



CIO WEEKLY 22/02/26

מהשפעות הטכנולוגיה – שוק העבודה נחלש

- **שוק העבודה מגיב לתעשיית ה-AI** משיחה שהיתה לי עם בלקסטון השבוע, הם מספרים שהחברות שהם משקיעים בהן – מתייעלות. התוכנות של ה-AI באות במקום אנשים, זה פחות יקר ויותר יעיל. וזה מעלה את הערך של החברות לאורך זמן. היה נהוג לחשוב שעובדים בתחום ההייטק מוגנים. לא בטוח שזה המצב יותר. פתאום עולם הטכנולוגיה בא על חשבון עובדי הטכנולוגיה. על חלקם כמובן.
- **יש לזה משמעויות נגזרות:** שכר נמוך יותר בתעשיות עתירות ידע מביאות לאינפלציה נמוכה יותר וכתוצאה מכך לביטחון רב יותר בריביות נמוכות יותר ולריביות נמוכות יותר בפועל.

מהשפעות הטכנולוגיה – חברות טכנולוגיה בסיכון

- **ה-AI יכול לחסל עסקים שהיו נראים טוב עד היום** חברות טכנולוגיה שייצרו ומייצרים עדיין תוכנות נהדרות פתאום הופכות להיות מיותרות. זה מדהים אבל זו דרכו של עולם. לא רק זה, אתה לא תמיד יכול לדעת מראש מאיפה האיום יבוא ועל מי בדיוק. היה קשה לדעת לפני 15 שנה שטלפונים סולריים יחסלו את ענף המצלמות ופיתוח התמונות. לדעת מראש שהמצאה כמו ווטסאפ תחסל את תעשיית פיתוח התמונות או את כל עולם הדואר – היה מאתגר בהתחלה לראות את הקשר. כאשר גוגל קמה, יהאו היתה חברה גדולה מאוד. מכל מקום דעו לכם – יהיו חברות שפשוט יחסלו. זו דרכו של עולם. טכנולוגיות חדשות תמיד פוגעות בטכנולוגיות ישנות.



- **יש חברות שמוכרות שירותים ותוכנות שיהפכו להיות בקרוב לא הכרחיות:** אלא אופציונליות. יש הרבה אפליקציות ותוכנות של AI שמתקרבות למשתמשים הסופיים ועוקפות חברות שנתנו את השירותים האלו בעבר. לשים את זה בצורה פשוטה – חלק מהשירותים האלו יהפכו להיות קומודיטי, והשווי שלהם יהיה נמוך יותר. בשורה התחתונה, חברות תוכנה מאבדות את היתרון התחרותי שלהם בגלל ה AI – והשווי שלהם צריך לרדת. וזה מה שקורה.
- **כאשר הסיכון מתמש – זה קורה מהר** - זה תמיד כמו חלב על האש... הוא מתחמם לאט אבל גולש בשניה. בחודש האחרון מניות טכנולוגיות רבות בישראל ירדו ב 30%. חברות כמו מג'יק, מטריקס, מלם תים – **נפלו בקרוב ל 40% בחודש אחד.** זה לא נעים. קחו חברה ישראלית שנסחרת בנאסד"ק כמו סימילארוב. זו חברה טובה שמפתחת פתרונות למדידת תעבורה ברשת. לפני שנה מחיר המניה היה 10 דולר. היום 2. בשנה אחת. חברת fiver הישראלית שמפעילה פלטפורמה בין פרילנסרים למעסיקים פוטנציאליים... היא הציגה מאז 2021 שיערי צמיחה של 10% בהכנסות כל שנה אבל השווי שלה היה גבוה מדי. המודל שלה מוטל עכשיו בספק, והשווי שלה ירד כבר ב 90% מהשיא... לא נעים.

התמונה הרחבה יותר – התמחור של חברות הטכנולוגיה מול שוק המניות העולמי

- **מדד המניות העולמי נמצא היום במכפיל רווח של 20.** בואו נשים את המספרים בתמונה רחבה יותר. ב 20 השנים האחרונות המכפיל היה סביב ה 15, כאשר לאחר 2008 המכפיל ירד ל 10. הכלל שלי הוא להשקיע לטווח ארוך כאשר המכפילים הם סביב ה 15 ופחות. זה לא המצב היום. אבל מה שהדאיג אותי יותר בשנה האחרונה זה שהיחס בין מניות טכנולוגיה בעולם לאלו שהן לא טכנולוגיה – היה פשוט גדול מדי.
- **לפני שנה מכפיל רווח של 30 במניות הטכנולוגיה מול 18-19 של שאר המניות היה גבוה מדי ברמה היסטורית** – וזה היה זמן להתחיל להיזהר. ואכן, מכפיל הרווח של חברות הטכנולוגיה באגריגציה ירד לאחרונה בחדות מ 30 ל 25. השוק הזה מתומחר מחדש, ומשקיעי הטכנולוגיה נפגעים מכך.



- **אז יש לי מדד שאני עוקב אחריו והוא פשוט:** היחס בין MSCI WORLD ל MSCI TECHNOLOGY והוא הגיע לפני שנה מבחינת יחס המכפילים לפער של 60%. זה מספר שלא ראיתי 20 שנה וזה היה זמן להיזהר. הפער הזה חוזר היום לרמות של 25% פרמייה... זה כבר יותר הגיוני, אבל לא משהו הזדמנותי. לפני שנה – מכפיל הרווח של מדד ה software העולמי הגיע לכמעט 40 – מול 18-19 של מדד המניות העולמי. זו פרמייה של 100% - גבוה מדי ולא סביר להשקעה ארוכת טווח בתחום הזה. הפער ירד ל 25% כאמור. תיקי טכנולוגיה כלליים מתומחרים בצורה נוחה יותר. לאוהבי התחום הזה – התמחרים חזרו 8 שנים אחורנית, וזה קרה ממש תוך כמה שבועות. משקיעי ערך, משקיעים עם מזמונים, משקיעים שמכניסים הון בהדרגתיות לטווח ארוך – אוהבים התפתחויות כאלו – זה טוב, לא רע.
- **הנושא השני שמטריד אותי הוא שחברות טכנולוגיה גייסו לא מעט חוב, וחוב פרטי לא סחיר:** ואלו גייסו ממנהלי קרנות גדולים שמעניקים חוב פרטי.

קרנות פרייבט אקוויטי מול מניות סחירות

- **בהשקעות פרטיות, אני פחות ופחות מאמין במנגנון של קריאות לכסף לאורך זמן ארוך מדי.** ככלל, אני מאמין יותר במוצרים שבהם הכסף מתחיל לעבוד ביום הראשון. אם לשים את הדברים בצורה מתמטית, אם השקעת ביום הראשון והשגת תשואה שנתית של 12%, היא עדיפה על IRR של 16-17% בהשקעות עם קריאות מתמשכות של הכסף. IRR של 16% לא אומר שעשיתם 16% על ההון שלכם, שלא תתבלבלו עם זה.
- **ועל כן – אני מניח שהעולם יילך יותר ויותר לקרנות EVERGREEN** משום שמשקיעים מתחילים להבין את זה. בעבר זה היה נשמע זוהר, אבל יש לזה מחיר כלכלי ממש. אני מניח שגם מנהלי המוצרים – ניגשו יותר ויותר מוצרי EVERGREEN, זה קורה וזה יתחזק.
- **אלו השקעות לא נזילות - וסיכון נזילות מתמש מעת לעת** - קחו את זה בחשבון. כל נכס לא נזיל הוא לא נזיל או לא סחיר. יש לזה משמעויות. לעיתים כשרוצים למכור – פשוט אי אפשר, או שאפשר במחיר נמוך יותר משמעותית.



מוכרי הדירות מרגישים את זה על בשרם. יכול לקחת שנה למכור דירה, וצריך להוריד במחיר. סיכוני הנזילות במוצרים לא סחירים מתמש, הוא יכול להתמשש ואנחנו רואים לאחרונה כמה ניצנים בתחום הזה.

- **החברות הגדולות בתחום הזה, blue owl, Ares, Apollo, Blackstone, KKR – הן חברות ענק שנסחרות בוולסטריט.** מחירי המניות שלהם יורדים בחודשים האחרונים בחדות. הן היו מתומחרים גבוה מדי, והן יפגשו בקרוב בעיות בחוב שהן גייסו לחברות טכנולוגיה.

האם להחזיק בתיקי נכסים אג"ח ממשלתיות?

- **חוב ממשלתי עלה בעשור האחרון לשיעורים שמעולם לא היו קודם** מאז 2008 אנחנו רואים תופעה רצינית שבה ממשלות מעלות את שיעורי החוב שלהם לשיעורים חסרי תקדים. ממשלות היום הן מלאי חובות.
- **לעומתן, אם בוחנים את כל החברות במקומות שונים בעולם – רואים ירידה בשיעור החוב, לא עלייה.** זה מעניין, חברות חברות הורידו את החוב שלהם, בנו אותו בצורה טובה יותר וניצלו עשור של ריביות 0.
- **אנחנו צריכים להכין את עצמנו לתרחיש שהיה פעם דמיוני** שחוב קונצרני של חברות גדולות ורציניות ייסחר בתשואה נמוכה יותר מזו של אג"ח ממשלתי. בגדול, אין דבר כזה קונצרני או ממשלתי בשוק האג"ח העולמי בהשוואה רחבה. אבל לעצם העניין, כדאי לא להביט על אג"ח ממשלתי של ממשלה כלשהיא כנכס חסר סיכון. זה פשוט לא נכון. אני לא פוסל בעתיד תרחישים שפעם היו דמיוניים. יש ממשלות מלאי חובות, השוק ידרוש מתישהוא תשואה שמגלמת פרמיית סיכון עליהן.



- **העולם ממשיך למכור אג"ח ממשלתי אמריקאי:** אמריקה מגדילה חובות, לא מעלה מיסים, ולכן ממשיכה להעלות את החוב שלה, והזרים לא קונים אותו. דווקא אג"ח קונצרני אמריקאי של חברות גדולות יודע לייצב את התיק בתקופות משבר.

דולר חלש – אולי כדאי לשלם משכורות בדולרים ולא במטבעות אחרים? משמעויות עתידיות

- **אולי פתיחת מפעל בארצות הברית כדאי יותר כבר?** לשלם שכר ב USD מתחיל להיות יותר כלכלי היום. דולר חלש ותעריפים יביאו בקרוב בעלי מניות לחשוב ברצינות על הקמת מפעלים באמריקה. משכורת של 5,000 דולר היא כבר לא 20,000 ₪ אלא פחות...
- **התחלתי לקבל לאחורנה זרם של דיווחים על כך שחברות גלובליות מרחיבות פעילות בארה"ב** – טוויאן סמי קונדקטור החליטה להשקיע סכום ענק של 160 מיליארד דולר במפעל באריזונה, חברת ROCHE השוויצרית משקיעה 50 מיליארד דולר בפתיחת מפעל בארצות הברית והרשימה לא עוצרת בדוגמאות הללו. יש חברות קטנות מאלו – שמקבלות הצעות לפתיחת מפעלים שם על חשבון מדינות אחרות. דולר חלש עבור חברות קטנות יותר, יצואניות שרוצות הון זר – האם אנחנו נראה בעתיד השקעות הון גדולות בגלל דולר חלש?
- **בינתיים, חברות יצרניות רבות לא מחליטות ועדיין מתלבטות** בחלקם זה פוגע בעסקים. קחו חברה כמו נייק, הם שוברים את הראש אם להרחיב את המפעל בוויטנאם, או להעביר אותו לארצות הברית. הם מחכים להחלטות. לחכות בעולם העסקים זה לא לפעול. יש לזה מחיר.
- **מי שפחות סובל מכל אלו הן חברות שירותים:** חברות יצרניות מאוד מושפעות ממלחמת התעריפים. חברות שירותים פחות. אם אתה חברת ביטוח, בנק, או חברת עורכי דין או מנהל עושר – הסיפור הזה פחות משפיע עליך,



הוא משפיע יותר על יצרני מוצרים. הם מושפעים יותר מעולם התעריפים החדש – שבעצמו לא ברור מה יהיה גורלו....

בברכה ובמחויבות,

גיא חכמי

המידע המופיע במסמך זה מספק מידע כללי בנושא שוק ההון ומכשירים פיננסיים ומהווה הצגה כללית של נתונים, אינו מהווה "הצעה לציבור", אינו מהווה ייעוץ השקעות או שיווק השקעות והוא אינו מהווה תחליף לייעוץ השקעות המותאם לנתוניו וצרכיו של כל אדם, ו/או תחליף לבדיקה מקיפה ויסודית של כל מוצר ומוצר. אין באמור במסמך זה משום הבטחת תשואה או רווח; תוצאות העבר של קרן, נייר ערך או כל השקעה אחרת, אינן מבטיחות את תוצאותיה העתידיות של ההשקעה. המידע עלול לכלול מידע צופה פני עתיד, כהגדרתו בחוק ניירות ערך, תשכ"ח 1968 - מידע כאמור עלול לכלול, בין היתר, תחזיות, מטרות והערכות אשר עשויים להתייחס לאירועים או עניינים עתידיים, אשר התממשותם אינה ודאית. אנו עוסקים במתן שירותי Family Office (wealth management) ללקוחות כשירים בעלי הון גבוה. ההשקעה בניירות ערך או בנכסים פיננסיים מתאימה למשקיעים כשירים בלבד.