

## מכת פתיחה



השבוע, בסט ראיונות מתוזמן, הודיעו טראמפ, מאסק ואחרים שהם לא מתרגשים משוקי ההון ולא פוסלים אפשרות של מיתון מתקרב - הודעה שכמונן שלחה את ה-S&P500 לצלילה של 3.4% ביומיים. ירידה של 3.4% היא לא דרמה גדולה, וכבר ראינו ירידות דומות בשנת 2024 שלמרות זאת נגמרה בתשואה של 23%. האמירות של טראמפ בריאיון לא נראות כמו פליטת פה קפריזית, בוודאי לא כשבמקביל גם מאסק יוצא בהצהרות דומות. הניחוש שלי הוא שמדובר בוויסות לחצים. אי אפשר לנהל מערכה כל כך מורכבת כמו שהשניים האלה מנהלים, טראמפ בזירת סחר החוץ ומאסק בזירת ההתייעלות הממשלתית, כשאתה נבחן על כל פיפס של שינוי בשוק ההון בטווח הקצר. האמירה שלהם היא: בטווח הקצר שוק ההון ירד והכלכלה עלולה קצת להאט, עכשיו תנו לנו לעבוד בשקט על אתחול הכלכלה האמריקנית כדי שבטווח הארוך היא תהיה טובה יותר.

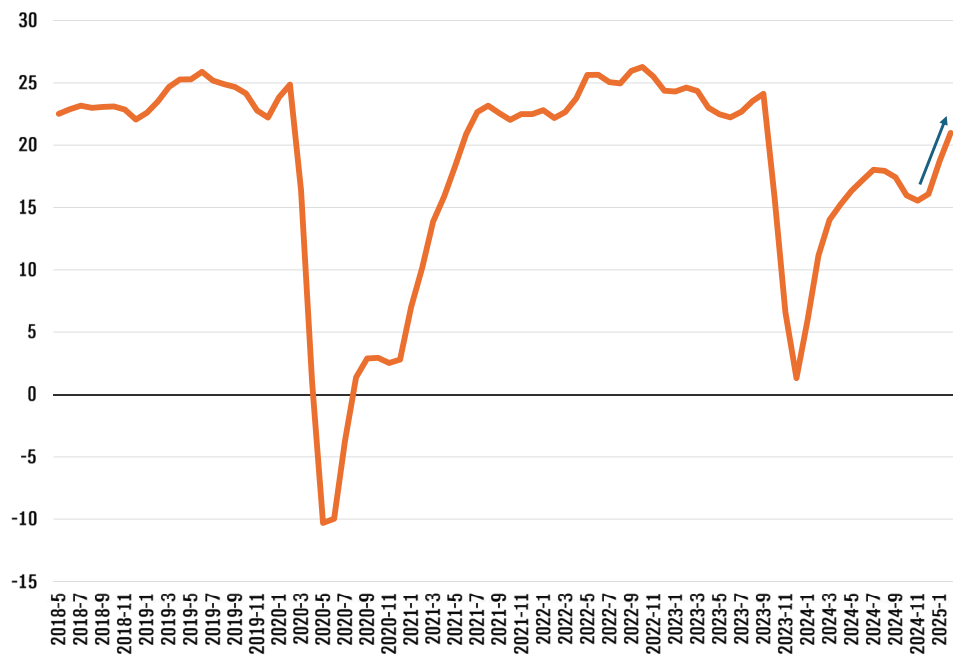
בזמן שהכלכלה האמריקנית מתייעלת, כאן בארץ הפופוליוז והפרוטקציוניזם חוגג. מצד אחד יושב ראש האופוזיציה לפיד פרסם "תוכנית כלכלית" מלאה בסיסמאות נבובות, ומצד שני הקואליציה פועלת לשמר את התכנון בשוק הביצים עד 2050. קצרה היריעה מלדון בכל גבב השטויות שלפיד קורא להן תוכנית. ערבוביה של צעדים לא ישימים, צעדים שאינם נכונים כלכלית, אמירות שאין מאחוריהן דבר וצעדים טריוויאליים שגם הוא לא ניסה אפילו ליישם כשהיה לאחרונה בקואליציה.

למשל, לפיד רוצה להוריד את המיסים. תודה באמת. נניח בצד את העובדה שהוא לא מסביר בשום צורה כיצד ניתן לממן את הוצאות המלחמה והשיקום בלי להיכנס לגירעון, הרי גם חוב הוא לא רוצה לגייס. נניח בצד גם את הביקורת התמונה שלו על עליית המע"מ - הרי היתרון הגדול של המע"מ הוא שהוא חל על כולם, כולל על אוכלוסיות שאינן משתתפות בשוק העבודה. אתה רוצה להוריד את מס החברות כדי לעודד את הצמיחה? איפה היית בממשלה שלך? למה לא ניסית אפילו ליישם את תוכנית סינגפור, זו שבנט הצהיר שלא ייכנס לשום ממשלה שלא תתחייב ליישם אותה? הרי הורדת מס החברות ומס ההכנסה היו מעמדי התנוון של התוכנית. אתה כועס על העברת כספים למגורים לא יצרניים? למה לא ניצלת את ההזדמנות של קואליציה בלי חרדים כדי לעשות רפורמה בנושא? למה העברת מיליארדים למגור הערבי שגם הוא לא בדיוק דוגמה לשיא היצרנות? מנגד, ניצי קרטל הביצים בליכוד, חבר הכנסת ששון גואטה, יום חוק, שאושר בוועדת השרים לחקיקה, להאריך את התכנון של שוק הביצים עד שנת 2050. גואטה היה בעבר חבר הנהלת ארגון מגדלי העופות. הביצים הישראליות הן מהיקרות בעולם, איכותן מופקפקת, בוודאי ביחס למחיר, והן במחסור מתמיד. המחסור המתמיד הוא מכון, וזאת כדי לשמור על המחיר הגבוה.

במקור, מכסות הביצים הומצאו מתוך יומרה לתכנן הן את שוק הביצים והן את ההתיישבות בפריפריה. כך, באמצעות מכסות שחולקו לתושבי הקיבוצים והמושבים, הוחלט מי יגדל כמה. אם קוראינו שלא זכו לרשת מכסת ביצים כזאת ניסו להקים לול, בתוך ימים ספורים הם ימצאו את פקחי מועצת הלול בפתח ביתם עם סכיני שחיטה במטרה לחסל את לול התרנגולות הסורר שמהווה איום על הקרטל. מנגד, יורשי המכסות כבר אינם טורחים אפילו לגדל את התרנגולות בעצמם, אלא משכירים את המכסה שלהם לטייקוני מכסות. בן דודו של חבר הכנסת גואטה הוא מגדולי הטייקונים האלה. הסיודור המאפיווי הזה היה אמור להסתיים עד שנת 2032, אבל יש מי שלא מעוניין לעצור את הסיודור הנוח והרווחי. ■

## יותר מאלף מילים | גילי בן אברהם

### סקר הערכת המגמות בעסקים



מאז שלהי שנת 2024 השתפר הלך הרוח בקרב העסקים המקומיים, בהמשך להפסקת האש שהחלה בצפון וכן על רקע הפסקת האש בדרום.

השיפור קיבל ביטוי בסקר הערכת המגמות בעסקים של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, המצביע על כך שהמאזן (ההפרש) בין העסקים שמאמינים שמצבם הכלכלי הנוכחי השתפר ובין אלו שחושבים שהוא הורע עלה בחודשים האחרונים, אם כי הוא עדיין נמוך במעט מהרמה שנרשמה בתחילת המלחמה.

שיפור זה עשוי לתמוך ברצון של החברות בסקטור העסקי לבצע השקעות ולהגדיל את היקף התעסוקה, וכן יוכל לחזק את הפעילות הכלכלית של המשק.

הכותב הוא כלכלן מאגף הכלכלה של בנק לאומי

מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

## יש מושג

### יחס תלות

יחס תלות הוא מדד דמוגרפי כלכלי המבטא את היחס בין אוכלוסיית התלויים - ילדים מתחת גיל 15 וקשישים מעל גיל 64 - ובין אוכלוסיית האנשים בגיל העבודה (15-64). מדד זה משמש להערכת העומס הכלכלי המוטל על כוח העבודה, שכן קבוצה זו נושאת בנטל מימון שירותי הרווחה, הבריאות, החינוך והתשתיות לאוכלוסייה התלויה.

ליחס התלות יש השפעה ניכרת על כלכלת המדינה. ככל שהוא גבוה יותר, כך גדל הצורך בהקצאת משאבים לשירותים סוציאליים, מה שעלול להגביל השקעות בתחומים המקדמים צמיחה כלכלית, להכביד על שוק העבודה ולהגביר את העומס הפיסקלי. מנגד, יחס תלות נמוך יוצר הזדמנויות כלכליות - כאשר יש יותר עובדים ביחס לאוכלוסייה התלויה, המדינה יכולה להגדיל את הכנסותיה ממסים, להשקיע בפיתוח כלכלי ולשפר את רמת החיים של אזרחיה.

בשל חשיבותו, יחס התלות הוא כלי מרכזי בעיצוב המדיניות הכלכלית, תכנון מערכות הרווחה וההתמודדות עם שינויים דמוגרפיים, כגון הזדקנות האוכלוסייה או גידול בילודה, המשפיעים על יציבות המשק.

בישראל יחס התלות הוא מהגבוהים במדינות המפותחות, אך ההרכב של התלויים שונה ממה שנפוץ במדינות אלה. בעוד במדינות כמו גרמניה או צרפת שיעור הזקנים עולה על שיעור הילדים, הרי שבישראל שיעור הילדים הוא כמעט פי שלושה משיעור הזקנים.

מצביע על כך שקרוב לחמישית מהמקצועות עלולים להיפגע מכניסתו במו"י.

לפי הדוח תחומי התעסוקה נחלקים לשלוש קטגוריות עיקריות ביחס לבמו"י: מקצועות חלופיים, הכוללים משלחי יד שבהם במו"י מסוגלת לבצע חלק ניכר מהמשימות, כגון עובדי שירות לקוחות, פקידים כלליים וסוכני נסיעות. במקצועות אלו צפויה ירידה חדה בביקוש לעובדים. לעומתם, במשלחי יד משלימים - הכוללים מהנדסים, מדענים, רופאים ומורים - במו"י אינה מחליפה את העובדים אלא מסייעת להם. הקבוצה השלישית, משלחי היד הניטרליים, כוללת מקצועות המבוססים על עבודה פיזית, או טכנית, כגון בנייה וחקלאות, אשר אינם צפויים להיות מושפעים משמעותית בטווח הקרוב.

### עסקים לא יורשו להגביל תשלום מינימום באשראי

ועדת הכלכלה של הכנסת אישרה השבוע (שלישי) לקראת חקיקה את הצעת החוק להגנת הצרכן, שלפיו בתי עסק לא יורשו להגביל את התשלום באשראי לסכום מינימום. לפי הצעת החוק, בית עסק שלא יקבל תשלום באשראי בסכומים קטנים ייקנס בסך של 7,000 שקלים, ואילו חברה שתגביל את התשלום למינימום תיקנס בסכום של 22,530 שקלים.

בהצעת החוק נכתב כי מכיוון שבתי העסק אינם משלמים עמלת שורה על חיוב הלקוחות, אין סיבה שהם יקבעו מינימום לתשלום באשראי.

הכותב הוא העורך הראשי של ערוץ הכלכלה, ערוץ 10 בשלט, [www.tv10.co.il](http://www.tv10.co.il) באינטרנט

## על הפרק | ערן בר טל

### אמירה של טראמפ שלחה את השווקים לירידות חדות

השבוע נמשכו הירידות בבורסות בארצות הברית, ובסך הכול מאז החל הנשיא דונלד טראמפ את כהונתו בבית הלבן מדד ה-S&P500 איבד כ-6.5% והביא למחיקה של יותר מטרייליון דולר משווי שוקי המניות בארצות הברית. מניית סטלה איבדה יותר מ-30% בשלושת השבועות האחרונים, ומניית אנבידיה איבדה כ-20% באותה התקופה. גם מחיר הנפט צנח באופן משמעותי כשמחיר הברנט ירד לסביבות 70 דולר לחבית.

הירידות הואצו אחרי תשובה שהשיב טראמפ לשאלה, שבמהלכה אמר כי "כלכלת ארצות הברית תעבור תקופת מעבר שעלולה לכלול גם מיתון". אלה המילים שהיו דרושות למשקיעים כדי לברוח מזהתשוואות הפנטסטיות שהשיגו מאז שטראמפ נבחר לתפקידו ועד שנכנס בפועל לבית הלבן. אפילו ההשקעות בביטקוין לא הצליחו לאזן את ההפסדים בשוקי ההון כשהביטקוין המשיך להיסחר, לפחות עד אמצע השבוע, בסביבות 80 אלף דולרים ליחידה, אחרי שכבר חצה את ה-100 אלף דולר לא מזמן.

גם בארץ שר האנרגיה אלי כהן הכריז כי "הריבית הגבוהה היא סכין בלב הכלכלה", והתריע למעשה מפני מיתון, שממנו חוששים מכול בארצות הברית.

### בנק ישראל: הבינה המלאכותית מסכנת 20% מהמקצועות

הבינה המלאכותית היוצרת (במ"י) משנה במהירות את פני שוק העבודה העולמי. מחקר שנערך במסגרת דוח בנק ישראל לשנת 2024

## נחמדים מזהב

### הרב יצחק ליפשיץ

#### עגל הזהב

חטא העגל הפך לסמל קלישאתי לציניקות, לסגידה לזהב, לעשיית הזהב עצמו לאילול, והזהב והכסף נתפסים בעיני רבים כסמל לכיעור, חומרנות וטעם רע. אולם מה שמתואר בתורה בחטא העגל הוא ההפך הגמור.

בני ישראל הוציאו את כל כספם כדי לתרום ליצירת עגל הזהב, אולם העגל נחשב בעיניהם הרבה יותר מן הזהב שהיה ברשותם. כך גם הבינו זאת חז"ל, אשר משווים את תרומתם של בני ישראל לעגל לתרומתם לבניית המשכן. בשני המקרים עם ישראל גילה נדיבות מופלאה: "אמר רבי אבא בר אחא: אין את יכול לעמוד על אופיה של אומה זו, נתבעין לעגל ונתנין, נתבעין למשכן ונתנין" (ירושלמי שקלים א, א).

הזהב אכן מסמל את הנדיבות המושלמת. זהב הוא המתכת היקרה ביותר בעולם העתיק, והנכונות לתת זהב מבטאת את הצבת האידיאל מעל הצרכים האישיים של האדם ומעל רצונותיו.

תרומה בזהב מסמלת אפוא את הנדיבות המקסימלית. הנכונות לתת, לתרום, היא המצביעה יותר מכול על מה שחשוב לאדם. זו איננה סגידה לזהב אלא להפך, למה שמעבר לו, ובמה שמעבר האדם נבחן - האם הוא סוגד לקדוש ברוך הוא או חלילה לאלוהים אחרים? כלומר, הבעיה איננה הכסף והזהב אלא מושא התרומה.

למעשה, הזהב משמש כלי ביטוי לאידיאל, ליצירה, להתקדמות ולפיתוח. יש מי שיוצר בעצמו, כבצלאל בן אורי, ויש מי שמשלם ותורם, כפי שעשו עם ישראל, אבל הבעיה איננה העובדה שהעגל היה עשוי זהב. הזהב עצמו לעולם איננו הבעיה, אלא אם תורמים אותו למטרות שאינן ראויות.

הכותב הוא ד"ר לפילוסופיה ומחבר הספר 'כלכלה וערכי היהדות'

## על הנייר | מיכאל תבור



### בזק

חברת בזק נסחרת בבורסה בתל אביב בכ"ב 16 מיליארד שקלים לאחר עלייה של כ"ב 28% ב"ב 12 החודשים האחרונים. בעלת המניות הגדולה בקבוצה היא חברת בי-קומיוניקיישנס המחזיקה 27.5% מהמניות, שלושה גופים מוסדיים מחזיקים כ"ב 20.5% והציבור מחזיק בירתת 52%. בזק, קבוצת התקשורת הגדולה בישראל, הוקמה בשנת 1980, על בסיס מה שהיה אגף במשרד הדואר שעסק בהקמת תקשורת טלפוניה קווית. בקבוצה ארבע חברות בנות: פלאפון, מפעילת הסלולר הראשונה בישראל; בזק בינלאומי המעניקה שירותי תקשורת ואינטגרציה מתקדמים לעסקים; yes, המספקת שידורי טלוויזיה רב-ערוצית על גבי האינטרנט (IP) ולוויין; ובזק אונליין המספקת שירותים למוקדי שירות לקוחות.

בשנת 2021 בזק השיקה את רשת הסיבים האופטיים. מדובר בפרויקט תשתיות התקשורת הגדול בישראל, בהשקעה של מיליארדי שקלים, במטרה להציע ללקוחות החברה שירותי אינטרנט מהירים ברחבי המדינה. השנים האחרונות מאופיינות בהאצת תהליכים דיגיטליים בכל העולם וגם בישראל. צריכת הווידאו ושימושים רבים אחרים נמצאים בצמיחה, ובמקביל מספר המכשירים המחוברים לרשת בכל בית גדל. שינויים אלו מחזקים את הצורך בתשתיות מתקדמות ובאספקת קצבי גלישה מהירים.

מניית החברה עלתה בחמש השנים האחרונות ב"ב 190%, על אף שהיא כוללת את החברות פלאפון ו-yes שבחלק מהזמן היו נטל על החברה. היא נסחרת במכפיל של 14, מכפיל שאינו נחשב כהזדמנות קנייה ומנגד משקף אמון של השוק בהמשך צמיחה מתונה. כתוצאה מהאסדרה

\* אין לראות באמור שום המלצה ו/או ייעוץ המותאם לנתוני, צרכיו ומטרותיו של כל אדם. אין לראות במידע זה משום המלצה או הצעה לביצוע פעולות כלשהן בניירות ערך

## עצם העניין | רונן טויטו



### למה חברות ביוטק ישראליות שואפות להגיע לנאסד"ק

אחת הבעיות הידועות בבורסה בתל אביב היא היכולת של החברות הקטנות, המכונות Small cap, להתפתח ולשגשג באמצעות גיוס הון ומסחר בבורסה הישראלית. החברות הללו סובלות ממחזורי מסחר נמוכים, חוסר עניין תקשורתי ושוויים נמוכים, מה שמקשה עליהן לגייס הון. גם כשחברות כאלה מגייסות הון, הן עושות זאת לעיתים בשוויים נמוכים שאינם משקפים את הפוטנציאל של החברה ועלולים לפגוע במיצוע החברה ובהתקדמות הפעילות המדעית שלה.

היקף מסחר נמוך במניה מקשה על משקיעים לקבל החלטה להשקיע בחברה, במיוחד בימים של סביבת ריבית גבוהה. המשקיע תמיד חושב על היום שבו ירצה להנזיל את השקעתו (כלומר, למכור את המניה ולהפוך אותה לכסף). העדר היקף מסחר משמעותי עלול להקשות על הליך המכירה ובכך הופך להיות רכיב סיכון. לגופים המוסדיים ישנה מגבלה של סכום השקעה מינימלי גבוה יחסית, המקשה עליהם להשקיע בחברות הקטנות ובכך אינה מאפשרת עסקה. בנוסף לכך, הם לא מחזיקים יכולות

אנליזה מספיקות, כך שהניתוח של תחומים מסוימים הדורשים התמחות ייחודית, כגון ביוטק, נותר ללא מענה ניתוחי מספק.

בעקבות כך, החברות הקטנות תלויות בעיקר במסחר ממשקיעים פרטיים (Retail), ובגופי השקעה בינוניים וקטנים כגון Family office, וקרנות. גם גופים אלה מתמחים במקרים רבים בתחומים ספציפיים מאוד, כך שאוכלוסיית המשקיעים לביוטק בישראל נותרת מצומצמת. לכאורה, משקיעים זרים עשויים לפתור את הבעיה. למשקיע הזר לא אכפת אם הוא קונה את המניה בבורסה בניו יורק או בישראל, אך יש לו חסמים רבים, הן מבחינת הפרוצדורה הברוקרטית והן מבחינת מיסוי.

בהיבט הברוקרטית הוא חייב לבצע את ההשקעה באמצעות בנק שהוא חבר בבורסה, כלומר עליו לפתוח חשבון בבנק ישראלי, שכן רק דרכו ניתן להעביר את המניות. לכן, במקרים רבים הדבר מכביד על משקיעים זרים ואינו מאפשר לבצע השקעה מהירה וישירה בחברה.

גם היבט המיסוי אינו תמיד ברור ומהווה חסם למשקיעים שאינם מבינים ואינם מעוניינים

להיות מופתעים ביום המכירה. הצורך בהתאמות מיסויית או בתשלום ליועצי מיסוי המתמחים בשוק הישראלי, הופך לעיתים את ההשקעה בישראל ללא משתלמת מבחינת המשקיע הזר. על כן אנחנו רואים רגיעה של משקיעים זרים, במיוחד בהשקעות בחברות קטנות.

סיבות אלו ועוד הפכו את הבורסה בתל אביב, בכל הקשור לחברות הקטנות, למעין תחנת מעבר לבורסות בעולם ובראשן הנאסד"ק, ככל שהמנהלים מצליחים לעניין גופים ומשקיעים בטכנולוגיה שלהם מעבר לים.

השוק האמריקני רווי ביכולות אנליזה המצויות בכל בנק השקעות ובכל גופי השקעה, זאת בנוסף לשוק ההשקעות הפרטי (Retail) בארצות הברית הידוע בגודלו ובעוצמתו. השוק שם הוא משוכלל, עם סחירות גבוהה, דבר שהופך את הפלטפורמה הציבורית לאפקטיבית יותר לגיוס כסף, גם בימים של שוק מאתגר יותר. אולם בימים של שוק תנודתי, האתגר יהיה לשמור על שווי החברה בעסקת הגיוס ומבנה העסקה (אופציות, תוספת מימוש וכו').

השוק האמריקני מתנהל בעוצמה גם כשמדובר

הכותב הוא רואה חשבון, יושב ראש דירקטוריון ונושא משרה בחברות ציבוריות אמריקניות וישראליות