2.8.2026

מברק למשקיעים לסיכום חודש יולי 2026

משקיע יקר

התרסקות של 20% במדד מניות השבבים החודש, לאחר הכפלה בשווי מאז תחילת השנה, בצל הביקוש הפתאומי לשבבים מסורתיים לתמיכה בתשתיות AI והקמה מואצת של בסיסי נתונים. ריבית האג"ח הארוכות מזנקות בארה"ב לשיא שלא נראה מאז מאי 2004, אלא שאז יחס החוב לתוצר היה קטן בחצי מיחס החוב הנוכחי.

עונת הדוחות לסיכום הרבעון השני יצאה לדרך, והיא חושפת את האפקט הבעייתי של השקעות ההון במירוץ לתשתיות ה-AI: מעבר לתזרים מזומנים שלילי. רווח של חברה נגזר מההכנסות בניכוי הוצאות. השקעות (הון) אינן נחשבות כהוצאה בשלב הראשון, אלא רק כשהן מתחילות לייצר פחת ואובדן ערך של ההשקעה. כך קורה שענקיות הטכנולוגיה משקיעות בשנתיים האחרונות את כל הרווח השנתי שלהן בתשתיות AI, ובכל זאת הרווח המוצג בדוחותיהן גדל כל הזמן.

בדיווח לרבעון החולף נגלה לעיניי המשקיעים תזרים מזומנים שלילי, לראשונה מאז משבר הדוט.קום בתחילת המילניום. מכאן זה כבר ברור שההפחתות שיעשו ברבעונים ובשנים הקרובות יימחקו את כל הרווח ואף יעבירו להפסד בדוחותיהן של חברות הענק, שהיו במשך שני עשורים פרות מזומנים שמנות עם צמיחה עקבית ברווח.

לנתון הזה הצטרף דיווח בעיתון כלכלי ביפן בדבר היקף של 1.65 טריליון דולר של "חובות נסתרים" של ענקיות הענן, שאינם מופיעים במאזני החברות, מכיוון שמדובר בהתחייבויות לשירותי בסיסי נתונים שנמצאים בהקמה ועדיין לא מספקים שירותים. חוב זה למעשה מעביר את הסיכון ממקימי התשתיות אל עבר ענקיות הטכנולוגיה, מבלי שהן יודעות אם תהיה דרישה בעתיד לשימוש בתשתית ואם היא תהיה עדכנית ורלוונטית בזמן ארוך.

גם יצרנית שבבי ה-AI שמובילה את המהפכה Nvidia, דיווחה על התחייבות למתן אשראי בהיקף 750 מיליארד דולר ללקוחותיה כדי שיוכלו להזמין ממנה שבבים, בערבות שלה. עסקאות סיבוביות כאלה הן המנוע החם ביותר ליצירת בועות פיננסיות, ופיצוץ שלהן בסופו של דבר.

מאז המהפכה התעשייתית חלו 19 מהפכות טכנולוגיות שהזניקו מרוץ להקמת תשתיות בהיקף גדול, החל ממהפכת מסילות הברזל ב-1844, דרך מהפכת הרכב, הרדיו, הטלויזיה, ה-PC, האינטרנט... ועד ה-AI. בכל המקרים האלה חל שינוי דרמטי וארוך טווח לטובת האנושות, אך בטווח הקצר התנפחה בועה טכנולוגית פיננסית, שהתפוצצה כשלוש שנים אחרי הפריצה הטכנולוגית. כלי ה-AI פרץ לחיינו בפברואר 2023, והמירוץ מתקרב לנקודת פיצוץ בועת תשתיות המחשוב והשבבים, שנראה שיצאה לדרכה החודש עם ההתרסקות במדדים.

התשואות על אגרות החוב הממשלתיות במערב מזנקות לשיא של יותר משני עשורים. הביקוש לחומרי גלם, אנרגיה ומשאבים להקמת בסיסי נתונים, בסביבה גלובאלית מתוחה ובדלנית אחרי שנות הקורונה ולחימה ממושכת בין מזרח למערב, מביא לעלייה ארוכת טווח באינפלציה בתנאים של מחסור.

אינפלציה שנובעת מצמיחה היא אירוע בריא שניתן לטיפול באמצעות העלאת ריבית. לעומתה, אינפלציה שנובעת ממחסור פוגעת בצמיחה, מכונה "סטגפלציה", והעלאת הריבית הנדרשת לטיפול באינפלציה עשויה מהצד השני להחריף את הפגיעה בצמיחה. מלכוד עבור הועדה המוניטארית.

מחזיקי האג"ח מניחים כעת שהאינפלציה היא עיקשת לזמן ארוך, והבנקים המרכזיים יהיו חייבים להעלות את הריבית באופן שיקשה על הממשלות למחזר את החוב. תשואת האג"ח האמריקאית ל-30 שנים פרצה את רמת ה-5% שתמכה אותה במשך 3 השנים האחרונות.

המשך עליית התשואה תערער את האמון באוצר האמריקאי ויכולתו למחזר את חובו העומד על 123% תוצר, פי 2 מהממוצע. אבדן אמון כזה עשוי להביא לזינוק נוסף בתשואת האג"ח ולמוטט מוסדות פיננסים, בנקים, חברות נדל"ן וקרנות גידור. האוצר יתקשה לגלגל את החוב, מה שעשוי לקרב לחדלות פירעון ושמיטת חוב של הממשל.

אלדר גנזל

מנכ"ל

אין באמור כדי להוות ייעוץ השקעות ו/או תחליף לייעוץ אישי המתחשב ומותאם לצרכי ונכסי כל אדם בידי יועץ השקעות בעל רישיון