

חומר רקע למפגש דצמבר 2025
"האם קיימת בשוק ההון בועת AI?"
החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה"

רקע

מאז תחילת 2023 התרחשה עלייה חדה בשווי השוק של מניות הטכנולוגיה על רקע מהפכת ה-AI. שווי השוק המצטבר של מניות קבוצת ה- Big Tech (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta platforms, Nvidia) חברות אלו זינק מכ-6.5 טריליון דולר בתחילת 2023 לכ-19.8 טריליון דולר כיום - עלייה של למעלה מ-200%. זאת על רקע עליה במקביל בתקופה זו של מדד S&P 500 בכ-84%, מדד Nasdaq בכ-130%, ובישראל מדד ת"א-125 בכ-84% (ראו בהמשך התייחסות לריכוזיות המדדים). מגמה זו מלווה בהיקף חסר תקדים של השקעות הון (CAPEX) מצד חברות ה-Big Tech לצורך הקמת תשתיות AI ומרכזי נתונים.

לאחרונה נשמעות אף הערכות שונות מצד אנליסטים ומשקיעים המבקשים לשאול: **האם רמות התמחור של חברות הטכנולוגיה, בפרט תוך התבוננות בהשקעות המסיביות שהן עושות בפיתוח AI ויישומן, משקפות פוטנציאל צמיחה ריאלי, או שמא מדובר באינדיקטורים המצביעים על בועה פיננסית, דומה, ואולי אף משמעותית יותר מזו שחווינו בתחילת שנות ה-2000?**

התפתחויות אלה מעוררות, מטבען, השוואה לתקופת בועת הדוט - קום שהחלה בסוף שנות ה-90 והתפוצצה בתחילת שנות ה-2000. בדומה לעבר, גם כיום ניכרת אופטימיות רחבה סביב טכנולוגיה חדשנית - כיום סביב יישומי הבינה המלאכותית אז סביב האינטרנט. בשתי התקופות נרשמו עליות חדות במדדים, גידול חריג בהשקעות הון המתמקדות בתחום פעילות אחד, וקפיצה מהירה של מכפילי הרווח לרמות שיא היסטוריות. עם זאת, ישנם מספר הבדלים מהותיים: החברות המובילות כיום מציגות רווחיות יציבה, תזרים מזומנים חיובי ומודלים עסקיים מגובשים. בניגוד לחברות רבות בתחילת שנות ה-2000, שנסחרו בשווי גבוה על בסיס תחזיות ואמון המשקיעים בלבד. אף על פי כן, רמות התמחור הנוכחיות בשוק, לצד ריכוזיות גבוהה במדדים, מעוררות שאלות בדבר הקשר בין תמחור השוק לבין הצמיחה הפוטנציאלית בפועל, והאם, פעם נוספת, ישנה חזרה על דפוסי הערכת יתר הנובעת מאופטימיות באשר לרמות הפריזון שטכנולוגיית AI תביא לפתחנו?

הגרף שלהלן מציג את ההתפתחות של מדד ה- **CAPE RATIO** (שילר) ומשקף את היחס בין שווי השוק של החברות לבין ממוצע רווחיהן בעשר השנים האחרונות (מותאם ריאלית) - אינדיקציה לתמחור יתר או חסר בשוק לטווח ארוך בין השנים 1995 – 2025 :

מדד CAPE RATIO (שילר), השוואה בין תקופת הדוט-קום לגל ה-AI



ניתן לראות כי ערב בועת הדוט-קום (שנת 2000) עמד המדד על שיא של כ-44 נקודות, ואילו נכון לסוף 2025 הוא נע סביב 40 נקודות – הרמה השנייה בגובהה מאז תחילת המדידות (1871).

לכל אלה קיימת השפעה גם על השוק המקומי ועל המשקיעים המוסדיים בישראל. חלק ניכר מהחשיפה המקומית למניות טכנולוגיה נובע מהשקעות עקיפות באמצעות קרנות מחקות ותעודות סל העוקבות אחר מדדי S&P 500 ו-Nasdaq. כתוצאה מכך, ביצועי ה-Big Tech מחלחים ישירות לתשואות החיסכון הפנסיוני ולתיקים המוסדיים. נוסף לכך, חברות ישראליות בתחומי פינטק, ביטוח והייטק החלו להטמיע טכנולוגיות AI, מגמה שעשויה לתרום לעלייה בפריון ולייעול תפעולי, אך גם להגביר חשיפה לתנודתיות גלובלית במקרה של תיקון בשוק.

הדיון הצפוי מבקש לבחון את סבירות רמות התמחור של חברות ה-AI, את השפעתן על שוקי ההון בעולם ובישראל, ואת ההשלכות האפשריות של תמחור זה על מדיניות ההשקעה של הגופים המוסדיים.

קורלציה וריכוזיות במדדים המובילים

התופעה כאמור הובילה לשינוי משמעותי בהרכב מדדי השוק, כך שמשקלן של חברות הטכנולוגיה במדדי השוק הגדולים גדל באופן משמעותי בשנים האחרונות. שש חברות ה- Big Tech מהוות כ-33% ממדד S&P 500 וכ-41% ממדד Nasdaq-100. ריכוזיות זו מגבירה את הקורלציה בין ביצועי הענף לבין תשואת השוק הכוללת, ומקטינה את ההשפעה של סקטורים אחרים על המגמה הכוללת.

הגרף שלהלן מציג השוואה בין תשואת מדד ה- S&P 500 לבין התשואה של שש חברות ה- Big Tech לאחר נרמול לנקודת בסיס משותפת בתחילת שנת 2023. מהגרף ניתן לראות קורלציה גבוהה בין המדד לבין מניות הטכנולוגיה הגדולות, לצד תנודתיות משמעותית יותר בסל ה- Big Tech.

התפתחות תשואות ה- Big Tech לעומת מדד ה- S&P 500 מאז תחילת 2023



לדעת רבים, מדובר בעיוות משמעותי הפוגע במטרת המדד - פיזור סיכון בין חברות ובין סקטורים שונים. הנגזרת של ריכוזיות זאת היא הגדלת תנודתיות (volatility) וכן את הסיכון כלפי מטה (downside risk) הטמון במדד.

כמו כן, ניתן לראות עלייה ניכרת במכפילי הרווח בקרב מניות בענף הטכנולוגיה (פי 2-3 מהמוצע ההיסטורי בחלק מהחברות!). עלייה זו מעוררת שאלות כדוגמת: האם ההשקעות שבוצעו מול ציפיות המשקיעים לעתיד מגולמות במחירי השוק, או שמא קיים פער בין הערכות השווי לבין תזרימי המזומנים אשר יתהוו לחברות הלכה למעשה?

השקעות הון (CAPEX) בהיקפים חסרי תקדים

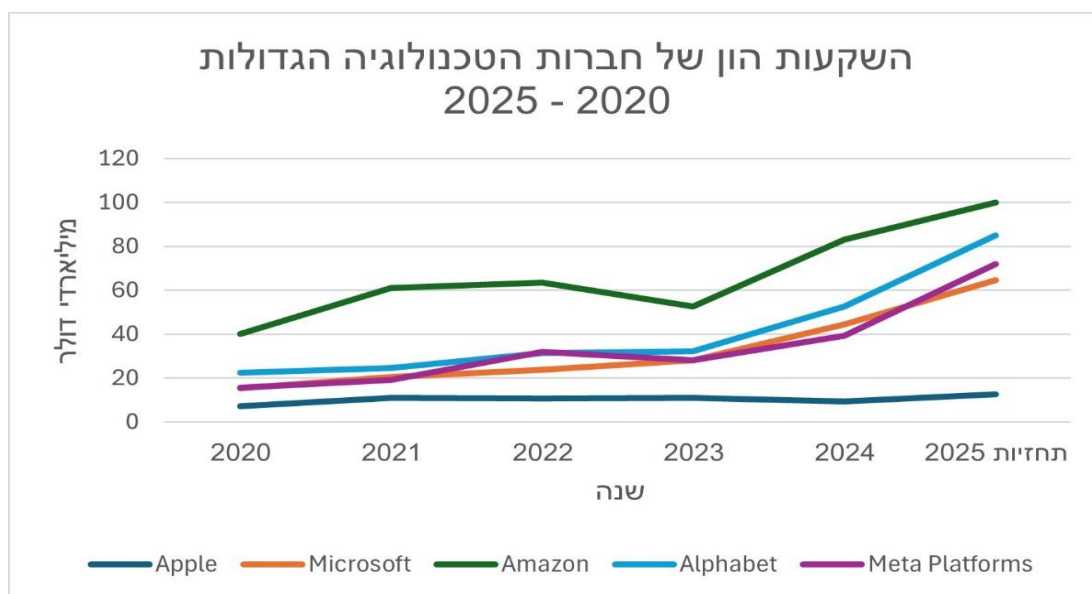
ה-Big Tech האמריקאיות דיווחו ברבעון השלישי של 2025 על המשך גידול חד בהשקעות ההון שלהן. לפי נתוני CNBC ו-Bloomberg - מייקרוסופט, מטא, אלפאבית ואמזון צופות הוצאות הון מצטברות של יותר מ-380 מיליארד דולר השנה, בעיקר בגין בניית חוות שרתים ורכישת שבבים ליישומי AI. חברת OpenAI מצידה הכריזה על תוכנית השקעות בתשתיות בהיקף של כ-1.4 טריליון דולר ל 8 שנים הקרובות – שחלקה ממומן באמצעות עסקאות עם Nvidia, AMD ו-Oracle.

על אף ההיקפים העצומים, חלק ניכר מההשקעות עדיין לא נבחן מבחינת החזר השקעה (ROI), והמודלים העסקיים בחלק מהחברות נותרים לא מגובשים ולא בהכרח מצביעים על כך שהשקעות ההון העצומות האלו יניבו פירותיהן בהתאם לציפיות.

חשש נוסף בהקשר זה נובע מעסקות סיבוביות רבות של ספקים בסקטור ה-AI לאחרונה נרשמה סדרה של עסקאות ענק בין מספר שחקניות מרכזיות בתחום הבינה המלאכותית, בהיקפים המגיעים לעשרות ואף למאות מיליארדי דולרים. מדובר בחברות שפועלות זו לצד זו ומשלימות אחת את השנייה: יצרניות השבבים המספקות רכיבי חומרה, חברות המפתחות תשתיות ורשתות ל AI כמו מרכזי מחשוב ושירותי ענן, ולצידן מפתחי תוכנה ומודלי בינה מלאכותית.

החיבורים העסקיים הנ"ל יוצרים מערכת יחסים הדוקה ומורכבת - כל שיתוף פעולה מחזק את הערך של המשתתפות בו בכפולות של הרווח שנוצר והמכפילים הגבוהים שמעניק השוק למניות הללו, ובכך דוחף קדימה את כלל המערכת התעשייתית סביב טכנולוגיות ה-AI.

להלן השוואה בין חברות הטכנולוגיה הבולטות בגידול השקעות ההון שלהן בדגש על בינה מלאכותית בשנים האחרונות (נלקח מתוך דוחותיהן הכספיים של החברות):



Nvidia כשחקנית הדומיננטית בגל ה-AI

מעבר לעלייתן של ענקיות הטכנולוגיה, חברת Nvidia הפכה בעשור האחרון – ובעיקר מאז 2023 – למנוע המרכזי של מהפכת ה-AI ולסמל הבולט ביותר לשאלה האם השוק מתמחר צמיחה ריאלית או בונה בועה פיננסית חדשה. החברה נהנית מביקוש עצום לשבבי ה-GPU שלה, הנחשבים לחוליה הקריטית בכל שרשרת הערך של ה-AI: החל ממודלים גנרטיביים, דרך מערכות ענן ועד לתשתיות חוות שרתים. היקף המכירות המואץ, לצד מרווחי רווח חריגים, הוביל את שווי השוק של Nvidia לשבור שיאים חסרי תקדים ולתפוס משקל משמעותי במדדי השוק האמריקאיים.

מכפיל הרווח הצפוי - NVDA



יחד עם זאת, רמות התמחור הגבוהות הנסמכות על ציפיות לצמיחה מתמשכת בהשקעות CAPEX מצד ענקיות הטק מעלות שאלות לגבי יכולת הקיימות של קצב צמיחה זה בטווח הארוך. בנוסף, הקשרים העסקיים ההדוקים בין Nvidia לבין שחקנים דוגמת Microsoft, OpenAI ו-AI – יוצרים מצב של "מחזוריות ערך", בו כל עסקה דוחפת את כלל המערכת קדימה, אך גם מגבירה את הסיכון: האטה בביקושים, התפתחות טכנולוגיה מתחרה, או שינוי רגולטורי – עלולים ליצור תיקון חד שיחלחל לכל השוק, במיוחד לאור הריכוזיות הגבוהה במדדים.

במקרה זה Nvidia עשויה לשמש הן כמנוע הצמיחה של מגזר ה-AI והן כמוקד הסיכון המרכזי שבו, והמשקיעים המוסדיים נדרשים לבחון האם ההשקעות הנוכחיות משקפות תרחיש בסיסי ריאלי או ציפיות אופטימיות מדי ביחס לקצב האימוץ של טכנולוגיות הבינה המלאכותית.

שאלות לדיון

1. כיצד הגופים המוסדיים בישראל כיום מפעילים שיקול דעת בהיבט של השקעות כספי הציבור במניות הטכנולוגיה, לרבות שיקולי פורטפוליו וחשיפה מטבעית? האם התחרות המוסדית עלולה להביא לחשיפת יתר לתחום ריכוזי זה?
2. מה השקיפות של מדיניות השקעה זאת ומה היקפיה?
3. האם נדרש מודל חדש למדידת סיכוני חשיפה לתחום ה-AI בתיקים מוסדיים?
4. עד כמה ההקבלה לבועת הדוט-קום מוצדקת?
5. כיצד על גופים מוסדיים להיערך לאפשרות של "shock tech" אירוע נקודתי בתחום השבבים או הענן שיוביל לתזוזה חדה במדדים?
6. האם מכפילי הרווח (P/E), המכפילים העתידיים או מודלים כמו CAPE עדיין רלוונטיים בעידן של השקעות הון מאסיביות בצמיחה עתידית? מה יכול להיות אלטרנטיבה?
7. כיצד ניתן להבחין בין תמחור שמגלם "חדשנות מהפכנית" לבין תמחור שמגלם "ספקולציה משוכללת"?
8. האם רמת הריכוזיות במדדים (33% ב-S&P 500 ועוד יותר בנאסד"ק) מהווה סיכון מערכתי לשוק כולו במקרה של תיקון במגזר ה-AI? האם מצב קיצון כזה בו הצמיחה הכלכלית כולה מושפעת מאוד מהאירוע (WEALTH EFFECT, סקטורים נלווים, מיסים) עוד יותר מגדיל את התלות והריכוזיות?
9. האם קצב ההשקעות ב-CAPEX משקף צורך אמיתי או תחרות אגרסיבית על קיבולת מחשוב, שעלולה להתברר כלא כלכלית, במילים אחרות האם חברות הטכנולוגיה הגדולות עוברות תהליך FOMO לא כלכלי בהכרח?
10. באיזה אופן ניתן להעריך נכון חברות שמעולם לא הציגו ROI ברור על השקעותיהן ב-AI במיוחד בענפים שאינם טכנולוגיים? האם דוגמאות עבר למשל משנות ה-90 המאוחרות יכולות ללמד אותנו משהו לגבי שאלה זו?
11. האם התלות של החברות הגדולות ב-Nvidia יוצרת ריכוז סיכונים שעלול להתפוצץ אם תופיע טכנולוגיה מתחרה (ASIC, Fabric AI, ARM)? האם בשוק כל כך גדול לא צפויה להופיע גם תחרות מהמזרח הרחוק, ביחוד שידוע שסין שמה דגש גדול להגיע לעצמאות בתחום הזה?
12. מה הסיכוי שחברות ביג-טק נכנסות ל"מרוץ חימוש" של AI, שמוביל ללחצי השקעות ולא בהכרח לצמיחה אמיתית?

13. האם פיקוח רגולטורי צפוי על שימוש ב-AI עשוי לצמצם את קצב הצמיחה של החברות או דווקא לייצר ודאות חיובית? האם ייתכן ש"מירוץ החימוש" של ה-AI, יהפוך למאבק גם בין ממשלות שיגבו את החברות בתמיכה פיננסית ורגולטורית?
14. מה עלולה להיות ההשפעה של הגבלות ייצוא שבבים (ארה"ב-סין) על התמחור והביצועים של החברות באקוסיסטם?
15. האם ההבטחה לעלייה דרמטית בפריזון בשוק העבודה אכן ריאלית, או שמא מדובר בציפייה מוגזמת כפי שהיה בתקופת הדוט-קום?
16. האם "הפער בין hype למציאות" עלול לפגוע בשוקי ההון אם יתברר שהטמעת AI בארגונים מתקדמת לאט מהצפוי?
17. האם הצפי להפחתות ריבית בארה"ב משפיע על תמחור מניות ה-AI ועל נכונות המשקיעים לשלם מכפילים גבוהים?
18. האם התמחור הנוכחי לוקח בחשבון האטה גלובלית אפשרית או מחזור כלכלי יורד?
19. מהו התרחיש הסביר ביותר: בועה שמתפוצצת, תיקון מתון, או המשך צמיחה?
20. אילו אירועים עשויים להיות "טריגר" לתיקון חד בענף - מחסור בשבבים? שינוי רגולטורי? תחרות מחברות חדשות? מפגש כואב עם מציאות ההטמעה של חברות שיצרכו את המודלים הללו?
21. מה ההשפעה האפשרית של כניסת שחקנים גלובליים נוספים (סין/הודו/אירופה) על מבנה השוק?