

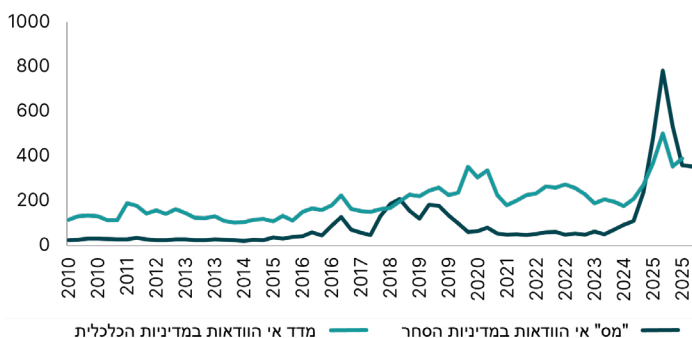
חוסן בתקופה של חוסר ודאות: השווקים הפרטיים במחצית השנייה של 2026



ג'ף מילר
מנהל השקעות ראשי

העולם נמצא בעיצומה של תקופת התפתחות שעשויה להגדיר את העידן הנוכחי. ההזדמנויות שמביאה עימה הבינה המלאכותית מרגשות מאוד, אך הן מגיעות בתקופה של שבריריות מוגברת במספר כוחות כלכליים גדולים אחרים. אנחנו חיים בתקופה שבה נראה כי כל שנה מביאה עימה קבוצה חדשה של אירועי מאקרו ואירועים גיאופוליטיים משמעותיים, היוצרים רקע מאתגר למשקיעים. אירועים אלה מתרחשים בתדירות מוגברת ואנו חושבים שהדבר נובע ממספר כוחות מבניים רחבים יותר, כולל שינויים בנוף הגיאופוליטי, שינוי טכנולוגי טקטוני, זירה פוליטית שהופכת למקוטבת יותר ויותר, וכמויות גבוהות יותר של מינוף במערכת. אבל למרות הכול, הצמיחה הכלכלית מחזיקה מעמד וביצועי שווקי המניות הציבוריים היו חזקים. אנו חושבים שניתן להסביר את הדיכוטומיה הזו במונחי צמיחה והוצאה הקשורות לבינה מלאכותית, כמו גם באמצעות היקף התמיכה המוניטרית והפיסקלית שיש בשוק.

מדדי אמון הצרכנים (ציון תקן Z)

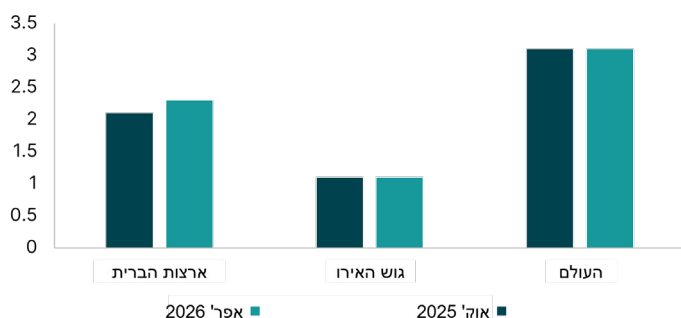


מקור:

U Michigan, OECD via St. Louis Fed, z-scores calculated since 1980 and 1990 for China

אבל באופן מפתיע, על רקע התנודתיות וחוסר הוודאות האלה, ניכר חוסן אמיתי בצמיחה העולמית, ותחזיות התמ"ג נותרו ללא פגע.

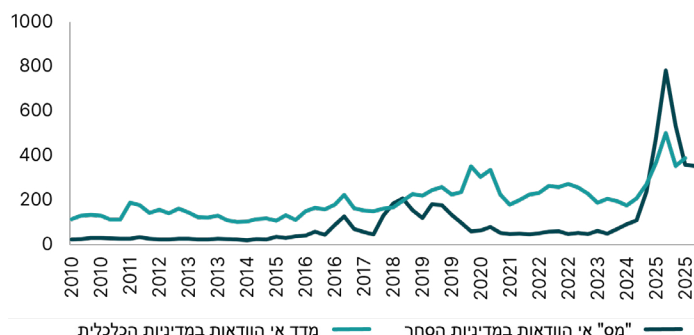
תחזיות צמיחת התמ"ג ל-2026 לפי קרן המטבע הבינלאומית, באחוזים



מקור: קרן המטבע הבינלאומית (IMF)

הרקע הכלכלי בנקודת האמצע של שנת 2026 הוא באמת מדהים. השינוי שמתחולל בזירה הגיאופוליטית הוא כה דרמטי, שחלק בוחרים להתייחס אליו כסוף הסדר העולמי שהתבסס לאחר מלחמת העולם השנייה: השינוי הזה בא לידי ביטוי במתיחות בזירת הסחר, במכסים, בשני סכסוכים צבאיים נפרדים, ובזעזועי האספקה שצמחו מהם. באזורים מסוימים, הפוליטיקה מקוטבת כפי שלא הייתה מעולם, והגידול בהוצאות הממשלה ובחוב הוא בלתי ניתן לעצירה. בנוסף, בעוד הבינה המלאכותית היא בבירור הזדמנות משמעותית ומרגשת, היא גם מהווה סיכון למגזרים מסוימים בתעשייה ולמאגרי עובדים. וכל עוד הנושאים הגדולים האלה על הפרק, עלינו לצפות לרמה גבוהה יותר של תנודתיות, לרמות גבוהות יותר של חוסר ודאות, ולאמון צרכנים נמוך יותר.

חוסר ודאות גלובלי

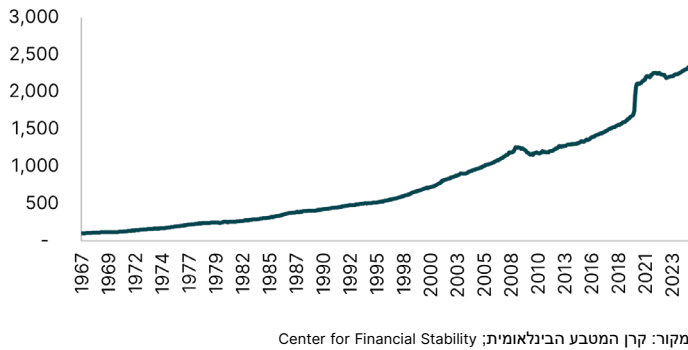


מקור: Baker et al. via St. Louis Fed, Caldara et al.

בארה"ב, אמון הצרכנים כבר ירד לרמה הנמוכה ביותר שתועדה מאז החל הסקר של אוניברסיטת מישיגן בשנת 1952.

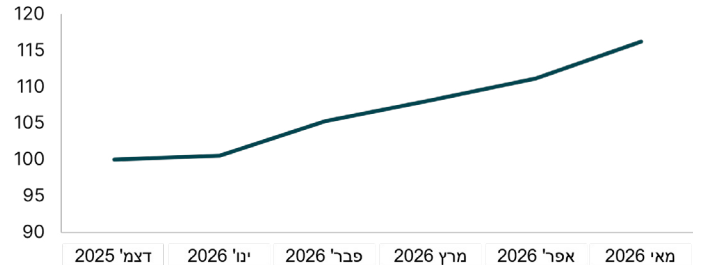


אספקת כספים רחבה בארה"ב, Divisia M4, ינואר 1967=100



הרווחים התאגידיים נותרו חזקים גם בארה"ב, כאשר תחזיות הרווח ל-12 החודשים הקרובים אף גדלו.

ציפיות הקונצנזוס לרווח למניה (EPS) ב-S&P 500, 12 חודשים קדימה, דצמבר 2025=100

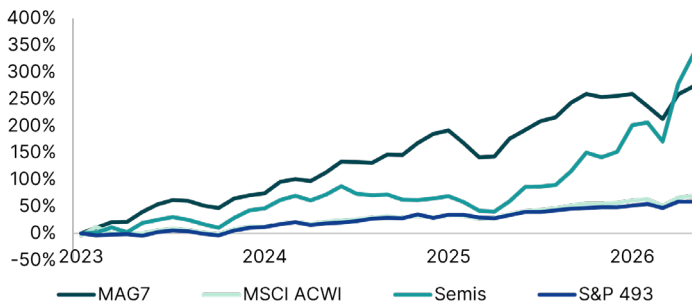


כלכלנים רבים מאמינים שהרמות הגבוהות של תמריצים מוניטריים ופיסקליים מוצאות את דרכן לרווחים תאגידיים שממשיכים להיות גבוהים ביחס לרמות היסטוריות – דינמיקה שתומכת בהערכות שווי השוק ובו זמנית הופכת את בעיית האינפלציה לקשה יותר לפתרון.

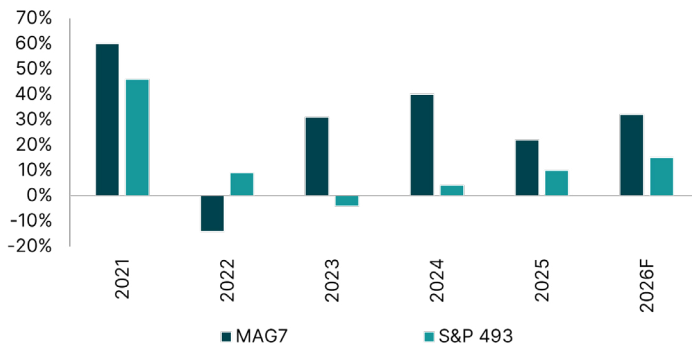
הסיכון וההזדמנות שגלומים בבינה המלאכותית

החוסן הכלכלי הרחב יותר נתמך גם על ידי עוצמת המסחר בבינה מלאכותית. בפרט, בשווקים הציבוריים ראינו ביצועים חזקים של מניות הטכנולוגיה של "שבע המופלאות" ושל חברות מוליכים-למחצה שבאמת דחפו את השוק קדימה, בעוד שהעלייה החדה בפריון של הבינה המלאכותית סייעה למתן רווחים חלשים יותר בשאר מדד ה-S&P 500.

ביצועים של מדדי מניות מאז שנת 2023

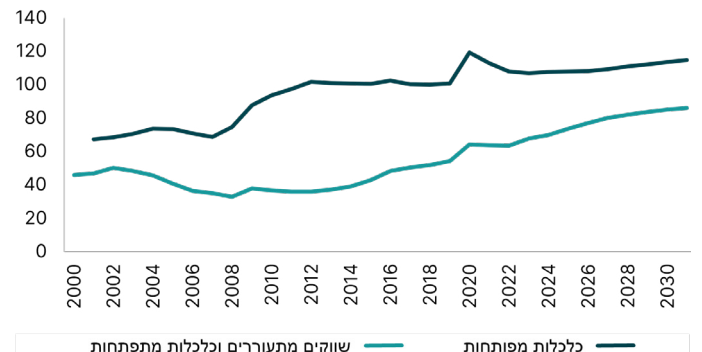


צמיחת רווחים, שינוי באחוזים לעומת שנה קודמת



לנוכח שלל האירועים הגדולים והטרנספורמטיביים שמתרחשים ברחבי העולם, השאלה שיש לשאול היא מדוע לא ראינו השפעה רבה יותר על השווקים והכלכלות שלנו? החוסן של השווקים נתמך, בין היתר, על ידי רמת הנזילות המשמעותית הקיימת כעת במערכת. יחס החוב לתוצר הוא כעת הרבה מעל 100% בכלכלות מפותחות, והשווקים המתעוררים נמצאים בדרכם לרמות אלה.

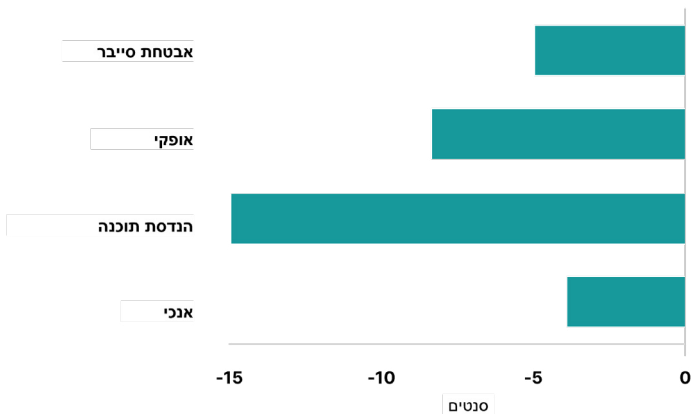
יחס חוב לתוצר, באחוזים



עם זאת, יש לחץ אמיתי על אותן חברות שאין להן את התכונות הטובות ביותר, ודינמיקה זו יוצרת פיזור אמיתי בשוק. אנחנו נמצאים כעת בעיצומו של תהליך המיון הזה, המבדיל בין המנצחים למפסידים, אבל כבר אפשר לראות בבירור שאף על פי שהתוצאה עבור חברות התוכנה לא תהיה גרועה כפי שחששו בתחילה, התחזית לעולם לא תהיה טובה כפי שהייתה בעבר עבור כל תחום התוכנה.

ביצועי חוב ציבורי

שינוי מחיר הלוואה לפי סוג עסק תוכנה

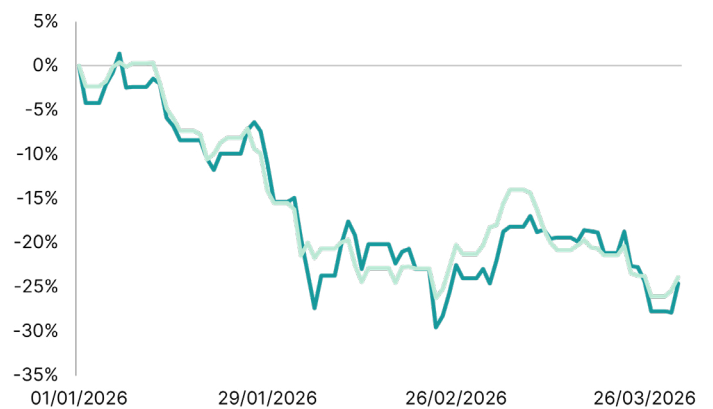


מקורות: ניתוח מאת WSJ (בסיווג לעסקים); S&P Global Price Viewer (שינויים במחיר)

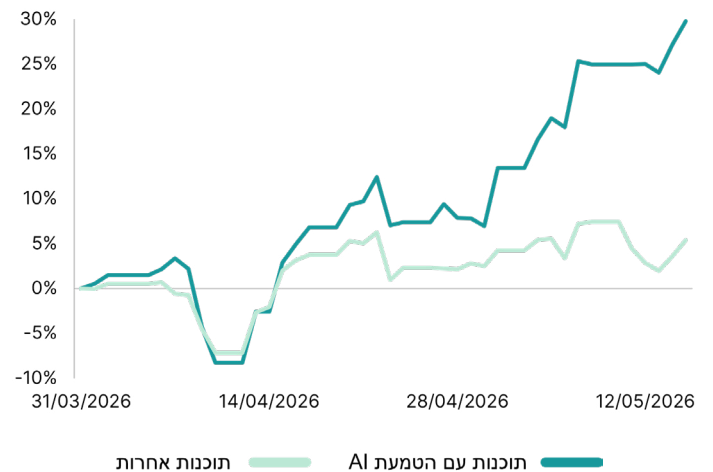
המחצית הראשונה של 2026 הביאה עימה שפע של כותרות קודרות סביב נושאים הקשורים לתוכנה ולסיכונים הגלומים בבינה מלאכותית, כאשר הקריסה של אפוקליפסת ה-SaaS שהתחוללה בפברואר מחקה כ-285 מיליארד דולר מהערכות השווי של תחום תוכנות השירות ב-48 שעות. אך בסוף המחצית הראשונה מתברר שהחברות עם התכונות הנכונות – כאלה המשולבות היטב בבסיס הלקוחות שלהן ובניהול נתוני הלקוחות שלהן – עשויות להיות ערוכות לנצח בסביבה זו. אלה הן החברות שעשויות לקבל הזדמנות להשתמש בבינה מלאכותית כדי להעמיק את מערכות היחסים שלהן עם לקוחותיהן ולפתוח זרמי הכנסות חדשים בתוך בסיס הלקוחות שלהן. וכך, אנו כבר רואים חברות SaaS רוכשות, מפתחות ומטמיעות כלי בינה מלאכותית כדי לפתח את יכולותיהן.

ביצועי מניות ציבוריות

ביצועי רבעון 1, 2026



רבעון 2, 2026 (עד כה)



מקור: CapIQ. הערה: משקף מעבר מ-20 בינואר עד 23 באפריל

לא משנה מה יקרה עם חברות התוכנה, ברור שיש הזדמנות עצומה המתעוררת עבור בניית תשתיות הבינה המלאכותית. הסכום שיושקע ברחבי העולם בתשתיות הקשורות לבינה מלאכותית עשוי להגיע ל-2.6 טריליון דולר בשנת 2026¹, והקמת מרכזי הנתונים לבינה מלאכותית צפויה לעלות כמעט 7 טריליון דולר עד 2030².

נתונים אלה כמובן מצביעים על כך שגודל ההזדמנות כאן הוא מדהים. אבל ראוי לזכור ששינויים טכנולוגיים גדולים רבים שראינו בעבר לוו בשלב כלשהו במחזור בהוצאות יתר, בבניית יתר ובהערכת יתר. התופעה הזאת הופעה כבר עם הפיתוח של מסילות הברזל בבריטניה, התיקון בתחום הטלקומוניקציה, ואפילו בהתפתחות האינטרנט בסוף שנות ה-90 ובתחילת שנות ה-2000 – כל אלה הביאו לצמיחה משמעותית בהערכת השווי, שלושה לאחר מכן בתיקון.

כאשר כלכלנים מצינים שההוצאות הנוכחיות על ההקמה בתחום הבינה המלאכותית כבר תורמות כ-1% לצמיחה בתמ"ג האמיתי של ארה"ב³, מדובר בנושא שיש לו השפעה עצומה על התחזית הכלכלית שלנו ועל הערכות השווי והביצועים בשווקים הציבוריים.

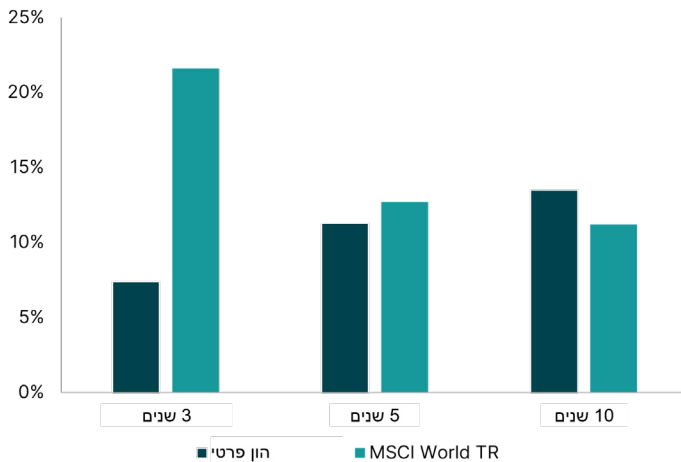
¹ מקור: Gartner, Forecast: AI Spending, Worldwide, 2025–2030, 1Q26

² מקור: McKinsey, The cost of compute, April 2025

³ מקור: Dean Baker, CEPR, First Quarter GDP 2026, April 2026

ההשוואה של ההון הפרטי עם השווקים הציבוריים נראית קשה יותר, בין השאר בשל חוזק הביצועים של השווקים הציבוריים, אך גם בשל תשואות נמוכות יותר לאחרונה בהון הפרטי. הבעיה הזו הייתה חריפה יותר בארה"ב מאשר באירופה, אך השילוב של מחירי הרכישה הגבוהים יותר והעלאות הריבית בחצי העשור האחרון הביא לדחיסת מכפילים בתיקי ההשקעות ולפעילות אקזיטים נמוכה יותר.

הון פרטי



מקור: Preqin, נכון ל-31 בדצמבר 2025. תחזיות לתקופה של יותר משנה אחת מחושבות במונחים שנתיים. מדדים ציבוריים משתמשים בחישוב PME של Preqin. לא ניתן להשקיע ישירות במדד. ביצועי העבר אינם מעידים על ביצועים עתידיים. תוצאות עתידיות אינן מובטחות, וקיימת אפשרות לאובדן סכום הקרן.

אף על פי שראינו ביצועים תפעוליים חזקים בתיקי ההשקעות הפרטיים שלנו, הדבר אינו מתורגם לצמיחה בערכי התיקים ברחבי השווקים. עם זאת, הפער בביצועים בין שווקים פרטיים וציבוריים צריך להביא לשיפור מסוים בשווקי ההון הפרטי: כבר ראינו כמה שיפורים רצופים בצמיחת ה-NAV בתוך התיקים שלנו.

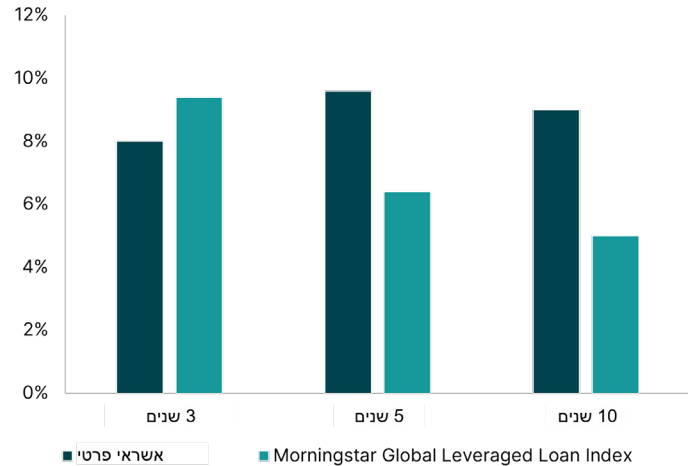
ההיקפים גדלים

בסוף המחצית הראשונה של 2025, ציינו שכל בהירות סביב נושא המכסים יכולה לגרום לעלייה בהיקפי הפעילות, וזה בדיוק מה שקרה. בסך הכול, היקפי הפעילות בשוק הפרטי עלו בכ-30% בשנה שעברה כתוצאה מפעילות גוברת במחצית השנייה, ושנת 2026 החלה בכל הכוח.

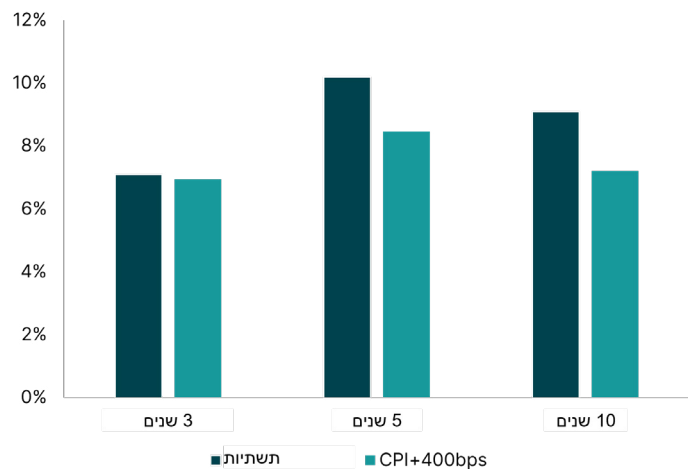
השווקים הפרטיים נשארים חזקים

בתוך השווקים הפרטיים, התשואות לטווח הבינוני והארוך נותרות חזקות בהשוואה למדדים הציבוריים המקבילים שלהן, במיוחד בתחומי האשראי והתשתיות.

אשראי פרטי



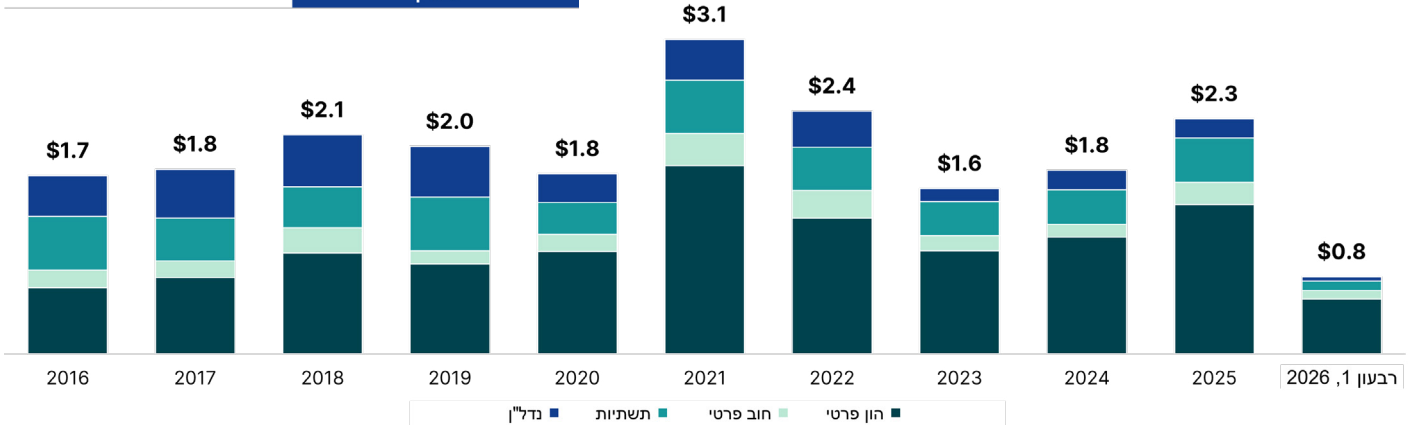
תשתיות



מקור: Preqin, נכון ל-31 בדצמבר 2025. תחזיות לתקופה של יותר משנה אחת מחושבות במונחים שנתיים. מדדים ציבוריים משתמשים בחישוב PME של Preqin. לא ניתן להשקיע ישירות במדד. ביצועי העבר אינם מעידים על ביצועים עתידיים. תוצאות עתידיות אינן מובטחות, וקיימת אפשרות לאובדן סכום הקרן.

פעילות עסקאות בשווקים פרטיים (בטריליוני דולרים)

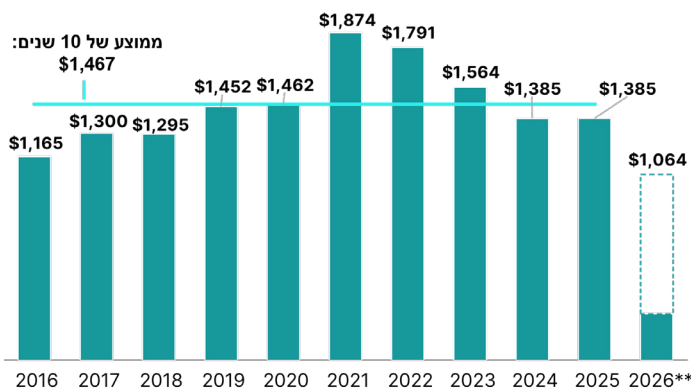
קצב צמיחה מ-2024 עד 2025	סיווג נכס
28%	הון פרטי
72%	חוב פרטי
29%	תשתיות
-2%	נדל"ן



מקור: Preqin Pro, נכון למאי 2026. הון פרטי כולל השקעות הון סיכון ואת השקעות ההון הפרטי הבאות: רכישות/רכישות שליטה, תוספות ומיזוג, הפרדה תאגידית והשקעות פרטיות בהון ציבורי (PIPE). עסקאות X.Corp משנת 2025, WarnerBros-X.AI משנת 2026 אינן כלולות. אין ערובה לכך שהמגמות הללו יימשכו.

למרות ששיעור החלוקה של 13% הצפוי לשנת 2025 כולה מהווה עלייה ביחס ל-2024, אנחנו עדיין רחוקים מהממוצע שנרשם לאורך 10 שנים, שעומד על 16%. מעולם לא צפינו לחזרה מהירה לקצב נורמלי יותר של אקזיטים, ועדיין יש צבר גדול של חברות ותיקות שממתינות. המשך שיעור החלוקה הנמוך מהרגיל משפיע באופן מרסן על גיוס הכספים.

הון פרטי גלובלי שגויס (במיליארדי דולרים)



מקור: Preqin, נכון ל-21 באפריל 2026.

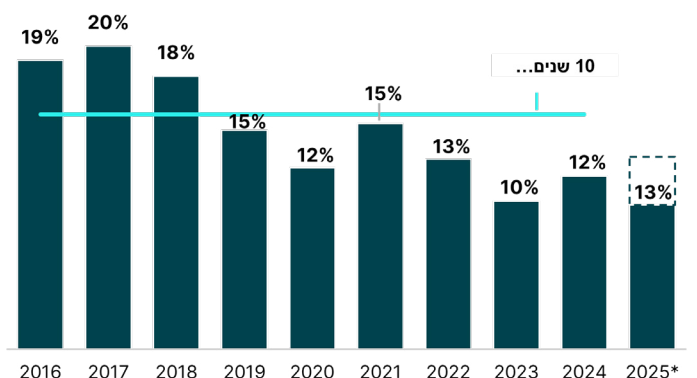
בסך הכול, גיוס הכספים בשנת 2025 נותר ללא שינוי ביחס השנה הקודמת, אבל גיוס הכספים בתשתיות היה בולט במיוחד. גיוס הכספים בשוק הזה עלה ביותר מ-50% בהשוואה לשנת 2024, נתון שהופך את 2025 לשנה עם התוצאה הגבוהה ביותר שנרשמה אי פעם בתחום הזה, בין היתר הודות לעובדה שמשקיעים עברו ליציבות ארוכת הטווח שמציעים נכסי התשתית בתקופות של תנודתיות, וגם משום שהמשקיעים היו בהקצאת חסר בתחום התשתיות.

היקף העסקאות שנרשם בשוק ההון הפרטי בשנת 2025 היה השני בגובהו אי פעם, בין היתר הודות לרכישה בסך 57 מיליארד דולר של חברת משחקי הווידאו Electronic Arts.

בשוק האשראי הפרטי, היקפי הפעילות הגלובליים עלו בכ-70% הודות לגידול בהיקפי ההון הפרטי, עלייה בפעילות מימון מחדש ומימונים התומכים בהקמת תשתיות AI. הביקוש לתשתיות דיגיטליות ובינה מלאכותית גם תמך בצמיחה של 30% בהיקפי הפעילות בתשתיות, לצד הצמיחה הגבוהה יותר בתחום האנרגיה המתחדשת והעלייה בגודל העסקאות.

הסביבה לאקזיטים ולחלוקות ממשיכה להשתפר, אם כי באיטיות, עם שיעורי חלוקה שעדיין מתחת לרמות העבר.

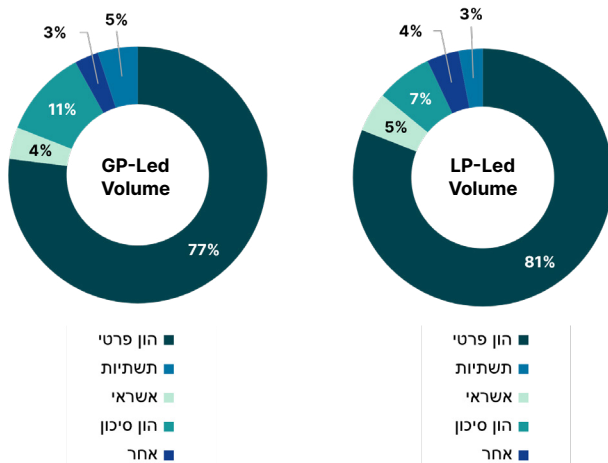
תשואות חלוקה של הון פרטי גלובלי (כאחוז מ-NAV) הפגינו שיפור צנוע



מקור: Preqin, נכון ל-21 באפריל 2026. *העמודה הצבועה מייצגת את רבעון 1 עד רבעון 3 של 2025. הפס המקווקו מייצג אומדן ערך שנתי לשנת 2025.

בשנת 2025 הושלמו ברחבי העולם עסקאות בשוק המשני בשווי של 226 מיליארד דולר, עלייה של 41% לעומת השיא הקודם שנקבע בשנה שלפני כן. כ-52% מהמוכרים בשנת 2025 שהשתמשו בשוק המשני השתמשו בו בפעם הראשונה, וראינו גם רמות שיא של מכירות תיקי LP (אשר עלו בכשליש משנה לשנה) ושל עסקאות בהובלת GP (אשר עלו בכ-50%). אנו מאמינים בתוקף כי עסקאות בהובלת GP נמצאות כאן כדי להישאר, ובשלב מסוים היקף העסקאות הללו עשוי לעלות על מכירת תיקי LP.

נפח עסקאות בשוק המשני בשנת 2025 לפי אסטרטגיה



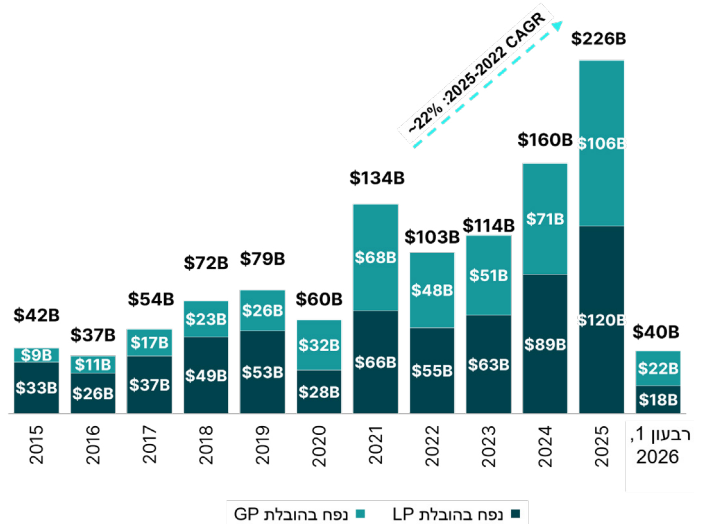
מקור:

William Blair, March 2025, "2025 Secondary Market Report". PitchBook, November 2025, "2029 Private Market Horizons" Estimated volume increase from Lazard, January 2026, 2025 M&A Review and 2026 Outlook

בעוד שנתוני גיוס הכספים בהון הפרטי ובאשראי הפרטי ירדו בשנת 2025, נקודת האור כאן היא שאנו מנצלים את העתודות הזמינות, ויוצרים איזון טוב יותר בשוק בין אספקת ההון לבין קצב זרימת העסקאות.

אתגר הנזילות המתמשך הניע שיעור הולך וגדל של פעילות בשוק המשני, ושנת 2025 הייתה שנת שיא נוספת בהיקפי הפעילות.

נפח עסקאות שוק משני (במיליארדי דולרים)



מקור:

Evercore, January 2026, "2025 Secondary Market Highlights"; PJT Partners Q1 2026 Secondary Market Insights for Q1 2026 data.

הביקוש הנוכחי לנזילות יספק הזדמנויות השקעה אמיתיות בעסקאות בשוק המשני בטווח הקרוב, אם כי חוסר הודאות הנמשך בשווקים השונים דורש ניווט זהיר.

גילוי חשוב

פרסום זה הוכן אך ורק למטרות המחשה, למידה ו/או דיון. הוא אינו מהווה מחקר עצמאי ובשום פנים ואופן אין להשתמש בפרסום זה או במידע הכלול בו או להתייחס אליהם כהצעה, תמריץ, שידול או המלצה לקנות או למכור כל נייר ערך או מכשיר פיננסי או שירות פיננסי, או לרכוש כל מוצר או אסטרטגיית השקעה, או לעסוק בכל פעילות השקעה אחרת, או כביטוי של דעה לגבי הערך או המחיר הנוכחיים או העתידיים של כל נייר ערך או מכשיר פיננסי. שום דבר הכלול בפרסום זה לא נועד להוות ייעוץ משפטי, או ייעוץ בנושאים הקשורים למס, ניירות ערך או השקעות.

פרסום זה עשוי לכלול "הצהרות במבט לעתיד". כל התחזיות, ההערכות או ההצהרות הקשורות וכל ביטויי הדעה הם הצהרות במבט לעתיד. למרות אמונתה של Pantheon שהציפיות המשתקפות בהצהרות במבט לעתיד אלה הן סבירות, היא אינה יכולה להבטיח שציפיות כאלה יתבררו כנכונות, ואין לראות בהצהרות במבט לעתיד אלה ערובה, חיזוי או הצהרה ודאית בנוגע לעובדות או לסבירות.

Pantheon נקטה בזהירות סבירה כדי להבטיח שהמידע הכלול במסמך זה מדויק במועד הפרסום. עם זאת, Pantheon לא מעניקה כל אחריות או ערובה (באופן מפורש או משתמע) באשר לדיוק המידע במסמך זה, ובמידה המותרת על פי החוק החל, Pantheon מתנעת באופן ספציפי מכל חבות בגין שגיאות, אי דיוקים או השמטות במסמך זה ועבור כל אובדן או נזק הנובעים משימוש בו. אלא אם צוין אחרת, כל הדעות המובעות בזאת עדכניות נכון לתאריך האמור והן כפופות לשינוי בכל עת. אלא אם צוין אחרת, כל הדעות המובעות בזאת מייצגות את דעתה של Pantheon.

מסמך זה מופץ על ידי Pantheon, המורכבת מיישויות תפעוליות הממוקמות בעיקר בסן פרנסיסקו, ניו יורק, לונדון, דבלין, סינגפור וטוקיו. Pantheon-I Pantheon Ventures Inc. (US) LP רשומות כחברות ייעוץ להשקעות בוועדה לניירות ערך ובורסות של ארצות הברית ("SEC"), ו-Pantheon Securities LLC ("SIPC") רשומה כחברת ברוקר-דילר למטרה מוגבלת ב-SEC והיא חברה ב-Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") וב-Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Pantheon Ventures (UK) LLP מורשית ומפוקחת על ידי הרשות להתנהלות פיננסית ("FCA") בבריטניה. Pantheon Ventures (Ireland) DAC מפוקחת על ידי הבנק המרכזי של אירלנד ("CBI"). Pantheon Ventures (Singapore) Pte. Ltd מחזיקה ברישיון לשירותי שוקי הון מהרשות המוניטרית של סינגפור ("MAS") לצורך ניהול קרנות עם משקיעים מוסמכים ומוסדיים.

ההרשמות והחברויות המתוארות לעיל בשום אופן אינן מעידות כי ה-SEC, FINRA, SIPC, FCA, CBI או MAS אישרו אף אחת מהיישויות המזכורות, את המוצרים או השירותים שלהן, או חומר זה.

כל החומרים המתפרסמים באתר מוגנים בזכויות יוצרים, ונמצאים בבעלותה או בשליטתה של Pantheon כספקית החומרים. הורדת מידע או תוכנה כלשהם מאתר זה מהווה הסכמה שלא להעתיק אותם ללא קבלת הסכמתה של Pantheon מראש ובכתב ולא להסיר או להסתיר הודעות זכויות יוצרים או הודעות אחרות הכלולות בכל מידע כזה.

זכויות יוצרים © Pantheon 2026. כל הזכויות שמורות.