

אירועים מרכזיים בשבוע האחרון

מדדי וול סטריט סיימו שבוע נוסף בעליות, מדד S&P500 סוגר שבוע חיובי תשיעי רצוף.

מדד המניות בוול סטריט ממשיכים לשבור שיאים, על רקע תקוות המשקיעים כי בקרוב יחתם הסכם לסיום המלחמה במזרח ולפתיחת מיצר הורמוז. לסנטימנט החיובי תרם פרסום מדד ה-PCE (מדד הליבה של ההוצאה לצריכה פרטית) לחודש אפריל שהיה נמוך מן הצפי. לאור ההתקדמות לקראת סיום המלחמה במזרח, נרשמה ירידה חדה במחירי הנפט במקביל לירידה בצפיית האינפלציה. תשואת אג"ח ממשלתיות ירדו השבוע, כאשר התשואה על אגרת לעשר שנים ירדה בכ- 12 נ"ב לרמה של 4.45%. בסיכום שבועי עלה מדד הנאסדק ב- 2.4% והשלים בכך עלייה של כ- 8.4% במאי, מדד S&P500 הוסיף לערוך 1.4% והשלים בכך שבוע תשיעי רצוף של עליות.

מדד ה-PCE.

נתוני המדד הציגו עליה בסביבת האינפלציה אם כי נמוכה מן הצפי המוקדם. המדד הכללי עלה בחודש אפריל ב- 0.4% ביחס לצפי מוקדם ל- 0.5%. קצב האינפלציה השנתי התגבר ל- 3.8% בעיקר בשל השפעת סעיפי האנרגיה, לעומת 3.5% בחודש מרץ ובהתאם לצפי המוקדם. הקצב השנתי של מדד הליבה שאינו כולל את מחירי האנרגיה והמדון התנדוטיים עלה לרמה שנתיים של 3.3% (לעומת 3.2% במרץ), וזאת בהתאם לצפי המוקדם. נתוני אפריל הנמוכים במקצת מן התחזיות סיפקו מעט הקלה לשווקים הפיננסיים אשר התבטאה בירידת תשואות באפיק האג"ח וכן המשך המגמה החיובית בשווקי המניות. עם זאת אי הוודאות בנוגע להתפתחות סעיף האינפלציה בחודשים הקרובים מרחיק לעת עתה הורדת ריבית על ידי הבנק המרכזי בארה"ב והצפי בשלב הנותר עדיין לעליית ריבית אחת עד לסוף השנה וזאת על פי תחזיות הפד. נציין כי על פי ההימורים באתר פולימרקט כ- 67% מהמשתתפים מעריכים כי הריבית תיוותר השנה ללא שינוי.

מחירי הנפט צונחים.

הצפי להסכם ולפתיחה מחדשת של מיצר הורמוז הביא את מחיר הנפט לנפילה החודשית החדה מזה שש שנים. החוזים על נפט גולמי מסוג ברנט צנחו בכ- 11% השבוע, וב- 19.3% בחודש מאי כולו, לרמה של \$92.05 לחבית. עם זאת מחיר הנפט עדיין גבוה בכ- 50% מרמתו בתחילת השנה. החוזים על נפט מסוג WTI נסגרו בניו יורק ברמה של \$87.36 לחבית, ירידה של כ- 17% במהלך חודש מאי, אך מחירו עדיין גבוה בכ- 52% ממחירו בתחילת השנה.

אנתרופיק גייסה 65 מיליארד דולר לפי שווי של 956 מיליארד דולר.

החברה גייסה את הסכום בסבב גיוס הון, ובכך עקפה לראשונה את שווי המתחרה, OpenAI, המוערך בכ- 852 מיליארד דולר. הגיוס הובל על ידי הקרנות אלטימטר קפיטל, סקויה, דראגוניר וגרין אוקס. משקיעים נוספים כוללים את בלקסטון D.E. Shaw, DST Global. העובדה שהסבב הגדול התגבש תוך מספר שבועות בלבד מהווה סימן לביקושים חזקים מצד המשקיעים ליצרנית כלי הבינה המלאכותית. על מנת להבין את עוצמת המהפכה אותה אנו חווים, נזכיר כי רק בחודש פברואר האחרון השלימה אנתרופיק גיוס של 30 מיליארד דולר לפי שווי של 380 מיליארד דולר. גוגל ואמזון התחייבו להשקיע בה 10 מיליארד דולר ו- 5 מיליארד דולר בהתאמה, לפי שווי דומה. ואולם, החודשים שחלפו מאז עמדו בסימן האצה של הפעילות העסקית של החברה, והבנה של השוק שהמודל שלה, מתמקד בפנייה למגזר העסקי יציב יותר מזה של OpenAI. החברה צופה כי הכנסותיה ברבעון השני יעמדו על 10.9 מיליארד דולר, יותר מכפליים לעומת הרבעון הראשון של השנה, על רקע ביקוש גואה לתוכנות הבינה המלאכותית שלה. כמו כן החברה מצפה כי הכנסות שתרשום החברה בחודש הבא ישקפו קצב שנתי של למעלה מ- 50 מיליארד דולר.

מיתון "טכני" בקנדה

כלכלת קנדה התכווצה באופן מפתיע רבעון שני ברציפות, ונכנסה באופן רשמי למיתון (שני רבעונים רצופים של צמיחה שלילית). התמ"ג של המדינה ירד בכ- 0.1% ברבעון הראשון של השנה בחישוב שנתי, זאת בהמשך לירידה של 1% בתוצר ברבעון הרביעי של שנת 2025. תחזית הכלכלנים הייתה לצמיחה של 1.5% ברבעון הראשון. ההאטה בקנדה מגיעה לאור עלייה חדה של 2.9% בייבוא של סחורות ושירותים, לצד התכווצות בייצוא בשיעור של 0.1% בשל הטלת מכסים ע"י ארה"ב. הפגיעה העיקרית נרשמה בייצוא כלי רכב פרטיים ומשאיות קלות לארה"ב. בנוסף, נרשמה צניחה בהשקעות עסקיות ובהשקעות נדל"ן, וכן נרשמה ירידה בהוצאות הממשלה על בטחון. נקודה חיובית הייתה הצריכה הפרטית שעלתה ברבעון ב- 1.5%, ולא שיקפה שינוי במגמה.

בנק ישראל הוריד את הריבית.

הוועדה המונית של בנק ישראל קיבלה החלטה על הורדת הריבית במשק ב- 0.25%, כך שהיא עומדת כעת על 3.75%. כתוצאה מכך, ריבית הפריים ירדה ל- 5.25%. זוהי הורדת הריבית השנייה מתחילת השנה (הקודמת הייתה בינואר). הבנק בחר להוריד את הריבית לאור העובדה כי סביבת האינפלציה בישראל התמתנה, כאשר הקצב השנתי של המדד עומד על 1.9%. השקל שרשם התחזקות דרמטית אל מול הדולר בהיקף של 7% בשבועות האחרונים מאפשר לבנק ישראל מרווח גמישות גבוה וצפי כי האינפלציה תמשיך להתמתן על אף האתגרים הביטחוניים. למרות ההורדה בפועל הודעת בנק ישראל נתפסה כ"ניצית" תוך הדגשת הסיכונים לעליית מחירים מחדשת בשל הגירעון הממשלתי התופח, עליית השכר בשוק העבודה, והמשך מגבלות ההיצע בשוק העבודה.

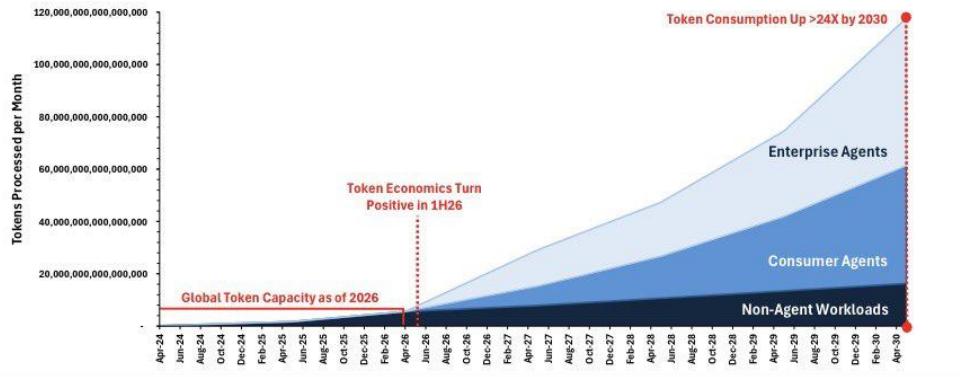
מועד החלטת הריבית הבאה	שיעור הריבית	בנק מרכזי	תשואה מתחילת השנה	תשואה שבועית	ערך	מדד מניות
06.07.26	3.75%	בנק ישראל	22.69%	1.42%	4431.08	ת"א 35
17.06.26	3.75%	FED (ארה"ב)	20.93%	2.42%	4399.06	ת"א 90
11.06.26	2.15%	ECB (אירופה)	12.87%	5.16%	4248.23	ת"א בנקים
18.06.26	3.75%	BOE (אנגליה)	0.68%	-4.29%	8273.53	ת"א נדל"ן
10.06.26	2.25%	BOC (קנדה)	10.73%	1.43%	7580.06	S&P 500
14.06.26	0.75%	BOJ (יפן)	16.05%	2.39%	26972.62	NASDAQ
--	3.00%	PBOC (סין)	2.51%	0.87%	25104.70	DAX 40
16.06.26	4.35%	RBA (אוסטרליה)	4.81%	-0.54%	10409.28	FTSE 100
18.06.26	0.00%	SNB (שוויץ)	5.71%	0.14%	626.00	EUROSTOXX 600
			-1.75%	-1.65%	25182.39	HANG SENG

נתונים מרכזיים השבוע

יום שישי	יום חמישי	יום רביעי	יום שלישי	יום שני
ארה"ב נתוני התעסוקה	ארה"ב תביעות ראשוניות לדמי אבטלה	ארה"ב מדד ISM במגזר הלא יצרני מלאי נפט גולמי	--	ארה"ב מדד ISM במגזר הייצור

עדכון למחזור ה- super cycle בשבבי הזיכרון

Exhibit 8: By 2030, we estimate consumer and enterprise agents could push token consumption 24X above today's estimated global capacity.



Source: Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

- **גולדמן סאקס** פרסמה עדכון משמעותי לתחזיותיה עבור תעשיית הזיכרון, והמסר המרכזי אינו נוגע לרבעון הקרוב או אפילו לשנת 2026. השינוי האמיתי נמצא בשנים 2027-2028.
- גולדמן טוענת כי בעוד מרבית המשקיעים מתמקדים כיום בקצב האימוץ של HBM ובביקושי ה-AI בטווח הקצר המחזור החיובי בתעשיית הזיכרון צפוי להימשך זמן רב יותר מכפי שהשוק מעריך כיום, כאשר מחסור בהיצע צפוי להישמר בשלושת שוקי הזיכרון המרכזיים - DRAM, NAND ו-HBM, לפחות עד שנת 2028.

מה השתנה?

- העדכון המשמעותי ביותר הוא העלאה חדה של תחזיות הרווח לשנים 2027-2028. בסמסונג:
 - שנת 2027: העלאת תחזית רווח תפעולי של 21%.
 - שנת 2028: העלאת תחזית רווח תפעולי של 23.3%.
- ב-SK Hynix:
 - שנת 2027: העלאת תחזית רווח תפעולי של 21.4%.
 - שנת 2028: העלאת תחזית רווח תפעולי של 24%.

לעומת זאת, תחזיות 2026 עלו במידה מתונה בלבד. המשמעות היא ש-Goldman אינה משנה את הערכתה לרבעונים הקרובים, אלא את תפיסתה לגבי אורך המחזור כולו.

HBM אינו רק מנוע צמיחה – הוא מנוע המחזור

- מרבית הדיון בשוק מתמקד כיום בביקוש ל-HBM. אך לפי Goldman, החשיבות של HBM עמוקה יותר. ככל שיצרניות הזיכרון מקצות יותר קיבולת ייצור ל-HBM, הן למעשה גורעות קיבולת מ-DRAM ומ-NAND מסורתיים. נוצר אפקט כפול: HBM נהנה מביקוש, וכתוצאה AI "מתפוצץ". שאר שוקי הזיכרון נהנים ממחסור בהיצע. למעשה, HBM הופך למנגנון שמוסת את ההיצע בכל התעשייה. זו אחת הסיבות לכך שבגולדמן צופים שולי רווח תפעוליים חריגים: DRAM בסמסונג: 83%-81%. DRAM ב-SK Hynix: 83%-79%. אלו רמות רווחיות שכמעט אינן נראות במחזורי זיכרון רגילים.

ההפתעה הגדולה: NAND

- בעוד שכל תשומת הלב מופנית ל-HBM, אחד השינויים המעניינים ביותר בעדכון הוא דווקא בשוק ה-NAND. בגולדמן צופים כעת מחזור עמוק יותר בשנת 2027 מכפי שהעריכו בעבר. הסיבה אינה זינוק בביקוש ל-NAND. הסיבה היא מחסור בהשקעות. יצרניות הזיכרון מעדיפות להשקיע ב-HBM ו-DRAM, ולכן היצע ה-NAND צומח לאט יותר. התוצאה היא מחזור NAND ממושך מהצפוי. זו גם הסיבה לכך שבגולדמן העלו את המלצתם על Buy ל-Kioxia ל-Buy וכמעט הכפילו את מחיר היעד.

מה מניע את הביקוש?

- התזה של גולדמן נשענת במידה רבה על המעבר לעולם של AI Agentic. לפי הערכות הבנק, שימוש נרחב בסוכני AI צפוי להגדיל את צריכת הטוקנים העולמית לרמה הגבוהה פי 24 מקיבולת המחשוב הקיימת ב-2026.
- במילים אחרות: אם סוכני AI יהפכו לכלי עבודה מרכזי עבור עובדים, ארגונים וצרכנים, הדרישה למחשוב ולזיכרון עשויה להמשיך לצמוח בקצב גבוה במשך שנים. הבחת העבודה הקרישית של גולדמן היא שכלכלת הטוקנים תהפוך לחיובית כבר במהלך המחצית הראשונה של 2026.

האם התעשייה הפכה למבנית?

- בגולדמן עונים על השאלה הזו באופן חד משמעי: לא. לדברי הבנק, תעשיית הזיכרון נותרה תעשייה סיקליקלית. עם זאת, מדובר במחזור שונה. הסיבה היא שהביקוש גדל בקצב מהיר יותר מאשר יכולת התעשייה להגדיל את ההיצע. בנוסף, הסכמי אספקה ארוכי טווח (LTAs) מצמצמים חלק מהתנודתיות שאפיינה מחזורי זיכרון בעבר.

תמחור החברות – לב הסיפור

- כאן נמצאת אולי הנקודה החשובה ביותר. בגולדמן כמעט ואינם משנים את המכפילים שבהם הם מעריכה את החברות. הם פשוט מעלה את רווחי השיא. כלומר, העלייה במחירי היעד נובעת בעיקר מגידול ברווחים ולא מהתרחבות מכפילים. מנקודת מבט של משקיע, זה יוצר אפשרות למנוע תשואה כפול: רווחי השיא עצמם גבוהים יותר. אם השוק יגיע למסקנה שהמחזור ארוך ויציב יותר, ייתכן שגם המכפילים יתרחבו. בתרחיש כזה, פוטנציאל העלייה עשוי להיות גבוה משמעותית מהעלייה בתחזיות הרווח בלבד.

הסיכון המרכזי

- הסיכון החשוב ביותר אינו דווקא בצד הביקוש. הוא נמצא בצד ההיצע. היסטורית, כמעט כל מחזור זיכרון הסתיים כאשר היצרנים ראו רווחיות גבוהה במיוחד והגיבו בהשקעות יתר. כיום שולי הרווח ב-DRAM מתקרבים ל-80%. אלה בדיוק התנאים שבמחזוריים קודמים הובילו להקמת קיבולת עודפת. בגולדמן מניחים כי הפעם התעשייה תשמור על משמעת הוגנת גבוהה יותר. זהו אולי המשנה החשוב ביותר שיש לעקוב אחריו במהלך השנתיים הקרובות.

השורה התחתונה

- העדכון של גולדמן אינו טוען שתעשיית הזיכרון הפכה לתעשייה מבנית בדומה לתוכנה או שירותי ענן. הוא טוען משהו אחר – מדובר עדיין בתעשייה סיקליקלית, אך עם מחזור ארוך יותר, רווחי שיא גבוהים יותר ומחסור בהיצע שנמשך זמן רב יותר.
- אם ההנחות לגבי AI Agentic, כלכלת הטוקנים ומשמעת ההיצע יתמששו, ייתכן שהמחזור הנוכחי יהפוך למחזור הזיכרון הארוך והרווחי ביותר שנראה בעשור האחרון.