

אירועים מרכזיים בשבוע האחרון

מדדי המניות בארה"ב סיימו שבוע שלילי נוסף, ומשלימים בכך רצף של שלושה שבועות של ירידות.

המגמה השלילית בשווקי המניות מתרחשת בצל חששות מפי השבטה נוספת של הממשל, זאת על רקע מכשולים חדשים לאישורה של הצעת חוק מימון חלקים נרחבים של פעילות הממשל ע"י הסנאט, וכן לאחר פרסום נתוני מדד המחירים ליצרן (PPI) שהיו גבוהים מן הצפי, והעלו את מפלס החששות באשר להמשך מגמת היחלשות האינפלציה. לחיוב ניתן לציין כי הנשיא טראמפ הודיע ביום שישי על בחירתו של קווין וורש ליו"ר הבא של הפד (מינוי שעדיין טעון את אישורו של הסנאט). וורש נחשב אמנם לתומך בנשיא טראמפ, אך בד בבד מועמד אמין ושמרני, התומך בסביבת ריבית גבוהה, ונראה כי הוא צפוי לפעול באופן מקצועי (ופחות "להתיישר" לרצונו של טראמפ להורדות ריבית מהירות וחדות), ובכך להשאיר על כנו את האמון בבנק המרכזי. בסיכום שבועי ירד ב- 0.2% (אך מסיים את חודש ינואר בעלייה של כאחוז), מדד S&P500 עלה ב- 0.3% ומדד הדאו ג'ונס ירד ב- 0.4%.

מחירי המתכות נפלו בחדות ביום שישי.

לאחר עליות חדות בחודשים האחרונים, צנחו מחירי המתכות ביום שישי, עת מחיר הזהב צנח בכ- 11.4%, ומחיר הכסף התרסק בכ- 31.4%, באחד הימים החריגים ביותר בעשורים האחרונים. הנפילה החלה לאחר מינויו של נגיד הפד החדש וורש, שהוא, כאמור נחשב למועמד מקצועי ואמין, והמהלך למינויו נתפס כאות הרגעה לקראת המשך המדיניות המוניטארית של הפד וכן לגבי גישתו של הנשיא טראמפ כלפי הבנק המרכזי האמריקאי וניסיונות ההשפעה הפוליטיים עליו. אחת הסברות בחודשים האחרונים הייתה כי המשקיעים קונים את המתכות לאור החשש מאבדן האמינות של הפד לאור הלאחץ של הנשיא טראמפ, וכן הזגזוג ואי היציבות בהחלטותיו של הנשיא, ובחירתו של וורש, כאמור, מקטינה את החשש.

על אף ניפוצ תחזית ההכנסות והרווח ברבעון הרביעי, מניית מייקרוסופט צנחה.

הכנסות החברה הסתכמו ב- 81.3 מיליארד דולר, עלייה של 17% לעומת הרבעון המקביל אשתקד, והרווח הנקי קפץ ב- 60% ל- 38.5 מיליארד דולר, המהווה רווח למניה של 5.16 דולר (בנטרול רווח חד פעמי מן ההשקעה ב- OpenAI, הרווח הנקי עמד על 30.9 מיליארד דולר, עלייה של 23% המהווה רווח למניה של 4.14 דולר), זאת לעומת צפי מוקדם לרווח למניה של 4 דולר. זאת ועוד - ה- RPO, היקף החוזים עליהם חתמה החברה עם לקוחותיה, זינק ברבעון ל- 625 מיליארד דולר, זינוק לעומת 392 מיליארד דולר ברבעון הקודם. על אף המספרים הנאים המשקיעים התאכזבו מכך שקצב הצמיחה בהכנסות מפעילות הענן של Azure ירד לעומת הרבעון הקודם (39% מול 40% ברבעון הקודם). חשש נוסף מהווה ההשקעה האדירה בבינה מלאכותית (תשתיות, מרכזי נתונים ושרתי AI). ההשקעות ההוניות (CapEx) ברבעון האחרון התקרבו לכ- 30 מיליארד דולר, והמשקיעים חוששים כי המשך השקעות העתק ילחץ את הרווחיות בשנים הקרובות. לבסוף גם הגייזנס לרבעון הקרוב היה קרוב לטווח התחזיות, ובשוק ככל הנראה ציפו מן החברה לעלות על הצפי. בתגובה לדוחות איבדה מניית החברה כ- 10%.

מטא מציגה: דוחות חזקים לרבעון הרביעי.

ענקית הרשתות החברתיות רשמה ברבעון הרביעי הכנסות של 59.9 מיליארד דולר, צמיחה של 24% לעומת הרבעון המקביל, ומעל לצפי שעמד על 58.35 מיליארד דולר. הרווח הנקי עמד על 22.8 מיליארד דולר (8.88 דולר למניה), צמיחה של 11% לעומת הרבעון המקביל, ותחזית של 8.22 דולר למניה. במקד תשומת הלב עמדו השקעות הענק של החברה בתשתיות בינה מלאכותית שהסתכמו ברבעון הרביעי ב- 22.1 מיליארד דולר זינוק של 49% לעומת הרבעון המקביל אשתקד. התחזית המוקדמת הייתה להשקעה של 21.9 מיליארד דולר. בעוד בשנת 2025 כולה עמדו השקעות ההון על 72.2 מיליארד דולר (כפול מבשנת 2024), לשנה הנוכחית צופה החברה השקעות בגובה 135-115 מיליארד דולר (כאשר אמצע הטווח - 125 מיליארד דולר גבוה מצפי האנליסטים ל- 110 מיליארד דולר). ההכנסות מפרסום מקוון הסתכמו ברבעון הרביעי ב- 58.1 מיליארד דולר (רוב הכנסות החברה מגיעות מסגמנט זה), צמיחה של 24% q/q, מעל לצפי המוקדם שעמד על 57 מיליארד דולר. בתגובה לדוחות החזקים ולצפי המרשים קדימה זינקה מניית החברה כ- 10%.

מניותיה של אינטל זינקו השבוע על רקע שמועות לגבי חלקה באסטרטגיית השבבים העתידית של אנבידיה.

לאחר הצניחה בשבוע שעבר בעקבות פרסום הדוחות לרבעון הרביעי עליה כתבנו בסקירה הקודמת, זינקו השבוע מניותיה של אינטל בכ- 11% ביום רביעי, זאת בעקבות דיווח שטען כי אנבידיה מתכננת שיתוף פעולה עם אינטל על שבבים מן הדור הבא - ארכיטקטורת המיקרו Feynman עבור יחידות עיבוד גרפי מתקדמות האמורות להיות מוכנות בשנת 2028. עפ"י הדיווח חלק מן הייצור של שבבים אלו צפויים להשתמש בטכנולוגיות 18A או 14A העתידיות של אינטל. נראה כי לאחר רכישת מניותיה של אינטל בגובה של כ- 5 מיליארד דולר ע"י אנבידיה בשנה שעברה, רכישה שהפיחה תקווה בקרב המשקיעים באשר לשיתופי פעולה עתידיים בין החברות, כעת אכן מגיעים שיתופי פעולה כאלה, מסוג העסקאות היכולות להחזיר את פעילות הייצור של אינטל לקדמת הבמה.

סוכנות הדירוג מוד'ס מעלה את תחזית הדירוג של ישראל

סוכנות הדירוג העלתה את תחזית הדירוג של ישראל מ"שליט" ל"יציבה". המשמעות המיידית - אין סכנה להורדות דירוג נוספות בטווח הנראה לעין. אין ספק כי מדובר באנחת רווחה, וכי זהו צעד שמתכתב עם השיפור בתפיסת האיומים הביטחוניים על ישראל, כמו גם עם העמידות המרשימה של כלכלת ישראל לאורך השנתיים הקשות האחרונות. למרות הנאמר חשוב להבין כי כלכלת הסוכנות ציינו כי למרות העלאת התחזית "האווירה שברירת", וכי הסיכונים הגיאופוליטיים עדיין מהווים מחסום להעלאת הדירוג עצמו. זאת ועוד - מוד'ס מדגישה כי יחס החוב תוצר התייצב סביב 68%, זאת לעומת רמה של 50% לפני המלחמה, רמה שבשלב זה תקשה על העלאת הדירוג. במקביל, במוד'ס מדגישים גם כי פגיעה מוסדית (כגון פגיעה במערכת המשפט) עלולה להחזיר את הלאחץ כלפי מטה.

מדדי מניות	ערך	תשואה שבועית	תשואה מתחילת השנה	בנק מרכזי	שיעור הריבית	מועד החלטת הריבית הבאה
ת"א 35	3978.87	0.77%	10.25%	ישראל	4.00%	23.02.2026
ת"א 90	4021.57	-3.02%	4.80%	FED (ארה"ב)	3.75%	26.01.2026
ת"א בנקים	8667.60	-0.11%	7.16%	ECB (אירופה)	2.15%	05.02.2026
ת"א נדל"ן	1554.09	-4.00%	3.35%	BOE (אנגליה)	3.75%	05.02.2026
S&P 500	6939.03	0.34%	1.37%	BOC (קנדה)	2.25%	28.01.2026
NASDAQ	23461.82	-0.17%	0.95%	BOJ (יפן)	0.75%	19.03.2026
DAX 40	24538.81	-1.45%	0.20%	PBOC (סין)	3.00%	--
FTSE 100	10223.54	0.79%	2.94%	RBA (אוסטרליה)	3.60%	03.02.2026
EUROSTOXX 600	611.00	0.44%	3.18%	SNB (שוויץ)	0%	19.03.2026
HANG SENG	27387.11	2.38%	6.85%			

דוחות מרכזיים בשבוע הקרוב

יום שני	יום שלישי	יום רביעי	יום חמישי	יום שישי
Walt Disney (לפני המסחר) Palantir (אחרי המסחר)	PayPal (לפני המסחר) AMD (אחרי המסחר)	Novonordisk (לפני המסחר) Alphabet, Qualcomm (אחרי המסחר)	Amazon (אחרי המסחר)	-

תוכנה בעידן ה-AI: לא מיתון סקטוריאלי, אלא תמחור מחדש של מודל שלם

בחודשים האחרונים מתרחש בשוק התוכנה מהלך חריג בעוצמתו ובהיקפו. מניות של חברות SaaS מובילות – כאלה שבעשור האחרון נחשבו לליבת היציבות של עולם הטכנולוגיה – איבדו עשרות אחוזים משוייך. Salesforce, Workday, ServiceNow, Adobe, Datadog, Intuit ואחרות נסחרות כיום ברמות נמוכות ב-30%-60% מהשיאים של 2023. הירידות אינן מתכנסות לחברה אחת, לדוח חלש נקודתי או לאזהרת רווח חריגה, אלא חוצות סגמנטים, מודלים עסקיים וגיאוגרפיות.

גם המסחר בימים האחרונים המחיש זאת היטב. ביום אחד בלבד נרשמו ירידות של 10%-5% במגוון רחב של מניות תוכנה, לרבות חברות רווחיות עם בסיס לקוחות אנטרפרייז עמוק ומוצרים קריטיים לפעילות הארגון. הדוגמה הבולטת הייתה SAP, שמנייתה ירדה בחדות לאחר פרסום דוח שלא הצביע על הרעה מהותית בפעילות, אך כן חשף את לב הבעיה: פער הולך ומתרחב בין ההבטחה של AI לבין היכולת להראות כיצד השקעות כבדות בטכנולוגיה החדשה מתורגמות כבר כעת להאצת צמיחה ולכוח תמחור מבני.

התגובה לדוח של SAP – כמו גם הענישה המתמשכת של שוק התוכנה כולו – אינה משקפת אובדן אמון במוצרים עצמם. להיפך: כמעט כל הארגונים ממשיכים לראות בתוכנה תשתית קריטית. אלא שהשוק מאותת על שינוי עמוק יותר: אובדן אמון במודל הכלכלי שעליו נבנתה תעשיית ה-SaaS בעשרים השנים האחרונות. מודל שהתבסס על תמחור לפי מושבים, על התרחבות דרך גידול בכוח האדם אצל הלקוח, ועל ההנחה שקיים קשר יציב בין מספר העובדים לתפוקה דיגיטלית.

כאן נכנס ה-AI – לא כתוכנה נוספת, אלא ככוח שמערער את ההנחה הזו מהיסוד.

שבירת הקשר בין עבודה להכנסות

ב-SaaS הקלאסי, "מושב" שימש פרוקסי לעבודה אנושית. יותר עובדים שווים יותר רישיונות, יותר ARR ויותר ויזיביליות. אלא ש-AI סוכני (Agentic AI) שובר את ההיגיון הזה. אם סוכן אוטונומי מסוגל לבצע עבודה של צוות שלם, השאלה הראשונה של הקונה אינה "איזה דשבורד אקבל", אלא "למה אני משלם על רישיונות כשאני רוצה תוצאה". התגובה של השוק משקפת בדיוק את החשש הזה. חברות CRM שנסחרו במכפילי תזרים של כ-X40 ב-2023, נסחרות כיום סביב X16-18. זה קורה עוד לפני פגיעה דרמטית בצפיה בהכנסות, משום שהשוק מתמחר מחדש את היחידה הכלכלית השולית של העבודה – ולא את איכות המוצר.

היסטוריה חוזרת – אך הפעם ה-SaaS בצד הנבחן

זו אינה הפעם הראשונה שטכנולוגיה אינה "נעלמת" אלא מפסיקה להיות סיפור צמיחה. ה"מיינפריים" לא הפסיק לעבוד, אך איבד את האטרקטיביות הכלכלית כאשר המחשוב הפך זול, מבוזר וגמיש. מערכות Client-Server לא קרסו, אלא הובסו כלכלית על-ידי SaaS שהציע ROI עדיף דרך מנויים, עדכונים רציפים ופריסה מהירה. כעת מתרחש מהלך דומה – אך האירועים הם שמואל ה-SaaS עצמו עומד למבחן. עלות פיתוח פיצ'רים יורדת במהירות, היצע התוכנה מתפוצץ, והבידול דרך "עוד יכולות" מאבד משמעות. בעולם שבו ישנו פיצ'ר כמעט חינמי ליצירה, מבנה הרווחיות של תוכנות "Nice to have" נעשה פגיע.

נדידת הערך לנקודות שליטה

בעולם שבו התוצאה חשובה מהמסך, הערך נודד משכבת ה-UI (ממשק משתמש) אל נקודות שליטה שאינן ניתנות לעקיפה: אבטחה, זהות והרשאות, רשתות, דאטה ומערכות ליבה שמפעילות את הארגון בפועל. אלו שכבות שבהן AI אינו מחליש את הערך – אלא מחזק אותו. ככל שסוכנים אוטונומיים מתרבים, משטחי התקיפה גדלים והצורך באכיפה, בקרה ותיעוד רק מתעצם. במקביל, גם חסמי המעבר הקלאסיים של SaaS נשחקים. הטמעות ארוכות, אינטגרציות כואבות ותלות ביועצים יצרו בעבר נעילה אפקטיבית. אך AI מסוגל לתרגם קונפיגורציות, לבנות מחברים ולבצע מיגרציות במהירות גבוהה בהרבה. גם אם המעבר עדיין מורכב – עצם התחושה שהוא פשוט יותר מספיקה כדי ללחוץ על מכפילים.

הקונה חוזר לעמדת כוח

ל-CIO של היום יש חלופות אמיתיות: חבילות של ענקיות ענן, קוד פתוח וכלים פנימיים. אין צורך להחליף ספק כדי לשנות את מאזן הכוחות; די בהאטת ההתרחבות. אלא שמודל ה-SaaS נבנה סביב Net Retention המבוסס על הרחבת מושבים והוספת מודולים. ברגע שהמנוע הזה מקרטע, כל מודל הרווחיות מאבד יציבות.

הטיעון הנגדי: AI כמאיץ ערך וכוח תמחור

ועדיין, התמונה אינה חד-ממדית. דוגמת AlphaSense ממחישה כיצד AI אינו רק כלי לחיסכון במושבים, אלא מנוע ליצירת מוצר חדש. החברה מפעילה ראינות מונחי-AI עם מומחים, מגדילה משמעותית את נפח התוכן, ומסכמת אותו אוטומטית עבור המשתמשים. עבור משקיעים, הערך המצטבר גבוה בהרבה: יותר מידע, נגישות מהירה וחסכון בזמן. במקרה כזה, לקוחות מוכנים לבלוע העלאות מחיר של עשרות אחוזים – גם אם אינם יכולים לבחון במדויק את ה-ROI. זהו רמז לכיוון אפשרי: מעבר מתמחור לפי מושבים לתמחור לפי שימוש, תפוקה ותוצאה. במודל כזה, החשבונית הכוללת אף עשויה לעלות, למרות ירידה במספר הרישיונות.

סיכום

שוק התוכנה אינו חווה משבר מחזורי, אלא ויכוח מבני על המקום שבו ייווצר כוח התמחור בעידן של עבודה אוטונומית. עד שלא יתברר מי שולט בנקודות האכיפה, בדאטה ובשכבות התזמור של סוכנים, ההון יישאר זהיר והמכפילים לחוצים. אך ההיסטוריה מלמדת שכאשר מתברר מודל כלכלי חדש ובר-קיימא, ההון חוזר במהירות. התוכנה אינה מתה. היא פשוט עוברת שלב. עבור המשקיעים, השאלה אינה מי הוסיף הכי הרבה פיצ'רים, אלא מי מחזיק בנקודת השליטה בעולם שבו תוצאות יכולות להתרחב בלי להתרחב במספר המושבים.