

מרץ 2026

שאגת הארי בשוק ההון הישראלי¹



¹איתי קדמי, רו"ח

ראש תחום ניתוח פיננסי, מכון הפניקס לחקר שוק ההון
מנהל בכיר במערך הייעוץ הפיננסי, KPMG

תמצית

העימות הנוכחי מתרחש לאחר תקופה של ביצועי יתר בשוק ההון הישראלי, ירידה בפרמיית הסיכון וזרימה משמעותית של כספי ציבור לנכסי סיכון מקומיים. תנאים אלו יצרו תמחור גבוה יחסית של נכסי סיכון ושינוי בהרכב המשקיעים בשוק.

ניתוח תגובת השוק בשבועיים הראשונים לעימות מצביע על דפוס חריג: העליות שנרשמו בתחילת האירוע לא שיקפו ירידה בהערכת הסיכון של ישראל, אלא במידה רבה ניסיון של המשקיעים לשחזר את דפוס העליות שנרשם לאחר אירועים ביטחוניים קודמים, ובראשם מבצע "עם כלביא". במקביל, תנועות ההון מצביעות על כך שהעליות הראשונות הונעו בעיקר על ידי משקיעים קמעונאיים ומשקי בית, בעוד שמשקיעים זרים ומוסדיים נטו דווקא לצמצם חשיפה.

בניגוד לעימותים קודמים שהיו בעיקר בעלי אופי מקומי, העימות הנוכחי מתרחש בהקשר גיאופוליטי רחב יותר, עם פוטנציאל להשפעה על שוק האנרגיה והכלכלה הגלובלית. כאשר השוק החל להפנים זאת, במהלך השבוע השני למלחמה, הסנטימנט התהפך במהירות והעליות הראשונות התחלפו בירידות.

ממצאים אלו מצביעים על שינוי מבני בשוק ההון הישראלי, שבו משקלם הגדל של משקיעים קמעונאיים מגביר את רגישות השוק לשינויים בסנטימנט סביב אירועים ביטחוניים וגיאופוליטיים.

שאגת הארי – בשוק ההון המקומי

תנאי הרקע – ערב העימות הנוכחי

שוק ההון הישראלי נכנס לעימות הנוכחי לאחר תקופה של ביצועים מרשימים ביחס לשווקים בעולם. בשנת 2025 נרשמו עליות חדות במדדי המניות המקומיים, במקביל לירידה בפרמיית הסיכון של ישראל ולהתחזקות המטבע המקומי.

במקביל לירידה בפרמיית הסיכון נרשמה גם זרימה משמעותית של כספים לאפיקי סיכון מקומיים. חלק מרכזי מהביקוש הגיע ממשקיעים קמעונאיים ומקרנות נאמנות, אשר הגדילו את חשיפתם לשוק המניות המקומי. מגמה זו תרמה לעלייה בתמחור נכסי הסיכון בשוק ולשינוי בהרכב המשקיעים. התפתחויות אלו יצרו תנאי רקע שבהם שוק ההון המקומי נכנס לעימות כאשר הסנטימנט כלפי נכסי סיכון היה חיובי, אך גם רגיש יותר לשינויים בתפיסת הסיכון.

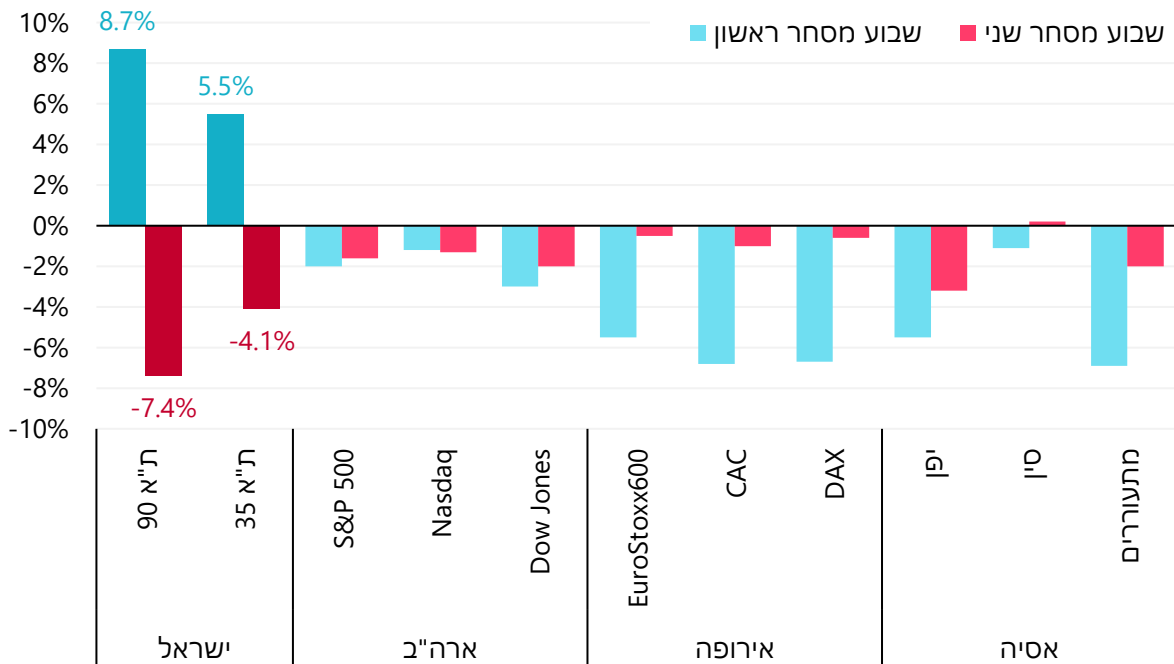
[להרחבה ראו – סיכום שנת 2025 בשוק ההון הישראלי | מכון הפניקס לחקר שוק ההון.](#)

תגובת השוק: ישראל מול העולם

התגובה הראשונית של שוק ההון הישראלי לעימות הייתה חריגה ביחס לשווקים בעולם, ושיקפה פער בולט בין השוק המקומי לבין השווקים הגלובליים (תרשים 1). בעוד שבשוק הישראלי נרשמו עליות חדות בשוקי המניות לצד התחזקות המטבע המקומי, בשווקים הבינלאומיים נרשמה מגמה שלילית על רקע העלייה החדה במחירי האנרגיה (הנפט והגז הטבעי) והתגברות החששות מפני השלכות מאקרו-כלכליות של ההסלמה במזרח התיכון. הפער בין ישראל לבין השווקים הגלובליים בלט במיוחד בשבוע המסחר הראשון, שבו מדדי המניות המקומיים רשמו עליות משמעותיות, בזמן שבשווקים המרכזיים בעולם נרשמו ירידות. עם זאת, בשבוע המסחר השני חל היפוך מגמה. המדדים בישראל רשמו ירידות חדות, בעוד שבחלק מהשווקים בעולם הירידות היו מתונות יותר ואף נרשמה התייצבות מסוימת. דינמיקה זו מצביעה על כך שהתגובה הראשונית של השוק המקומי לא שיקפה בהכרח הערכה מחודשת של הסיכון, אלא במידה רבה תגובה התנהגותית של המשקיעים. עדות לכך ניתן למצוא באינדיקטורים לסיכון, ובהם פרמיית הסיכון המשתקפת ב-CDS ומרווח התשואה בין אג"ח ישראל לאג"ח ארה"ב – שעלו עם תחילת המערכה הנוכחית. התגובה הראשונית בשוק המקומי לא התבטאה רק בעליות במדדים המרכזיים, אלא גם בעליות חדות ורחבות במרבית ענפי השוק. בשבוע הראשון לעימות נרשמו עליות משמעותיות בענפי האנרגיה, הביטוח, התעשיות הביטחוניות, הבנייה והנדל"ן. העליות היו רחבות יחסית ולא התרכזו בענפים שהיו צפויים ליהנות באופן ישיר מהעימות הביטחוני. בשבוע המסחר השני נרשם תיקון חד, כאשר רוב הענפים רשמו ירידות משמעותיות (תרשים 2). דפוס זה מחזק את ההערכה כי העליות הראשוניות היו במידה רבה תוצאה של סנטימנט חיובי ושל ביקושים רחבים בשוק מצד הציבור, ולא בהכרח של תמחור כלכלי של השלכות האירוע.

תרשים 1. ביצועי המניות בהשוואה בינלאומית

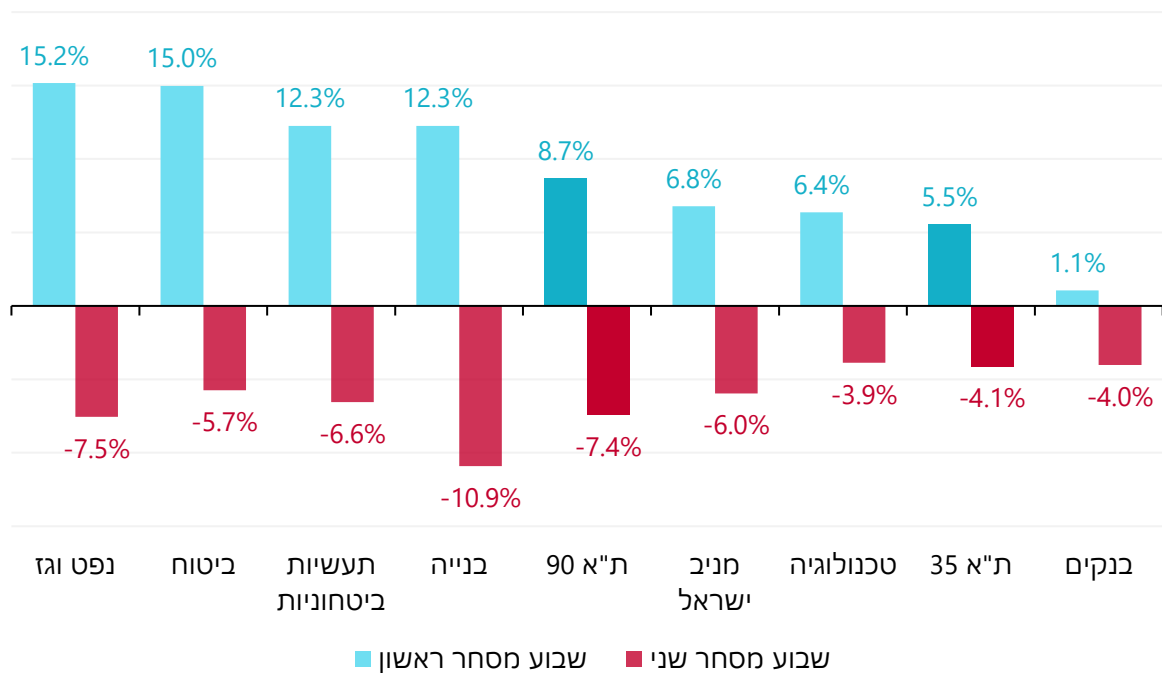
מדדים נבחרים, שבועיים ראשונים למלחמת ישראל-איראן השנייה



מקור: בלומברג.

תרשים 2. ביצועי מדד מניות נבחרים בישראל

שבועיים ראשונים למלחמת ישראל-איראן השנייה



מקור: הבורסה לניירות ערך.

שאגת הארי – בשוק ההון המקומי

זיכרון השוק: ההשוואה ל"עם כלביא"

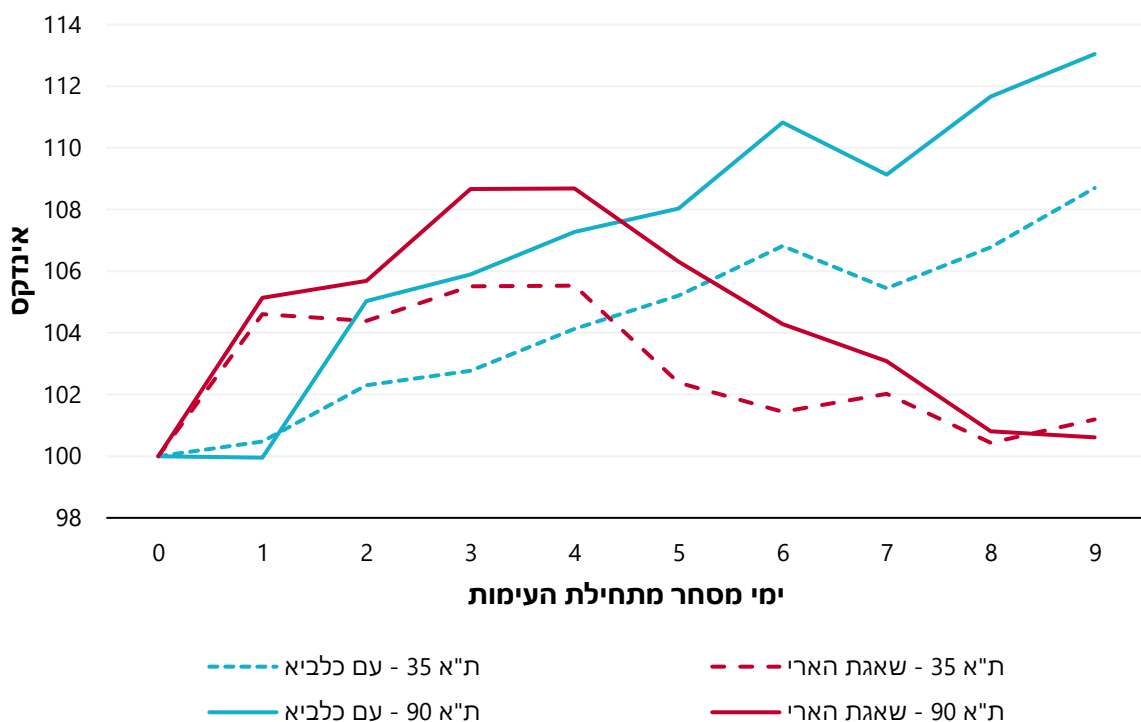
השוואה בין התנהגות מדדי המניות בעימות הנוכחי לבין התנהגותם במהלך מבצע "עם כלביא" מצביעה על דפוס מעניין. בשני האירועים נרשמה בתחילת הדרך תגובה חיובית בשוק המניות המקומי, כאשר ב"שאגת הארי" התגובה הייתה חדה יותר. ואולם, בעוד שב"עם כלביא" המגמה החיובית נמשכה גם בהמשך, בעימות הנוכחי העליות הראשוניות נשחקו במהירות והתחלפו בירידות (תרשים 3).

הבדל זה עשוי לשקף במידה רבה את זיכרון השוק מהאירוע הקודם. הצלחת השוק המקומי לשמור על מגמה חיובית לאורך "עם כלביא" עשויה הייתה לחזק אצל חלק מהמשקיעים, במהלך העימות הנוכחי, את ההערכה כי גם הפעם עשוי להתפתח דפוס עליות דומה לזה שנרשם לאחר אירועים ביטחוניים קודמים, ובראשם מבצע "עם כלביא" ו"מבצע הביפרים".

אלא שככל שהשוק הפנים כי מדובר באירוע שונה באופיו, בעל הקשר גיאופוליטי רחב יותר והשלכות אפשריות על מחירי האנרגיה והכלכלה הגלובלית, הסנטימנט השתנה במהירות, והעליות הראשוניות התחלפו בירידות.

תרשים 3. ביצועי מדדי המניות במהלך ימי המסחר לאורך העימות

עם כלביא ושאגת הארי, במהלך תשעת ימי המסחר הראשונים למלחמה



מקור: הבורסה לניירות ערך.

שאגת הארי – בשוק ההון המקומי

תנועות המשקיעים: שינוי במבנה הביקוש למניות

ניתוח תנועות ההון בשוק המניות בשנים האחרונות מצביע על שינוי הדרגתי במבנה המשקיעים בשוק ההון הישראלי. תרשים 4 מציג את תנועות הנטו הממוצעות במסחר במניות לפי סוג משקיע בשנים 2023–2026, תוך הבחנה בין מספר אירועים ביטחוניים מרכזיים.

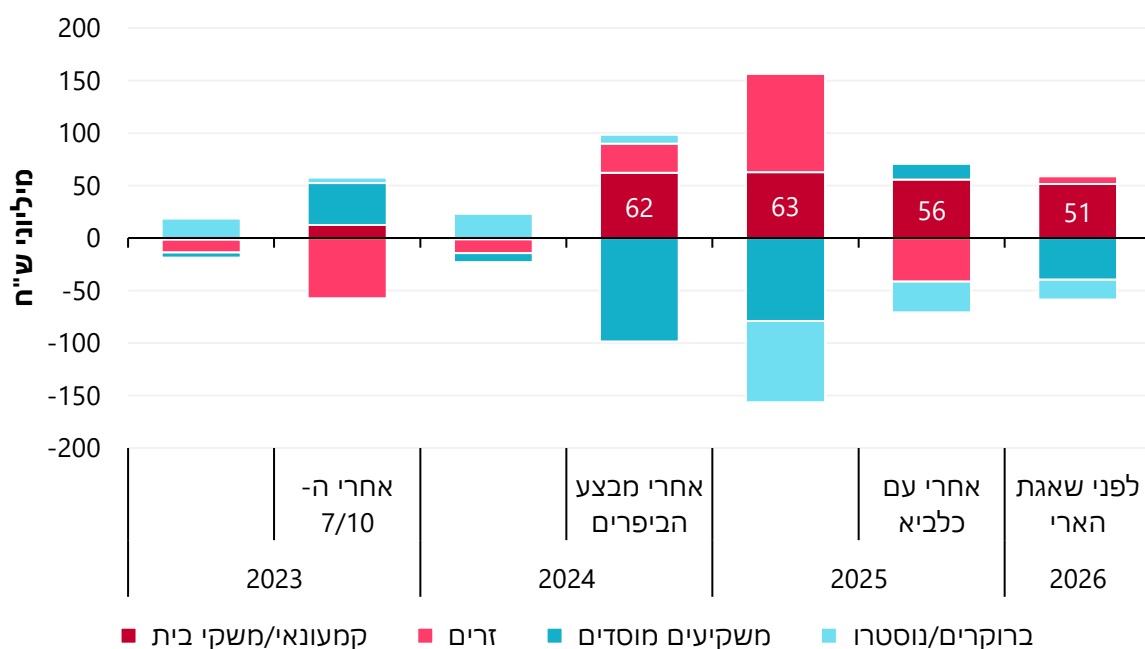
מהנתונים עולה כי מאז הצלחת "מבצע הביפרים" בספטמבר 2024 גדל באופן משמעותי חלקם של משקי הבית והמשקיעים הקמעונאיים בביקוש למניות מקומיות. לאחר אירועי 7 באוקטובר 2023 הייתה ניכרת נוכחות מתונה יותר של משקי הבית, לצד זרימה משמעותית יותר של משקיעים מוסדיים לשוק הישראלי. אך מגמה זו התהפכה למעשה בתקופות שלאחר אירועים ביטחוניים מוצלחים, ובהם "מבצע הביפרים" והעימות הקודם עם איראן "עם כלביא".

משקיעים זרים נטו לאחר מבצע הביפרים להגדיל את חשיפתם לשוק המקומי, אם כי מגמה זו התמתנה בהמשך. בקרב המשקיעים המוסדיים, לעומת זאת, ניכרת נטייה בולטת יותר לצמצום חשיפה.

התוצאה היא שינוי במבנה הביקוש למניות בשוק המקומי: בתקופה שקדמה לעימות הנוכחי חלק גדול יותר מהפעילות בשוק הונע על ידי משקי הבית ומשקיעים קמעונאיים, ובאופן מתון יותר זרים. שינוי זה חשוב להבנת תגובת השוק לעימות הנוכחי, שכן שוק שבו חלק גדול יותר מהמסחר מונע על ידי משקיעים קמעונאיים עשוי להיות רגיש יותר לשינויים בסנטימנט ולתגובות חדות לאירועים ביטחוניים וגיאופוליטיים.

תרשים 4. תנועות הון נטו במניות, ממוצע יומי

לפי סוג משקיע, שנים 2023 – 2026



מקור: הבוססה לניירות ערך.

שאגת הארי – בשוק ההון המקומי

השבועיים הראשונים לעימות

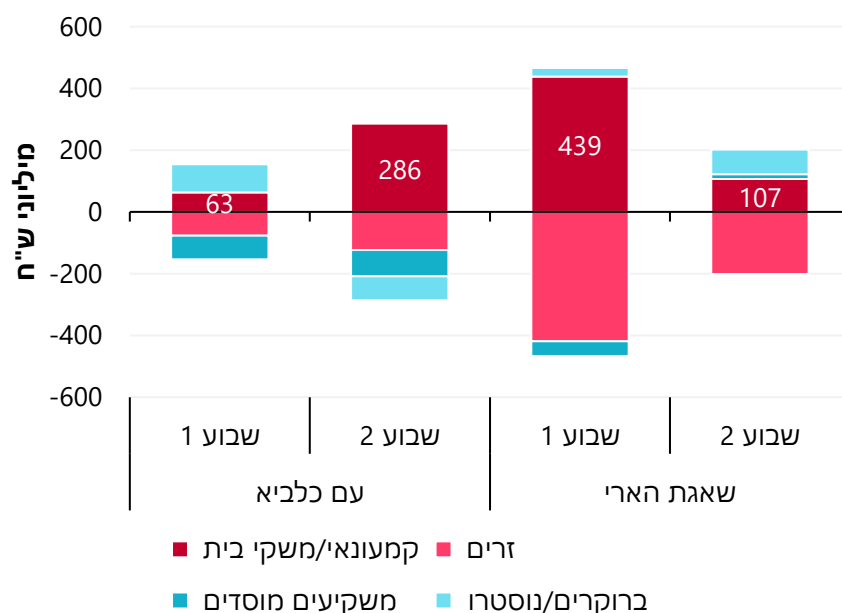
תרשים 5 ממקד את הניתוח בשבועיים הראשונים למסחר לאחר תחילת העימות, ומשווה בין דפוסי הפעילות של סוגי המשקיעים בעימות הקודם "עם כלביא" לבין אלו שנרשמו בעימות הנוכחי – "שאגת הארי". מהנתונים עולה כי בשני האירועים משקי הבית והמשקיעים הקמעונאיים היו הגורם המרכזי בצד הקונים בשוק המניות המקומי. עם זאת, בעימות הנוכחי היקף הרכישות מצד הציבור בשבוע הראשון היה חריג במיוחד, ובולט בהשוואה לפעילות שנרשמה בתקופה המקבילה במהלך "עם כלביא".

במקביל לרכישות אלו נרשמה מכירה משמעותית מצד משקיעים זרים וחלק מתוך יותר מצד מוסדיים. הפער בין פעילות הציבור לבין פעילותם של משקיעים מתוחכמים יותר בולט במיוחד בשבוע הראשון של "שאגת הארי", שבו משקי הבית הגדילו באופן ניכר את חשיפתם לשוק המקומי, בעוד שמשקיעים זרים ומוסדיים נטו לצמצם חשיפה. דפוס זה מצביע על פער בהערכת הסיכונים בין קבוצות המשקיעים השונות, כאשר הציבור הגדיל חשיפה בתקופה של אי-ודאות גבוהה יחסית.

בשבוע המסחר השני ניכרת התמתנות משמעותית בהיקף הפעילות, אם כי הציבור ממשיך להוות את הגורם המרכזי בצד הקונים, בעוד שמשקיעים זרים המשיכו לצמצם חשיפה. פעילות המוסדיים בתקופה זו מתונה יותר ואינה משנה באופן מהותי את התמונה הכוללת.

תרשים 5. תנועות הון נטו במניות, ממוצע יומי

עם כלביא ושאגת הארי, במהלך השבועיים הראשונים למלחמה



מקור: הבורסה לניירות ערך.

הערה: הניתוח בתרשימים 4 ו-5 מבוסס על נתונים ממערכת "כסף חכם" של הבורסה לניירות ערך. סיווג הנתונים נעשה באופן הבא: קמעונאי/משקי בית – תושב ישראל יחיד, קרן נאמנות וקרן סל. זרים – תושב חוץ אחר ויחיד. מוסדיים – קרן פנסיה/קופת גמל/חברת ביטוח. ברוקרים/נוסטרו – תושב ישראל תאגיד, נוסטרו, מנהל תיקים.

שאגת הארי – בשוק ההון המקומי

ממצאים אלו מחזקים את ההערכה כי חלק מהעליות שנרשמו בתחילת העימות הנוכחי הונעו במידה רבה על ידי ביקוש משמעותי מצד משקי הבית ומשקיעים קמעונאיים, ולא דווקא על ידי שינוי מהותי בהערכת הסיכון של המשקיעים המוסדיים והזרים. הפעילות הערה של משקי הבית בתקופה זו תרמה למעשה לעלייה בתנודתיות שנרשמה במדדי המניות במהלך השבועיים הראשונים של העימות.

סיכום ומבט קדימה

בניגוד לעימותים קודמים שהיו בעיקר בעלי השפעה מקומית, העימות הנוכחי מתרחש בהקשר גיאופוליטי רחב יותר. האפשרות לשיבושים בתנועת הסחר במפרץ הפרסי ובפרט במצר הורמוז יוצרת פוטנציאל להשפעה על מחירי האנרגיה ועל הכלכלה הגלובלית. כאשר השוק החל להפנים ממד זה של האירוע, הסנטימנט השתנה והעליות הראשוניות התחלפו בירידות.

ניתוח תגובת השוק בשבועות הראשונים לעימות מצביע על כך שהדינמיקה בשוק המקומי הושפעה לא רק מהערכת הסיכון הגיאופוליטי, אלא גם משילוב של זיכרון שוק ומבנה המשקיעים. העליות שנרשמו בתחילת האירוע שיקפו במידה רבה ניסיון של חלק מהמשקיעים לשחזר את דפוס התגובה שנרשם לאחר אירועים ביטחוניים קודמים, ובראשם "עם כלביא" ו"מבצע הביפרים".

במקביל, תנועות ההון בשוק מצביעות על פער ברור בין סוגי המשקיעים: בעוד שמשקי הבית הגדילו באופן משמעותי את חשיפתם למניות בשבוע הראשון של העימות, משקיעים זרים ומוסדיים נטו דווקא לצמצם חשיפה. פעילות זו מצביעה על כך שחלק ניכר מהעליות הראשוניות הונעו על ידי ביקוש משמעותי מצד הציבור, ואף תרמו לעלייה בתנודתיות שנרשמה בשוק במהלך ימי העימות.

ממצאים אלו מצביעים על שינוי במבנה הפעילות בשוק ההון הישראלי בשנים האחרונות. משקלם הגדל של משקי הבית במסחר עשוי להשפיע גם על אופן תגובת השוק לאירועים ביטחוניים, פוליטיים וגיאופוליטיים, ולהוביל לתגובות חדות ומהירות יותר לשינויים בסנטימנט.

רמת אי-הוודאות נותרה גבוהה, על רקע שילוב של גורמים מקומיים וגלובליים: אפשרות למערכה ממושכת והתרחבות הזירה הצפונית; צפי לגידול בגירעון; פגיעה אפשרית בפעילות העסקים המקומית; השפעות אינפלציוניות כתוצאה מעליית מחירי האנרגיה; וכן סיכונים לפעילות הכלכלית העולמית. בתרחיש של מערכה ממושכת – מקומית או גלובלית – הסנטימנט בשווקים המקומיים עשוי להתהפך. מנגד, סיום מהיר של הלחימה לצד שיפור בפרמיית הסיכון של ישראל עשוי לתמוך בהמשך הנרטיב החיובי שאפיין את שוק ההון הישראלי בעת האחרונה.