקאי ולהוביל אף לאבטלה והאטה בצמיחה – זאת תוך מיתון לחצי האינפלציה ועליית הריבית. **נכון להיום, עדיין מתקיים איזון סביר בין ההשקעות, לריבית ולשאר הכוחות במשק האמריקאי.**

כלכלת ישראל: בחירות ותרמישים

התרמיש המרכזי: התאוששות בצל אי-ודאות גבוהה (הרחבה בשקף 8)

- **צמיחה:** 5.7% ב-2026 ו-6.4% ב-2027; בניכוי הייצור בחו"ל – 3.4% ו-3.9% בלבד.
- **בחירות:** בנק ישראל מצביע על סיכון להיעדר הכרעה ולהעמקת השסע; תחזיתו אינה מגלמת את תוצאות הבחירות.
- **בנק ישראל:** ריבית 3.25% ללא שינוי, בנימה מעט ניצית; להערכתנו הפחתה ל-3.0% עד הרביע הראשון של 2027.

2025–2027 | תוצר ותוצר עסקי: צמיחה כוללת לעומת צמיחה ללא ייצור בחו"ל

2025

בפועל

תוצר 3.5%; ללא ייצור בחו"ל 2.1%. מתיחות ביטחונית וחברתית.

2026

אומדן

תוצר 5.7%; ללא ייצור בחו"ל 3.4%. מלחמה ולחצי תשומות.

2027

תרמיש מרכזי

תוצר 6.4%; ללא ייצור בחו"ל 3.9%. המשך התאוששות.

שלוש חלופות לשנת 2027

שיפור גיאופוליטי

הרחבת הסכמי שלום

תוצר 7.7%, וללא ייצור בחו"ל 5.2%; האצה של ההשקעות.

החרפה משולבת

ביטחון ואי-שקט חברתי

תוצר 1.9%, אך ללא ייצור בחו"ל התכווצות של 0.6%.

זעזוע בשווקים

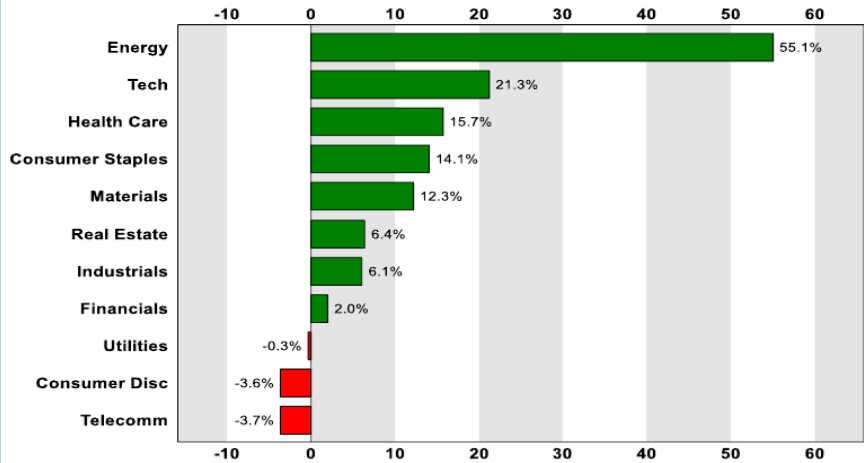
ירידות חדות במניות

תוצר 3.2%, וללא ייצור בחו"ל 1.0%; פגיעה מקומית חריפה יותר.

שוקי המניות: בהובלת ה-AI והאנרגיה

S&P 500 economic sectors performance

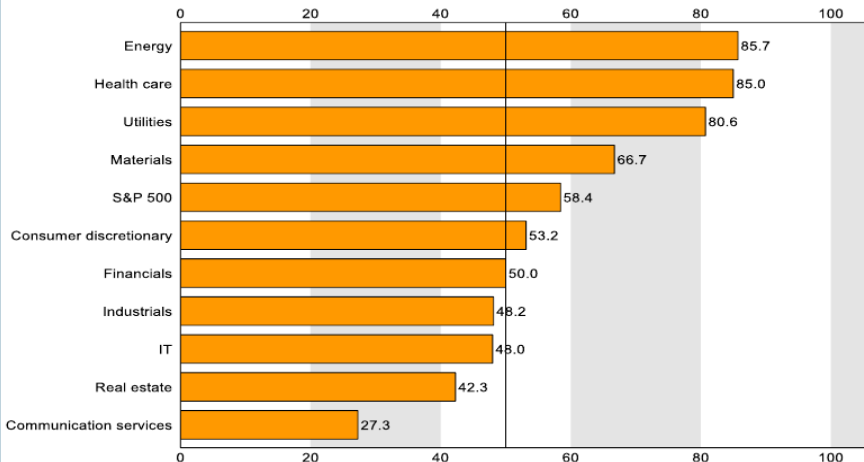
Total return since YTD 2026, per cent, latest data: 23/10/2026



Source: LSEG Datastream-by Gil M. Bufman, Ph.D.

S&P 500 market breadth by sector

Percentage of stocks closing above their 50-day moving average, 23/10/2026



Source: LSEG Datastream-by Gil M. Bufman, Ph.D.

ארה"ב: תמחור מחדש של הסיכון – לא בריחה ממניות

- **מתחילת אוקטובר**: מדד S&P 500 עלה ב-0.3%, נאסד"ק ירד ב-2.6%, הדאו ג'ונס עלה ב-2.9% וראסל 2000 ירד ב-0.4%. מתחילת השנה עלה S&P 500 ב-12.1% ונאסד"ק ב-12.6%.
- **רוחב השוק**: ניכרת רוטציה ממניות הטכנולוגיה הגדולות ומענקיות ה-AI למניות מסקטורים אחרים. מתחילת אוקטובר עלה מדד S&P 500 במשקל שווה בכ-4.1% (נכון ל-23 באוקטובר), לעומת עלייה מתונה במדד המשוקלל לפי שווי שוק. מגמה זו משקפת התרחבות של העליות מעבר למניות הגדולות, לצד חולשה יחסית בנאסד"ק.
- **סקטורים**: מתחילת השנה עלה סקטור האנרגיה 55.1% והטכנולוגיה 21.3%; תקשורת וצריכה מחזורית בירידה.
- **רבעון שלישי**: רוב החברות הכו את תחזיות הרווח, פחות מהן את תחזיות ההכנסות. מכפיל רווח עתידי 18.9.
- **AI**: הירידות ב-Nvidia, AMD ו-Micron משקפות עליית תשואה נדרשת ואי-ודאות במימון, לא בהכרח ירידה בביקוש ל-AI.

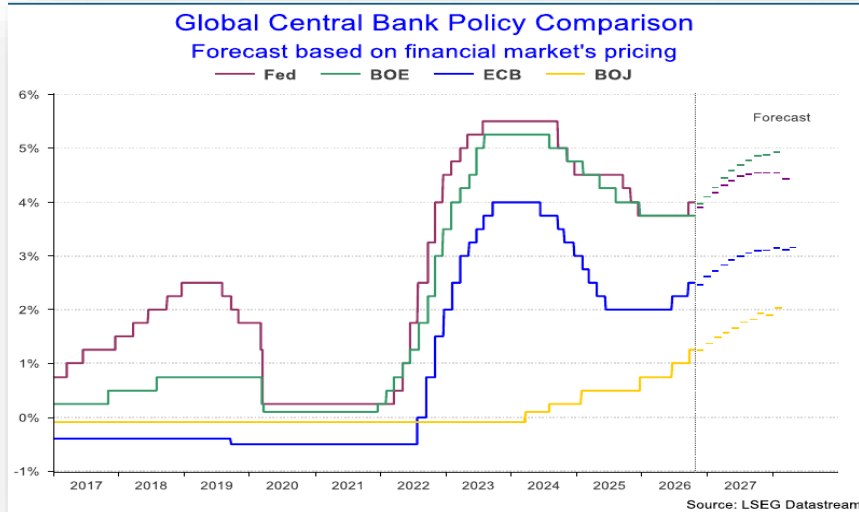
עולם וישראל – ולנו יש פלאפל (כלומר בחירות)

- **אירופה**: 600STOXX ירד 1.4% ו-CAC40 ירד 2.2% – המדד המוביל היחיד באירופה בירידה מתחילת השנה (פרמיית הסיכון של צרפת).
- **אסיה**: הניקיי ירד 4.0% בשבוע ו-KOSPI ירד כ-20% מתחילת אוקטובר – פגיעה בשווקים הנשענים על שרשרת האספקה של ה-AI.
- **ישראל**: ת"א-35 ירד 2.4% בשבוע אך עדיין גבוה ב-13.6% מתחילת השנה; ת"א טכנולוגיה ירד 3.7% ות"א נדל"ן עלה 1.7%.
- **עם קשר מתון למגמה העולמית - השוק בישראל נסחר בהמתנה לבחירות ולתוצאותיהן.**

אג"ח וריביות: מהפחתה – להעלאת ריבית

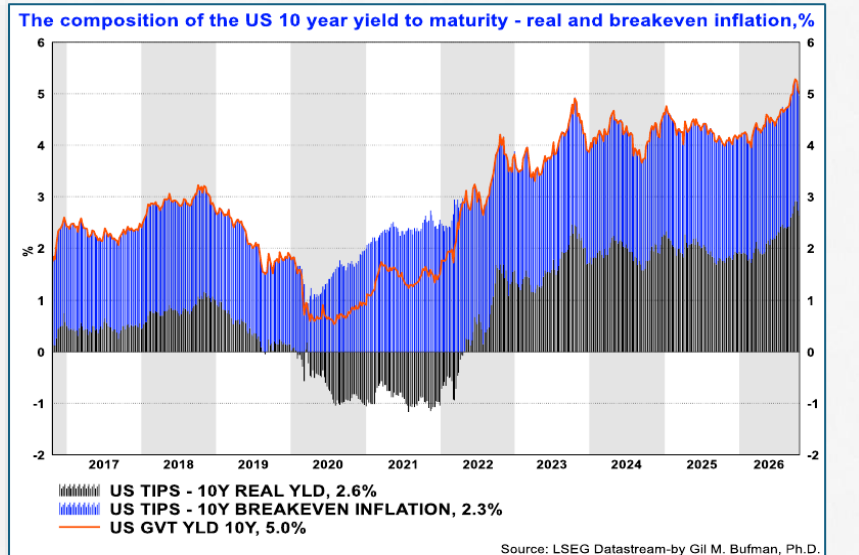
הכוחות הפועלים – ריבית הבנקים המרכזיים

- בחדשים האחרונים חל מהפך במדיניות המוניטרית של בנקים מרכזיים, בראשם ארה"ב ואירופה. לאחר הורדת ריבית החל משנת 2025, בחדשים האחרונים חל מעבר למדיניות מרסנת בלחץ האינפלציה שנוצרת בעיקר עקב מחירי האנרגיה והשקעות העתק של חברות הטכנולוגיה, **והשוק צופה המשך העלאות.**
- **הפד:** אחרי ההעלאה בספטמבר, צפי ללא שינוי ב-28/10 אך עם מסר ש"יש עוד עבודה". השוק מתמחר 4.10% בסוף השנה ו-4.48% ביוני 2027 (בין 3.75% ל-4.00% כיום).
 - **אירופה ויפן:** ECB צפוי לעלות מ-2.50% לכ-2.99% ביוני 2027; בבריטניה עלייה חדה יותר; ביפן נרמול הדרגתי.
 - **בנק ישראל:** השוק מתמחר 3.16% לסוף 2026 (3.25% כיום); להערכתנו ירידה ל-3.0% כבר ברביע הראשון של 2027.



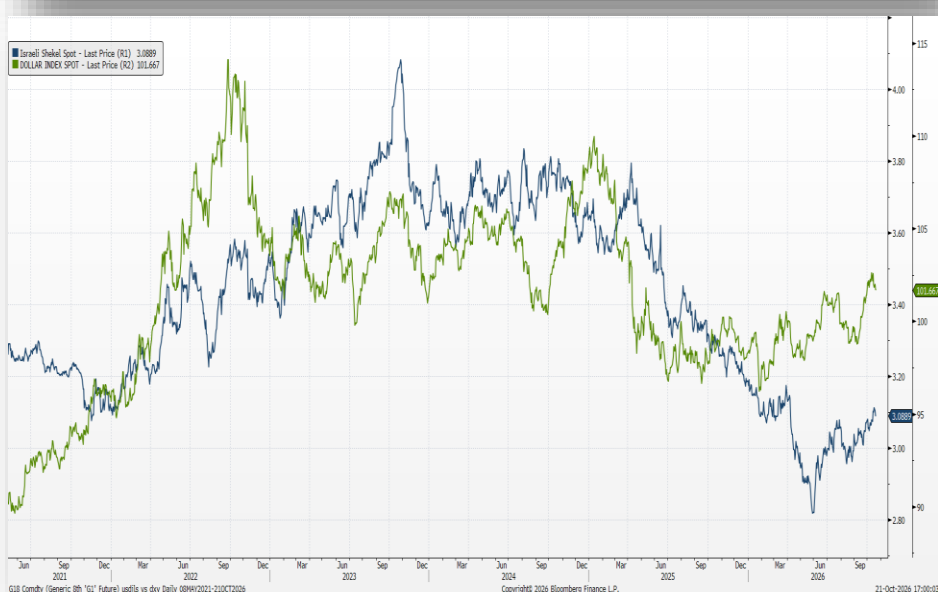
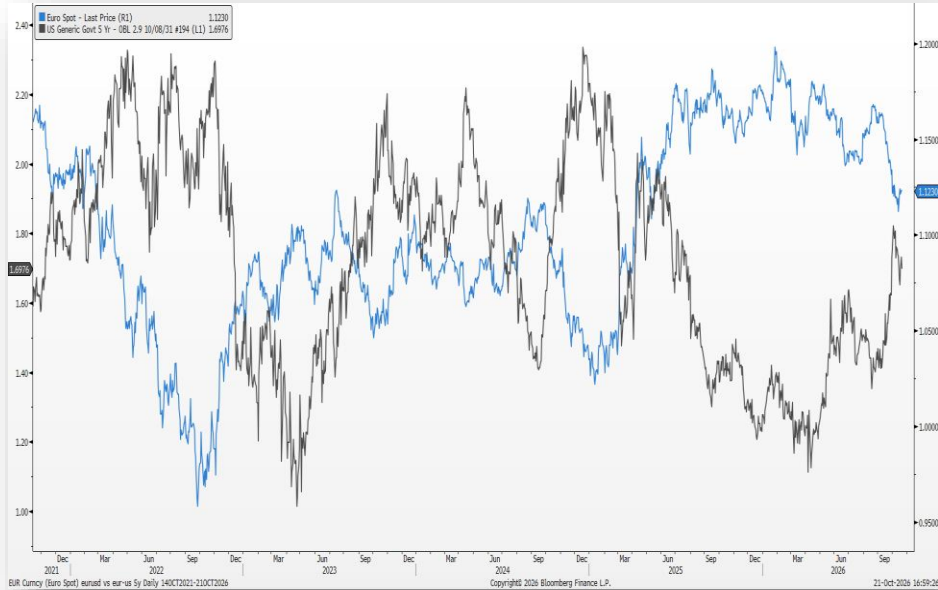
הריבית הריאלית – מגמה ומשמעויות

- בציפיות למדיניות מרסנת,
- **ארה"ב:** תשואה של 5.0% לעשר שנים = ריבית ריאלית של כ-2.6% וציפיות אינפלציה של -2.3% -2.4%.
 - **הלחץ:** השקעות AI של כטריליון דולר, לצד גירעון של 6.2% תוצר; החיסכון (18.9% תוצר) נמוך מההשקעה (22.1%).
 - **ישראל:** ריבית ריאלית צפויה של כ-0.9% בלבד, מתחת ל-1% שהשוק רואה כנדרש. עקום תלול: שנה 3.06%, עשר שנים 4.04%, 30 שנה 4.62%.



חשוב לומר כי ציפיות השוק להעלאת ריבית התרחבה והשפיעה לכל אורך עקום הריביות, גם בטווחים הארוכים ביותר שלו. בין יתר הסיבות לכך נמצא החשש מהגירעונות הגדלים של ארה"ב ומדינות נוספות בהינתן גידול בהוצאה הציבורית ותקציבי הביטחון הגדלים עקב המתחים הגיאופוליטיים.

מט"ח: הדולר צובר תאוצה



הכוחות הפועלים – הפרשי הריבית מחזקים את הדולר

בגרף משמאל ניתן לראות כי כאשר עולה יתרון הריבית הדולרית על פני זו של האירו (הקו השחור), נוצרת התחזקות של הדולר ביחס לאירו (הקו הכחול). הסיבה לכך היא תנועה של יתרות בהיקף גדול אל שוק האג"ח האמריקאי, המספק תשואה גבוהה יותר. **יתרון זה של הדולר עשוי להימשך.**

- **הדולר:** מדד הדולר (DXY) ב-101.8, לעומת 98.3 בתחילת השנה.
- **עליית התשואות:** התשואה ל-10 שנים בארה"ב כ-5.0% והשוק מתמחר העלאות פד נוספות – פער ריבית לטובת הדולר.
- **גיאופוליטיקה ואירופה:** האירו ירד ל-1.12 דולר (בתחילת השנה), על רקע זעזוע הגז (TTF כ-30.6 דולר) וסיכון פוליטי-פיסקלי בצרפת.

השקל התנתק מהדולר בעולם, אך חוזר ומצטרף למגמה העולמית

- **השקל:** 3.10 שקלים לדולר, חזק מ-3.19 בתחילת השנה; מול האירו 3.48 לעומת 3.74.
- **כיוון חדש:** פיחות של כ-1% מתחילת אוקטובר ושל 3.1% מאז החלטת הריבית הקודמת.
- **משמעות:** עצירת התיסוף עלולה להפוך את סעיפי היבוא – ובראשם נסיעות לחו"ל – לסיכון אינפלציוני.
- **תחזית:** ממוצע 3.05 ב-2027 בתרחיש המרכזי; 3.40–3.50 בתרחישי הלחץ; 2.90 בתרחיש הסכמי השלום.

בחדשים האחרונים חל מהפך במדיניות המוניטרית של בנקים מרכזיים, בראשם ארה"ב ואירופה. הקו הכחול בגרף משמאל מראה את **השקל דולר** – אל מול המגמה העולמית של הדולר בעולם (DXY – "מדד הדולר"). **נראה כי בהינתן תנודתיות בשוק המניות בארה"ב, השקל מתחיל לנוע תחת השפעה גוברת של האירועים המקומיים – הבחירות, צפי לחידוש המלחמה באיראן ועוד.**

עם הפנים קדימה – תרחישי צמיחה לישראל

התרחיש המרכזי: המשך התאוששות

לאחר תקופה מסויימת של חוסר ודאות שיבוא לאחר הבחירות, מרבית התחזיות הן כי כלכלת ישראל צפויה להראות התאוששות ואף להיכנס למהלכים חיוביים חדשים. להלן מספר תרחישים:

- **הנחות:** מתיחות ביטחונית ואי־שקט חברתי נמשכים, ללא הסלמה נרחבת; מגבלות סחר נקודתיות.
- **מנועים:** צריכה פרטית, בנייה למגורים, ויצוא ביטחון, סייבר ותכנון שבבים.
- **זהירות:** כ-2.5 נק' אחוז מהצמיחה הן ייצור בחו"ל (בעיקר Mellanox/Nvidia) – תרומה מוגבלת לשכר ולביקוש המקומי.

החלופות לשנת 2027

אל מול התרחיש החיובי הנ"ל, קיימים כמובן גם תרחישים שמהווים חלופה פחות חיובית לשווקים וראוי לציין אותם:

- **ירידה בשוקי המניות:** זעזוע פיננסי עולמי; הפעילות המקומית צומחת 1.0% בלבד והשקל נחלש ל-3.40.
- **החרפה ביטחונית וחברתית:** סבב לחימה מול איראן, הרחבת סנקציות ואי־שקט; התכווצות של הפעילות המקומית ואבטלה 5.0%.
- **הסכמי שלום:** הרחבת הסכמי אברהם והשקעות מהמפרץ; צמיחה של 7.7% – תחזית בנק ישראל (7.5%) קרובה לתרחיש זה.

הסכמי שלום	החרפה ביטחונית	ירידה במניות	מרכזי 2027	2026 אمدן	
7.7%	1.9%	3.2%	6.4%	5.7%	תוצר
5.2%	0.6%-	1.0%	3.9%	3.4%	תוצר ללא ייצור בחו"ל
7.5%	0.5%-	1.0%	5.7%	5.0%	תוצר עסקי ללא ייצור בחו"ל
6.0%	0.9%	1.9%	4.1%	3.4%	צריכה פרטית
12.4%	0.0%	7.2%	9.2%	11.0%	השקעה בנכסים קבועים
12.5%	6.0%	4.4%	11.1%	14.1%	יצוא
2.9%	5.0%	3.7%	2.8%	3.0%	אבטלה
3.1%-	6.1%-	5.1%-	3.9%-	3.9%-	גירעון תקציבי (%) (תוצר)
63%	69%	67%	64%	65%	חוב / תוצר
1.6%	2.9%	2.7%	2.3%	1.7%	אינפלציה (דצמבר)
2.90%	3.50%	3.25%	3.04%	3.65%	ריבית ב"י (מוצע)
2.90	3.50	3.40	3.05	3.05	שקל/דולר (מוצע)

עם הפנים קדימה – למה נצפה בחודש הקרוב



הבחירות בישראל וצפי לתקיפה אמריקאית באיראן אחרי בחירות האמצע:

ראשית, **נציין כי שורות אלה נכתבו לפני הבחירות:** החשיבה המקובלת לפי התנהגות השוק היא שמהפך יביא למגמה חיובית בשוק המניות, לרגיעה בשוק האג"ח ולהתאוששות של השקל. להערכתנו, **בכל תרחיש - לאחר הבחירות עלולה להיות עליה בחוסר הוודאות, הן בתקופת הקמת הממשלה והן בשנה-שנתיים הקרובות.** תחת הערכה זו, נצפה לתנודתיות גוברת בשווקים המקומיים בתקופה הקרובה, כאשר גם לא ניתן להתעלם מהצפי שמספק טראמפ לגבי תקיפה באיראן מיד לאחר בחירות האמצע. **ואחרי הבחירות?** ביומיים שלאחר הבחירות אנו רואים כי תחזית זו מתחילה להתממש והתנודתיות בשוק המקומי - עלתה. כעת, השווקים ממתינים לבחירות האמצע ולתקיפה באיראן שאולי תבוא אחריה. בתנאי רקע אלו, השוק המקומי (מניות ואג"ח) נראה פחות אטרקטיבי.

לוח אירועים מרכזיים

- **סוף אוקטובר:** החלטת הפד – צפי ללא שינוי, מסר ניצי; דוחות Amazon ו-Alphabet, Microsoft.
- **4-2 בנובמבר:** משרד האוצר האמריקאי מפרסם את תוכנית הגיוס – צפי להגדלת ההנפקות בטווחים הקצרים.
- **3 בנובמבר:** בחירות האמצע בארה"ב.
- **הבחירות בישראל:** מגעים להרכבת קואליציה – אירוע עם פוטנציאל לטלטל את השוק המקומי ואת השקל.
- **אמצע נובמבר:** מדד המחירים לצרכן לאוקטובר; תחזיתנו לאינפלציה ב-12 החודשים הקרובים: 2.4%.
- **צרפת:** הצבעה על תקציב צרפת (17/11) ובחינת דירוג צרפת על ידי S&P (27/11).
- **23 בנובמבר:** החלטת הריבית של בנק ישראל – צפי עיקרי ללא שינוי; ההפחתה צפויה עד הרביע הראשון של 2027.
- **אמצע דצמבר:** הפד מחדש רכישות אג"ח לניהול הרזרבות (כ-10 מיליארד דולר בחודש).

עם הפנים קדימה – פרמטרים ותחזיות

פרמטר	רמה נוכחית	תמחור השוק / צפי	ההערכה שלנו
ריבית בנק ישראל	3.25%	3.16% בסוף 2026; 3.10% במחצית הראשונה של 2027	הפחתה ל-3.0% עד הרביע הראשון של 2027
ריבית הפד	בין 3.75% ל-4.00%	4.10% בסוף 2026; 4.48% ביוני 2027	ללא שינוי ב-28/10; מסר ניצי
ריבית ECB (פיקדונות)	2.50%	2.62% בסוף 2026; 2.99% ביוני 2027	דילמה: לחצי היצע מול צמיחה של כ-1%
אינפלציה בישראל	1.7% (אומדן 2026)	2.1% לשנת 2027 (בנק ישראל)	2.4% ב-12 החודשים הקרובים; 2.3% ב-2027
תשואה 10 שנים – ישראל	4.04%	נמוכה בכ-96 נ"ב מארה"ב	ספיגה איטית וחלקית של התשואות בארה"ב
תשואה 10 שנים – ארה"ב	5.00%	5.29% בסוף ספטמבר	גירעון ומימון ה-AI שומרים על תשואות גבוהות
שקל / דולר	3.10	פיחות של כ-1% מתחילת אוקטובר	ממוצע 3.05 ב-2027 (תרחיש מרכזי)
ברנט (דולר לחבית)	114	קרוב לשיא מאז תחילת המלחמה	גבוה במחצית הראשונה של 2027, ואז ירידה הדרגתית
צמיחה בישראל	5.7% ב-2026	7.5% ב-2027 (בנק ישראל)	6.4% ב-2027; 3.9% ללא ייצור בחו"ל

תודה רבה

ד"ר גיל מ. בפמן
ד"ר גדעון בן נון

נובמבר 2026



אג'יו ניהול סיכונים והחלטות פיננסיות בע"מ
הינה בעלת רישיון ניהול תיקים וייעוץ השקעות
נא ר' גילוי נאות בעמוד האחרון

ד"ר גיל מ. בפמן הוא יועץ עצמאי בתחום
המאקרו-כלכלי, מונה לחברה הועדה המייעצת
לקביעת הריבית של בנק ישראל