

אירועים מרכזיים בשבוע האחרון

מדדי המניות בארה"ב סיימו שבוע שלילי נוסף בדגש על מניות התוכנה (SaaS), בתום שבוע תנודתי, כאשר ביום שישי נרשמו עליות חדות.

ברקע שבוע המסחר התנודתי- המשך עונת הדוחות לרבעון הרביעי, בו עקבו המשקיעים אחר דוחותיהן של ענקיות הטכנולוגיה, בפרט אחר התוכניות להשקעות העתק של ענקיות הטכנולוגיה ב- AI והצפי לרווחיות מהשקעות אלו (הרחבה בהמשך). בנוסף, בהמשך לשבועות האחרונים מניות התוכנה (SaaS) המשיכו לרדת, וסגרו את שבוע המסחר הגרוע שלהן מאז פרוץ מגפת הקורונה, לאור חשש המשקיעים מפני פגיעה משמעותית ב- MOTE (חפיר) שלהן ע"י בינה מלאכותית. נזכיר עוד כי בגזרת נתוני המאקרו נרשמה "בצורת" עקב השבתת הממשל. לאור העלייה במפלס החששות, והחיפוש אחר נכסים בטוחים, תשואות אגרות החוב הממשלתיות ירדו השבוע, כאשר התשואה על אגרת לעשר שנים ירדה ל- 4.21%, והתשואה על אגרת לשנתיים ירדה ל- 3.50%. בסיכום שבועי ירד מדד הנאסד"ק ב- 1.8% (על אף זינוק של 2.2% ביום שישי), מדד S&P500 ירד 0.1%, ולעומתם מדד הדאו ג'ונס עלה השבוע ב- 2.5% (באמור, עיקר הירידות התרכז במניות הטכנולוגיה).

המשקיעים ממשיכים לברוח ממניות ה- SaaS (Software as a Service).

בהמשך למגמה בשבועות האחרונים, השבוע המשיכו המשקיעים למכור את מניות התוכנה. הטרירג לירידות החדות היה השקת כלים אוטונומיים מתקדמים של אנטרופיק ו- OpenAI, כאשר עד כה כלי ה- AI סיפקו תשובות טקסטואליות בלבד, ואילו הכלים החדשים מבצעים משימות מלאות באופן עצמאי, מה שיוצר תחרות ישירה מול חברות התוכנה. המשקיעים חוששים כי הכלים החדשים מהווים "שיבוש" משמעותי ל"חפיר" שהחזיקו עד כה מניות התוכנה, והחשש כי בהמשך כלים אלו אף יהוו תחליף לחלק מן המוצרים שמספקות חברות התוכנה. לאור זאת המשקיעים מבצעים "תמחור מחדש" למניות התוכנה. אחד החששות העיקריים הוא המהירות שבה הכלים משתדרגים ומציגים יכולות שהיו בגדר בלתי אפשריות עד לאחרונה. בהקשר זה חשוב לציין כי לחלק מחברות התוכנה יש ערכים מוספים שאינם ניתנים להחלפה בקלות, ובהם התאמה מוחלטת (Tailor-Made) לצרכי הארגון, שירות ותמיכה שוטפים, טיפול בתקלות, התאמה לרגולציה, תאימות עם כלים נוספים בארגון ועוד, ולכן נדרשת סלקטיביות ובחינה מעמיקה של החברות בתחום, בטרם מקבלים החלטות השקעה.

על אף תוצאות טובות, המשקיעים מענישים את ענקיות הטכנולוגיה על השקעות העתק.

בעונת הדוחות הנוכחית ניכרת עוצמת המרוץ שבו נמצאות ענקיות הטכנולוגיה, בניסיון לבסס יתרון ארוך טווח בתחום ה- AI, גם במחיר של פגיעה זמנית ברווחיות. החברות חוששות כי מי שלא תשקיע מספיק, תישאר מאחור במרוץ. אולם, המשקיעים עברו לבחון בזכוכית מגדלת את ההשקעות האלו, ובעיקר כיצד ומתי הן מתכוונות להרוויח מהן. כך, השבוע "הענישו" המשקיעים את גוגל ואמזון על השקעות עתק מתוכננות:

- גוגל** הציגה רבעון חזק מעל התחזיות, כאשר רשמה הכנסות של 113.8 מיליארד דולר, עלייה של 18% q/q ורווח למניה שעמד על 2.82 דולר, גבוה משמעותית מן הצפי, אך למרות זאת ירדה לאור הודעתה על כוונתה להשקיע השנה 185-175 מיליארד דולר, כאשר השוק ציפה להשקעות של 120-115 מיליארד דולר "בלבד".
- אמזון** הכתה את צפי ההכנסות (213.4 מיליארד לעומת צפי ל- 211.3 מיליארד), אך פספסה מעט ברווח (1.95 דולר מול צפי ל- 1.96 דולר למניה). נקודת האור המרכזית הייתה קפיצה של 24% מן ההכנסות מפעילות הענן (AWS), קצב הצמיחה הגבוה ביותר מזה שלוש שנים. נזכיר כי פעילות הענן של אמזון היא הגדולה ביותר - פי שניים מפעילות הענן של גוגל. למרות הנתונים החזקים המשקיעים הורידו בחדות את מניית החברה לאור כוונתה להוציא 200 מיליארד דולר על השקעות הון (CAPEX), גבוהה משמעותית מן ההערכות שעמדו על 150 מיליארד. זאת ועוד - לאור ההשקעות הכבדות תזרים המזומנים החופשי של החברה ירד ב- 71% לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

אינטל נכנסת לשוק ה- GPU

במסגרת ניסיונותיה "להחיות" את פעילות הייצור שלה, הודיעה השבוע אינטל על שינוי כיוון אסטרטגי נוסף, במסגרתו תיכנס באופן עמוק יותר לשוק המעבדים הגרפיים הנשלט כיום ע"י אנבידיה. בצעד זה מקווה החברה להרחיב את פעילותה בעולם הבינה המלאכותית ומרכזי הנתונים. החברה מכוונת לעבודה צמודה עם לקוחות קיימים וחדשים על מנת לעצב את השבבים לשימושים בפועל ובהתאמה מלאה לצרכים. מנכ"ל החברה ציין כי מס' לקוחות מנהלים מגעים מתקדמים עם חטיבת הייצור, בעיקר סביב טכנולוגיה ה- 14A. הדור הבא של תהליכי הייצור שלה.

הנשיא טראמפ הודיע על הסכם סחר עם הודו.

ההסכם כולל הפחתה בשיעור המכס הבסיסי שארה"ב מטילה על מוצרים המיובאים מהודו לרמה של 18% (לעומת 25% עד כה). בנוסף נמסר כי הודו הסכימה להפסיק את רכישות הנפט מרוסיה ולהגדיל ייבוא נפט מארה"ב. עוד נמסר כי הודו תפחית את המכס על חלק מן הסחורות האמריקאיות ל- 0%, אך לא נמסר על אילו סחורות. חשוב לציין כי ההסכם טרם נחתם, ובשלב זה מדובר בהודעה של הנשיא טראמפ בלבד.

מדדי מניות	ערך	תשואה שבועית	תשואה מתחילת השנה	בנק מרכזי	שיעור הריבית	מועד החלטת הריבית הבאה
ת"א 35	4039.01	1.83%	11.57%	ישראל	4.00%	23.02.26
ת"א 90	4011.34	-0.32%	4.46%	FED (ארה"ב)	3.75%	18.03.26
ת"א בנקים	9006.53	2.58%	9.92%	ECB (אירופה)	2.15%	18.03.26
ת"א נדל"ן	1579.13	1.55%	4.95%	BOE (אנגליה)	3.75%	19.03.26
S&P 500	6932.30	-0.10%	1.27%	BOC (קנדה)	2.25%	18.03.26
NASDAQ	23031.21	-1.84%	-0.91%	BOJ (יפן)	0.75%	19.03.26
DAX 40	24721.46	0.74%	0.94%	PBOC (סין)	3.00%	--
FTSE 100	10369.75	1.43%	4.41%	RBA (אוסטרליה)	3.85%	17.03.26
EUROSTOXX 600	617.12	1.00%	4.21%	SNB (שוויץ)	0%	19.03.26
HANG SENG	26559.95	-3.02%	3.63%			

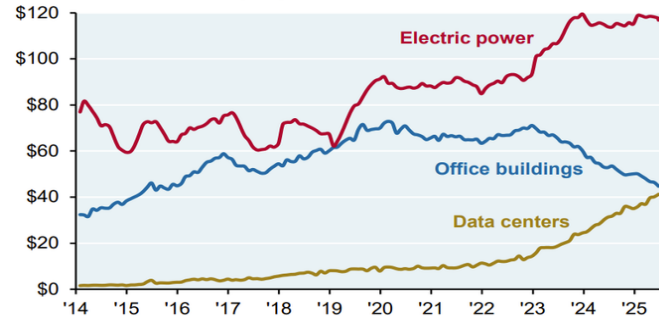
דוחות מרכזיים בשבוע הקרוב

יום שני	יום שלישי	יום רביעי	יום חמישי	יום שישי
(לפני המסחר) Monday	Coca-Cola, Cvs Health (לפני המסחר) AIG (אחרי המסחר)	Shopify (לפני המסחר) Cisco (אחרי המסחר)	Jfrog, Applied Materials (אחרי המסחר)	-

מהשבב אל הבטון: היכן נותר ערך כאשר תשתיות ה-AI כבר מתומחרות באופן "נדיב"

US construction spending

US\$, billions, seasonally adjusted annual rate



Source: Census Bureau, JPMAM, July 2025

➤ בשלוש השנים האחרונות, תזת ה-"shovels & AI picks" הייתה אחת המוצלחות בשווקי ההון. שבבים, זיכרון, רשתות, קירור ואנרגיה – כל צוואר בקבוק אפשרי בשרשרת הערך של תשתיות הבינה המלאכותית זוהה, תומחר, והניב תשואות חריגות. מדד השבבים האמריקאי סיפק תשואה שנתית ממוצעת חריגה. חברות כמו NVIDIA הפכו למונופול-למחצה על תשתית החישוב, ושחקני המשנה זכו לרה-רייטינג מהיר מ-"תעשייה משעממת" ל-"נכסי AI". אלא שבעת, בדיוק משום שהתזה הוכיחה את עצמה, האלפא נעלם. השוק אינו עיוור עוד לביקוש האדיר לחישוב, לחשמל או לזיכרון. השאלה עבור המשקיעים אינה האם הביקוש ל-AI ימשיך לגדול, אלא היכן נותר פער בין סיפור כלכלי ארוך טווח לבין תמחור שוק שכבר מגלם שלמות כמעט מלאה.

1. השלב הראשון – שבבים ומניות מובילות

➤ הערך האסטרטגי של NVIDIA עדיין ברור. במכפיל עתידי של כ-24x רווחים צפויים, NVIDIA אינה "זולה", אך בתרחיש של צמיחה שנתית חזקה ומעמד טכנולוגי כמעט מונופוליסטי, מחיר זה אינו נשמע מופרז. שכבות נוספות כמו AMD, TSMC, ו-Broadcom ASML כבר רואות רה-רייטינג שממקם אותם כשחקנים מרכזיים בתשתית ה-AI. אבל השוק כבר רכש את התזה הזו. לא מדובר רק בשבבים – גם ספקי זיכרון, פתרונות לצווארי-בקבוק ואפילו ספקי אנרגיה רלוונטיים כבר נמצאים בערכים גבוהים יחסית לתרחישים היסטוריים.

2. השלב הבא – תשתיות פיזיות שנשכחו

➤ רוב תשומת הלב בשוק נשארת סביב ה"תוכנה של ה-AI" והחומרה הפנימית שלה. אולם, הנתונים האחרונים מצביעים על היקפי השקעות פיזיות בקווי בנייה ותשתיות שלא ניתנות להתעלמות:

- ההשקעה בבנייה של מרכזי נתונים בארה"ב זינקה מכ-15 מיליארד דולר ב-2023 לכ-77.7 מיליארד דולר ב-2025, גידול של כמעט פי חמש תוך שנתיים.
- הכרזות על יותר מ-1.5 טריליון דולר בפרויקטים עתידיים של מרכזי נתונים בארה"ב בלבד.

הסיפור אינו רק היכן החישוב עצמו קורה, אלא גם במבנים ובחומרי הבנייה שמחזיקים אותו.

3. החומרים הגולמיים: כבר לא סוד

➤ נחושת וחומרים נדירים קריטיים הפכו לנרטיב מאקרו. דוחות בנקים, כותרות ראשיות, ותחזיות מחסור ארוכות טווח – הכול גלוי. המשקיע ה"מאחר" אינו מגלה מציאות חדשה, אלא מצטרף לתור. אלא שכאן מתגלה פער מעניין: שיח ה-AI מתמקד במה שנמצא בתוך מרכזי הנתונים, אך פחות במה שמרכיב את המבנה עצמו.

4. שכבת החומרים שנשכחה

➤ מרכז נתונים הוא בראש ובראשונה אתר בנייה תעשייתי: פלדה, בטון, כימיקלים, אלומיניום, וצנרת מים. ההשקעות בבניית מרכזי נתונים בארה"ב זינקו בשנתיים האחרונות, עם הכרזות על היקפים מצטברים של טריליוני דולרים. אלו אינם מספרים תאורטיים – אלו חוזי בנייה, קרקעות, ופרויקטים שיוצאים לדרך.

➤ הביקוש אינו נובע רק מ-AI. רה-שורינג, תמריצי תשתית, ומדיניות סחר מגבירים את הלחץ על אותם חומרים בסיסיים. AI הוא המאיץ, אך לא המקור היחיד.

5. זוויות השקעה אפשריות

➤ מנקודת מבט של משקיע, האטרקטיביות כאן אינה ב"סיפור", אלא בפער בין תמחור לנכס פיזי חיוני:

- **פלדה** – יצרנים מקומיים פועלים תחת מעטפת הגנה של מכסים, עם אופציונליות משנית לחומרי גלם אסטרטגיים. הסיכון רגולטורי ומחזורי, אך התמחור משקף תרחיש קודר במיוחד.
- **כימיקלים בסיסיים** – סקטור בשפל מחזורי, עם תשואות דיבידנד גבוהה ונכסים תעשייתיים שקשה לשכפל. נהנים מכל התאוששות בבנייה ובתעשייה.
- **ליתיום** – אופציה אסטרטגית ארוכת טווח, בסיכון גבוה, אך עם תמיכה ממשלתית וחשיבות גיאופוליטית.
- **מלט וחומרי בנייה** – חשיפה ישירה לבנייה למגורים, במחיר שאינו מגלם גל השקעות ממושך.
- **מים** – תשתית קריטית אך מוזנחת בשיח ההשקעות. מרכזי נתונים עתירי חישוב הם גם עתירי מים, ורגולציה מאפשרת לחברות שירותים לגלגל השקעות לבסיס התעריף.

סיכום

מרבית הערך הכלכלי של מהפכת ה-AI ימשיך להצטבר אצל המובילים הברורים – שבבים, פלטפורמות, והייפרסקילרים. אולם עבור משקיעים המחפשים אלפא מחוץ לקונצנזוס, ייתכן שהשכבה הבאה אינה עמוקה יותר בשרשרת הטכנולוגית, אלא רחבה יותר בממד הפיזי. העלייה המטאורית בהשקעות בבניית מרכזי נתונים, מ-15 מיליארד דולר לכ-80 מיליארד דולר בתוך שנתיים בלבד, היא אינדיקציה לכך שהביקוש לחומרים בסיסיים רחוק ממיצוי. לא כל השקעה כאן תצליח – הסיכונים מחזוריים, רגולטוריים ותפעוליים. אך במונחי תמחור-מול-נחיצות, ייתכן שדווקא החברות הפחות "מרגשות" הן אלו שטרם קיבלו את הקרדיט.