

# מגזין הבנקאות הפרטית

משנת 2011

ינואר 2018



הפלישה האמריקאית  
ד"ר איתי גלילי, עמ' 4

שיקולים בביטוחי בריאות ובכלל  
יורם לביאנט, עמ' 24

תחזית שנתי ל שנת 2018  
מיכל יוזפסון, עמ' 6

תשואות לעומת חלומות  
Start-up nation  
ד"ר זן אקס ודור לי-לו, עמ' 22

2018  
2017

האם 2018 תהיה המשך ל-2017  
בשווקים הפיננסים ?

צבי סטפק, עמ' 10

התעמקות - תערוכה של  
הצייר רון גנג | ציור השער ועמ' 32



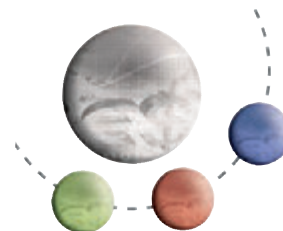
# ייעוץ השקעות מתקדם ללקוחות הבנקאות הפרטית



**שרותי פמילי אופיס וייעוץ השקעות מתקדם  
ללקוחות הבנקאות הפרטית והבנקאות הבינלאומית.**



לפרטים נוספים ו/או לקביעת פגישה אישית לא מחייבת:  
[www.nihulhon.co.il](http://www.nihulhon.co.il), **07777-83000**





# תוכן העניינים

**הפלישה האמריקאית**  
 ד"ר איתי גלילי, פיננסים ניהול הון פרטי ..... 4

**תחזית שנתית 2018**  
 מיכל יוזפסון, מנהלת מערך ייעוץ השקעות פיננסים ניהול הון פרטי ..... 6

**האם 2018 תהיה המשך ל-2017 בשווקים הפיננסים ?**  
 צבי סטפק, מיטב דש בית השקעות ..... 10

**טכנולוגיה ישראלית - לא בתל-אביב**  
 ארז חן, מנהל השקעות, פסטורנג שהם ..... 12

**הרפורמות בסין והשפעתן על שוק האג"ח האסייתי**  
 אלון אידן, דימונד קפיטל ..... 14

**מרבח נכסים מרבה דאגה? מלחמתה של רשות המיסים בישראל בהון השחור**  
 ר"ח ראובן שיף, RSM שיף הזנפרץ ושות' ר"ח ..... 16

**The future of asset management: David Shrugged?**  
 David Spence, Fair Oak Capital ..... 19

**On movies and Hedge Funds**  
 Cédric Kohler, Head of Advisory, Fundana ..... 21

**תשואות לעומת חלומות Start up nation**  
 ד"ר דן אקס ודור לי-לו, אי בי אי TECHFUND ..... 22

**שיקולים בביטוחי בריאות ובכלל**  
 יורם לביאנט, עתידות לכלכלת המשפחה ..... 24

**פיתוח מסעיר במחקר חדשני בסרטן**  
 ד"ר יובל טבח וד"ר ליאור ניסים, האוניברסיטה העברית בירושלים ..... 26

**ערים? לא בטוח...**  
 ד"ר יובל ניר, אוניברסיטת תל אביב ..... 27

**קניו קריסטלס - נהר הצבעים בקולומביה**  
 ענבר חסקין, מדרין טיולים ..... 28

**הנודיסטים החדשים**  
 עמית נויפלד, עיתונאי ועורך, תנועת ההאטה ..... 30

**הכתובות על הקירות**  
 ד"ר צוריאל ראשי, אוניברסיטת בר-אילן, כתב: אפי פרידמן ..... 31

**גלריית הבנקאות הפרטית**  
 תערוכת ציורים מאת הצייר רון גנג ..... 32

## דבר יושב ראש קבוצת "פיננסים" מר אורי גלילי



קוראים יקרים,

לפני מספר ימים נפרדנו משנת 2017 שהייתה סוערת מבחינה פוליטית, בעיקר בחו"ל, אך רגועה מבחינה כלכלית. אנו בפתחה של שנת 2018 והשמיים העסקיים בהירים למדי.

צמיחה כלכלית - יש, נזילות - יש, ריבית נמוכה - יש, אינפלציה - אין. הבנקים המרכזים נשארים זהירים ביותר כדי לא לפגוע בצמיחה.

בארץ, לפי נתוני בנק ישראל, החוב העסקי והחוב הפרטי גדלים בקצב סביר. בהינתן שעור צמיחה נאים, גידול בשכר ואבטלה נמוכה, הגידול באשראי הפרטי אינו נראה בעייתי מבחינה מערכתית. אולם, בשונה ממדד המחירים לצרכן, המחירים בשוק ההון ממשיכים לעלות. אנו מוכנים לשלם כיום יותר עבור שעורי תשואה זהים לאלו שלפני שנה. אנו גם מוכנים לשלם יותר עבור אותה רמת סיכון.

חברת טבע לקחה על עצמה סיכון אחד גדול מדי והשקיעה ידועות. המבחן האמיתי שלנו כמשקיעים הוא האם אנו יכולים להרשות לעצמנו שינוי מהותי לרעה באחד המרכיבים המרכזיים של הפאזל הכלכלי ומה צריך לעשות, כדי להגיע לתוצאה האישיית הנכונה של סיכוי/סיכון לעומת יכולת ספיגת הפסדים.

"חגיגה" של ממש מתקיימת בתחום המטבעות הווירטואליים. אינני מעוניין להתנבא האם זו בועה או הימור. אני כן מעוניין להזכיר ששווי של כל מטבע תלוי בנכונות לקבלו לשימוש בתוצרים ושירותים. בנקודה זו יש חשיבות גדולה לרגולציה. האטרקטיביות הנוכחית של המטבעות הווירטואליים, היא בכך שהם חופשים מרגולציה כלשהי, כולל מיסוי והלבנת הון. מעניין לראות האם הרשויות בעולם כולו יאפשרו זאת לאורך זמן, אני מטיל בכך ספק רב.

ולבסוף איחולים ל 2018 - אני עדיין מקווה שההצהרות הפוליטיות בתחום הכלכלי תלוונה בביצוע מידי וששנת התקציב הקרובה תהייה, למרות כל הפיתויים, שנת השקעה בעתיד טוב יותר.

### להתראות במגזין הבא!

## מגזין הבנקאות הפרטית

עורך ראשי: אייל גור אריה  
 מנהל המכירות: אייל קמר  
 מנהלת פרסום: תמי שרגוביץ, טל: 07777-83055, 054-4739374  
 עריכה גרפית: אבי בלוק / דפוס: בריף-זיו-בלוק  
 מנכ"ל: ד"ר איתי גלילי  
 מו"ל: קבוצת פיננסים גג בע"מ  
 טל: 07777-83044, פקס: 07777-83045  
 דוא"ל: service@finance-inst.co.il, www.bankautpratit.co.il

כל הכתבות המקצועיות במגזין זה, נועדו לשם מסירת מידע בלבד, ובשום אופן אין לראות בהן חוות דעת, הצעה, המלצה או יעוץ/שיווק לרכישה ו/או החזקה ו/או מכירה של ניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בהן. הסקירות מתבססות על מידע אשר פורסם לציבור, אשר הכותבים ומו"ל המגזין מניחים כי הוא מהימן וזאת מבלי שביצעו בדיקות עצמאיות לכיור מהימנות, דיוק ושלמות המידע. המידע המופיע בכתבות המגזין, אינו מתיימרות להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע פוטנציאלי ואינו מתיימרות להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בהן. המידע, הפרטים והניתוח המפורטים, לרבות הדעות המובאות, בסקירות ובכתבות, עשויים להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. הכתבות הן על דעת הכותבים בלבד ומשקפת את הבנתם ליום כתיבתן. הכתבות והסקירות לא מהוות תחליף, בשום צורה שהיא, לייעוץ/שיווק השקעות המתחשב בנתוני וצרכי המיוחדים של כל אדם. הכותבים ומו"ל המגזין לא יהיו אחראים, בכל צורה שהיא, לכל נזק ו/או הפסד שייגרם כתוצאה משימוש בסקירות ו/או בכתבות המופיעות במגזין זה, ככל שייגרם כזה, וכן הם אינם יכולים לערוך ו/או להיות אחראים למהימנות, דיוק ושלמות המידע המפורט בכתבות ובסקירות. יובהר להלן כי הכותבים וכן המו"ל, עוסקים, במישרין או בעקיפין באמצעות חברות קשורות, בין היתר, במתן שירותי ניהול השקעות, ייעוץ השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, ניהול קרנות פנסיה, חיתום ובנקאות השקעות וכתוצאה מכך, עשוי להיות להם עניין בניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנכללים בסקירות ובכתבות, ככל שמפורטים כאלה, מעת לעת. לפני פרסום הסקירות והכתבות, בזמן פרסומם ולאחר פרסומם, הכותבים ומו"ל אינם מתחייבים ואין בסקירות ובכתבות משום התחייבות להשגת תשואה כלשהי או רווח כלשהו כתוצאה מכל סוג של פעולה בהתאם לאמור בהן. הסקירות והכתבות הינן רכושן הבלעדי של הכותבים והחברות בהן הם עובדים ואין להעביר לצד ג', להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, להדפיס, לצלם, להקליט או להעתיק את הכתבות, באופן מלא או חלקי, מבלי לקבל אישור מראש ובכתב.



מדור פיננסי



ד"ר איתי גלילי, מנכ"ל פיננסים ניהול הון פרטי



# הפלישה האמריקאית

נתוני המסחר מצביעים על מח"מ של 3.5 שנים בתשואה המשקפת מרווח של 3.8% מעל אג"ח מדינה).

אם לחברות אלו יש דירוגי השקעה גבוהים, ביצועי יתר ביחס לאפיקי חוב אחרים, מדוע יש בעיה? האם מנהלי ההשקעות לא רואים את הבעיה? ובכן אין ספק שבסביבת ריבית אפס ושווקי אג"ח מטפסים, משתלם לרכוש ניירות בסיכון לטובת התשואה. משיחות עם מנהלי השקעות בתחום החוב, אלו נחלקים לשניים אלו שמבינים את הבעיה ולא משקיעים בהנפקות אלו ומאידך מנהלי השקעות שמבינים את הבעיה אך חושבים שמתגמל לקחת את הסיכון. מטרת הדיון מבחינתי הנה בראש ובראשונה לחדד את הבעיה ולהבהיר אותה.

ראשית ברצוני להפנות את הקוראים לנתונים המתפרסמים בעיתון גלובס מה 15.12.17 בכותרת: "מכרה הזהב של שוק החיתום המקומי: חברות הנדל"ן הזרות". במאמר פרוט אודות סה"כ העמלות ששולמו על ידי החברות המגייסות לחתמים בשנת 2017: 164 מיליון ש. הנתונים מלמדים שהחברות הזרות משלמות עמלה בגובה ממוצע של פי 3 לעומת הנפקות של חברות מקומיות. להלן הטבלה המסכמת:

העמלות בהנפקות האג"ח של החברות האמריקאיות				
דירוג	חכם מוביל	סך עמלות בהנפקה	היקף גיוס	שם החברה
A3	לאומי פרטנרס	35.9	798	*CMCT - CIM
Aa3/AA-	פועלים אי.בי.אי	22.5	898	וורטון
Aa3/AA	אורסט	15.1	961	דה דאסא
A2	פועלים אי.בי.אי	10.3	582	אול יד
A	לידר	10.2	407	וורטון
AA-	לידר	8.5	488	פנטפארק
BBB	דיסקונט חיתום	6.1	220	י.א.י. אר.סי
BBB+	אי.א.י. אר.סי	5.6	348	ציון
Aa3/AA-	פועלים אי.בי.אי	5.1	409	דה דאסא
A	פועלים אי.בי.אי	4.5	299	ג.א.י. אר.סי
BBB+	אינפין	4.4	435	אנקור
BBB+	פועלים אי.בי.אי	4.1	276	סאודי פרופרטיז
BBB+	פועלים אי.בי.אי	3.6	360	נובל אסטס
A2/A	פועלים אי.בי.אי	3.5	236	ספנסר
BBB+	לאומי פרטנרס	3.4	340	ו.ס.י. ג'י
A3	פועלים אי.בי.אי	3.2	247	אמ.די.ג'י
A	אינפין	3	268	קופרליין
A2	פועלים אי.בי.אי	2.7	303	אול יד
A	אינפין	2.6	172	קליין
A3	אינפין	2.2	185	דלשה קפיטל
BBB	לאומי פרטנרס	2	67	ו.ס.י. ג'י
BBB	דיסקונט חיתום	1.7	63	י.א.י. אר.סי
A	פועלים אי.בי.אי	1.1	113	דה לטר
BBB+	לאומי פרטנרס	1	95	ו.ס.י. ג'י
BBB+	אינפין	0.8	82	אנקור
A3	פועלים אי.בי.אי	0.5	40	אמ.די.ג'י
A2	פועלים אי.בי.אי	0.1	150	אול יד
		<b>163.7</b>	<b>8,842</b>	<b>סך הכול</b>

\*הנפקת מניות בכורה

## נתח החברות האמריקאיות מסך גיוסי האג"ח\*

חוז מהעמלות	מספר הנפקות	חוז מההנפקות	מספר הנפקות
63%	276	87%	200
37%	164	13%	30
<b>סך הכול</b>		<b>230</b>	

\*המספרים מעוגלים מקור: נתוני אפסילון חיתום והנפקות

בימים אלו אנו מסכמים את שנת 2017 בשווקי ההון בארץ ובעולם. בתחילת השנה היה חשש ניכר וזריכות עקב החלפת הממשל האמריקאי. בפועל, השווקים הגיבו בחיוב והציפיות להורדת מיסי חברות גרמו לשווקים לשמור על תנועתיות נמוכה (שלא נרשמה כמותה למעלה מעשרים שנה). בנוסף, השנה עלתה לכותרות פריצת המטבעות הדיגיטליים ובראשן הביטקוין.

כתבות רבות בעיתונות ובמדיה עסקו בנפלאות הטכנולוגיה החדשה להעברת כספים באופן מוצפן. נדמה לרבים שהגענו לימים שניתן לסמוך על אמצעי תשלום לגיטימי אשר מיתר את הבנקים והמערכת הפיננסית המפוקחת על ידי מדינות. איני מומחה גדול לטכנולוגיה, אך מהמעט שהצלחתי להעמיק בתחום אני מבין שהטכנולוגיה תשמש את העולם הפיננסי במגוון רחב מאוד של אפשרויות ייעול ובטיחות בניוד כספים. יחד עם זאת, המרחק לקביעת שווי כלכלי לאמצעי תשלום דיגיטלי יעבור תהפוכות וזעזועים רבים לאחר כניסת רגולציה, צעדי מיסוי ותחרות בין מטבעות שונים. איני חושב שיש להרבות בדיון על התחום מאחר והתחום ספקולטיבי מאוד ואינו מהווה אפיק השקעה שיש להתלבט לגביו מעבר לזרנת הימור.

כאשר שבים לדון באירוע 2017, שווקי ההון ואפיקי השקעה, לדעתי האירוע המרכזי הראוי לדיון הנו המגמה ההולכת ומתגברת של הנפקת איגרות חוב של חברות אמריקאיות בבורסה בתל אביב. הכותרת שנתתי לכתבה זו הנה "הפלישה האמריקאית". יש הרואים בהנפקת איגרות חוב של חברות אמריקאיות בישראל כברכה, גיוון וחיזוק שוק ההון הישראלי. לדעתי מדובר על מצב הפוך מיסודו והיה ראוי אילו החברות המנפיקות בבורסה בתל אביב היו חברות ישראליות אשר צומחות, מרחיבות את הפעילות הכלכלית בישראל ומחזקות את הצמיחה.

הדיון סביב נושא זה הנו מורכב שכן הביקורת לטענה שלי תהייה שהחוסכים נהנו מתשואות טובות באמצעות אותן הנפקות. נכון לכתיבת שורות אלו ביצועי מדד אגרות חוב אמריקאיות שהונפקו בישראל עלה בלמעלה מ-12% במהלך שנה וזאת ביחס לתשואה מצטברת של 7.9% במדד התל-בונד השקלי.

בחודשי הקיץ הבורסה בתל אביב השיקה לראשונה מדד "תל-בונד גלובל" אשר מרכז את אותן חברות אשר ניתן להן דרוג השקעה לפחות (A-) בדירוג "מעלות" או (A3) בדירוג "מדרוג". ולאחרונה החלו להיסחר קרנות מחקות פאסיביות לתחום (נכון לכתיבת שורות אלו



עליית דרוג האשראי משתלמת מאוד, אף לרמה ששווה לשלם  
 עמלות הנפקה עצומות, שכן התגמול הנו בתשלומי ריבית  
 נמוכים מאוד לאורך שנים (ביחס לדרישות הריבית שדורשים  
 המשקיעים האמריקאים מאותם מנפיקים).

ישנם שיגידו ששיטת הדרוג הזו נכונה שכן נמנעים מסיכון  
 מדינת ישראל. לטעמי מדובר על טעות קשה, שכן סיכון המדינה  
 אינו רלוונטי, הנושא היה יכול להיות רלוונטי אילו המשקיעים  
 היו מוגבלים לרכישת אג"חים בשוק ההון הישראלי. בפועל כל  
 משקיע ישראלי יכול לרכוש תיק אגרות חוב בדירוגי אשראי  
 זהים בחו"ל, בפיזור רחב יותר ותשואות לפדיון גבוהות יותר.

טענה נוספת להפרש התשואות הנמוכות שמשלמות החברות  
 הזרות המנפיקות (ביחס לתשלום אותן היו נדרשות לשלם  
 בארה"ב) הנה שמדובר על חוב שקלי מנוטרל מטבע ועלויות  
 הגידור מצדיקות את הריבית הנמוכה. אכן עלויות הגידור כנגד  
 חשיפה מטבעית לדולר אינן מבוטלות, אך כאשר בוחנים את  
 ההנפקות האחרונות, רואים שההנפקות הנן דולריות (ללא

הגנת שער) והתשואה בהן  
 החברות הנפיקו הנה נמוכה ביחס  
 לתשואת אגרות חוב דולריות,  
 בעלות דירוג אשראי מקביל  
 בארה"ב.

הצלחת החתמים הישראליים  
 לייבא לישראל חוב זר בהיקף של  
 עשרות מיליארדי שקלים אינה  
 צפויה להיעצר (עם האוכל בא  
 התיאבון). המלצתי למשקיעים  
 הנה להשקיע בבורסה בישראל  
 בחוב מקומי ומאיזך ליצור  
 חשיפה לשוקי חוב בינלאומיים  
 באמצעות השקעה בקרנות חוב  
 בינלאומי בפיזור רחב מחוץ  
 לישראל (הן בדרוגי אשראי  
 גבוהים והן בדרוגי אשראי נמוכים  
 יותר).

כמו כן לבחון בתיקי ההשקעות  
 המנוהלים או בקרנות הנאמנות

בהן משקיעים את מידת החשיפה לחוב זר המונפק בישראל.  
 אין בידינו את הכלים לנבא במדויק בואו של משבר פיננסי או  
 את עוצמתו, אך כן בידינו לבדוק את הסיכון בהשקעות בהן אנו  
 מחזיקים ומידת התאמתם לסיכון והפיזור הרצוי.

אם הנתונים נכונים, ברורה לחלוטין המוטיבציה של חברות החיתום  
 "לייבא" לישראל חברות זרות בתחום הנדל"ן. מדוע נדל"ן? זאת מאחר  
 ומשקיעים ישראלים אוהבים את האפיק, הן באחזקה ישירה, הן  
 באמצעות השקעה ישירה בארה"ב, גרמניה ולמעשה כל מקום בעולם.  
 השאלה הנה מדוע החברות המגייסות מוכנות לשלם כל כך הרבה  
 עמלות בעבור גיוס הון ציבורי, חסר כסף בארה"ב? התשובה לכך תמונה  
 באופן שבו חברות דרוגי האשראי משקפות את הסיכון. אני מניח  
 שלרבים הנושא ברור, אך להערכתי למרבית המשקיעים התמונה אינה  
 ברורה מספיק.

**כשחברת דרוג אשראי אומרת "דירוג השקעה" למה היא מתכוונת?**  
 הטבלאות להלן משקפות את טבלאות דרוג האשראי של חברת  
 מעלות (בבעלות s&p העולמית). בטבלה שלש עמודות: העמודה  
 הימנית עוסקת בדרוג האשראי של המדינה בה מונפק החוב (ישראל),  
 עמודה שניה עוסקת בדרוג אשראי בשוק המקומי (ישראל) ובעמודה  
 השלישית משמאל דרוג האשראי שהיה ניתן בראייה בינלאומית אילו  
 החוב היה מונפק בשווקים המפותחים הגלובליים, למשל בארה"ב.

**Israel (Maalot) Mapping Table**

Global-scale long-term local-currency rating	National-scale long-term rating	National-scale short-term rating
A- and above	i1AAA	i1A-1+
BBB+	i1AAA, i1AA+	i1A-1+
BBB	i1AA+, i1AA	i1A-1+
BBB-	i1AA	i1A-1+
BBB-	i1AA-	i1A-1
BB+	i1AA-	i1A-1
BB	i1AA-, i1A+	i1A-1
BB-	i1A+, i1A	i1A-1

**Israel (Maalot) Mapping Table (cont.)**

Global-scale long-term local-currency rating	National-scale long-term rating	National-scale short-term rating
B+	i1A	i1A-1
B+	i1A-	i1A-2
B	i1A-, i1BBB+, i1BBB	i1A-2
B-	i1BBB, i1BBB-	i1A-3
CCC+	i1BB+, i1BB, i1BB-	i1B
CCC	i1B	i1B
CCC-	i1CCC	i1C
CC	i1CC	i1C
C	i1C	i1C
R	R	R
SD	SD	SD
D	D	D

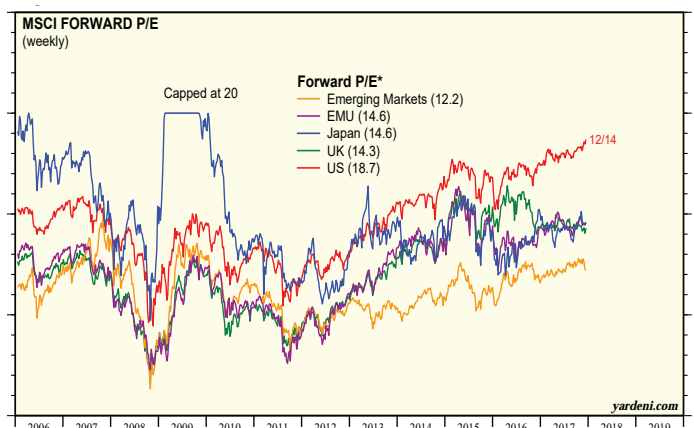
R--Regulatory supervision. SD--Selective default. D--Default.

הטבלה משקפת באופן הברור ביותר את הבעיה. כל חברה המונפקת  
 בדירוגי אשראי נמוך בארה"ב תשכיל לבוא לשוק ההון הישראלי,  
 לשדרג את דרוג האשראי שלה במספר נקודות דרוג (אל תבלבלו, לא  
 מדובר על הנפקה מטעמי ציונות, יהדות או חגיגות 70 למדינת ישראל).



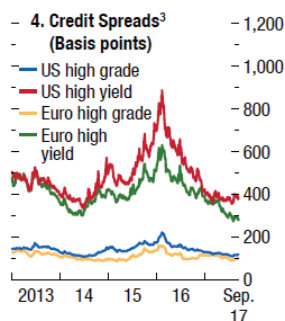


המדדים המשיכה לתוך 2017. מדד ת"א 35 עלה בשיעור של כ-2% בלבד וסבל מחולשה בהובלת מניות הפארמה (טבע, פריגו ומיילן) בעוד מדד ת"א 90 עלה בכ-20% בהובלת מניות הנדל"ן שנהנו מריבית נמוכה במשק. המשך צמיחה של הכלכלה המקומית והגלובלית, סביבת ריבית נמוכה שתישאר לאורך זמן, תמחור אטרקטיבי תומכים בהשקעה במניות. בשל העיוות במשקל החברות במדדים יש לבצע את ההשקעות באופן סלקטיבי ואקטיבי.



## שוק האג"ח

רב הסגמנטים של שוק החוב הסחיר נראים יקרים ביחס למחיר ממוצע ארוך הטווח. התשואות נמוכות ומגלמות פרמיות סיכון נמוכות. קשה להאמין שהמרווחים יצטמצמו עוד יותר ולא נראה שיש מקום לרווחי הון נוספים (ז) הייתה ההערכה גם בשנה שעברה והתבדונו).



במידה והאינפלציה תעלה ובנקים מרכזיים יידרשו להגיב ע"י העלאת ריבית, התנודתיות תעלה ומשקיעי האג"ח ייפגעו, שכן אינם מפוצים בעבור הסיכון. הבנק המרכזי בארה"ב העלה את הריבית ארבע פעמים במהלך השנה וצפוי להעלותה 3 פעמים בשנה הקרובה. העלאת ריבית הצפויות או עלייה באינפלציה אינן מתמחרות במלואן בשוק ועל כן יכולה להתפתח תנודתיות סביב נושאים אלו.

אג"ח ממשלתי ארה"ב. כיון והשווקים מגלמים באופן חלקי בלבד את העלאת הריבית יחסי הסיכון סיכוי באג"ח הממשלתי אינם נראים כדאיים ולא תומכים בלקיחת סיכון מח"מ. עם זאת, הריבית בארה"ב גבוהה מהריבית במדינות מפותחות אחרות ועל כן הביקוש לאג"ח אלו ימתן את תהליך עליית התשואות, אשר צפויות להגיע לרמות של - 2.75% 2.6%. למחזיקי המט"ח, יש מקום להשקיע במחמים קצרים בלבד, אשר מספקים תשואה מסוימת על

המשך בעמ' הבא <<

7 הבנקאות הפרטית

ברוחי החברות, אופטימיות לגבי רפורמת המס ותשואות אלטרנטיביות נמוכות. מכפיל הרווח העתידי עומד על 18, גבוה ביחס לממוצע ההיסטורי, עם זאת אין מדובר במחירי בועה. קצב צמיחת רווחי מניות מדד ה-S&P500 הצפוי בשנת 2018 הינו 11% בהובלת חברות האנרגיה, חו"ג, הפיננסים והטכנולוגיה. מזה זמן מה אנו מעריכים שתמחור שוק המניות האמריקאי יחסית יקר, אך יחד עם זאת אפיק זה נראה עדיין אטרקטיבי בהשוואה לאפיק החוב הסחיר. על המשקיעים להתמקד בסקטורים שיהנו מצמיחה, אינפלציה ועליית ריבית, כגון: סקטור הטכנולוגיה והפיננסים. מגזר האנרגיה צפוי אף הוא להניב ביצועי יתר, אך בתנודתיות גבוהה יותר. רפורמת המס שהועברה ברנע האחרון של השנה, אשר כוללת הפחתת מס חברות מ-35% ל-21% צפויה לתמוך בעיקר בסקטורים ובחברות בהן שיעור המס האפקטיבי גבוה, אם כי נראה שהשלכות הרפורמה מגולמות במרביתן בשוק.

**שוק המניות באירופה.** התחזקות הייצוא כתוצאה מסנטימנט חיובי וצמיחה גלובלית, התחזקות הפעילות הריאלית (גידול בתפוקה התעשייתית ועלייה במכירות הקמעונאיות) במקביל לעלייה בביטחון העסקי והפרטי תומכים בהמשך מגמת ההתאוששות. על אף קצב צמיחת רווחים גבוה מהמצופה של כ-15% בשנת 2017, Stoxx600, שוק המניות האירופאי הניב תשואות חסר ועלה בכ-9% השנה, כתוצאה מהתחזקות המטבע. תמחור אטרקטיבי בהשוואה לשוק האמריקאי והימצאות בשלב מוקדם יותר במחזור הכלכלי מחזקים את ההשקעה בשוק זה. על אף האמור, השוק עלול לסבול מתנודתיות בעיקר כתגובה להתפתחויות פוליטיות, כגון: תוצאות הבחירות באיטליה, הקמת הקואליציה בגרמניה, הסכמי הברקזיט, אי הוודאות בספרד וכן מהתחזקות נוספת של היורו.

**יפן.** צמיחה גלובלית, מדיניות מרחיבה מאוד של הבנק המרכזי ורפורמות ממשלתיות תומכות בכלכלה ביפן, אשר נהנית מהתאוששות כלכלית (7 רבעונים רצופים של צמיחה). שיפור בביצועים של חברות יפניות הכוללים גידול ברמת הרווחיות של החברות וגידול בתשואה להון, הנהגת מדיניות התומכת בבעלי מניות, רמות חוב נמוכות (של החברות) ורמות מזומנים גבוהות תומכים בשוק המניות. למרות העלייה במחירי המניות במהלך 2017 התמחור נותר אטרקטיבי ביחס לשווקים המפותחים ויש מקום להשקעה מגודרת מטבע.

**שווקים מתעוררים.** מדד השווקים המתעוררים הניב ביצועי יתר ועלה כ-35% בשנת 2017. רפורמות כלכליות, שיפור בנתוני החברות (במונחי צמיחת רווחים גידול ברווחיות ובתשואה על ההון) ותמחור אטרקטיבי בהשוואה לשווקים המפותחים, תומכים בהשקעה בשווקים אלו על אף ביצועי היתר בשנה האחרונה. התמקדות בשווקי אסיה המתעוררים בהתבסס על צפי לצמיחה חזקה בהודו ובסין אשר תתורגם לגידול ברווחי החברות בכל האזור. משקלן של חברות טכנולוגיה והשפעתן עולה גם בשווקים אלו על חשבון מגזר הייצוא וחו"ג. לחברות אלו אפשרות לשפר את הפריון ולהוות בסיס נוסף לצמיחה עתידית. בשווקים אלו יש משמעות רבה להשקעה אקטיבית ואיתור חברות איכותיות בעלות פוטנציאל צמיחה ותמחור סביר.

**שוק המניות בישראל.** הרפורמה במדדים הצליחה להפחית באופן חלקי בלבד את השפעת מניות התרופות על ביצועי מדד תא 35 והשונות בביצועי

## תחזית שנתית 2018

המשך מעמ' קודם <<

בהשקעה בנכסי סיכון עם זאת יש לקחת בחשבון את השלב המאוחר במחזור הכלכלי ורגישות לתנאים ולמדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים. כיון ותמחור הנכסים גבוה השווקים יהיו רגישים יותר למימושים/תיקונים זמניים והתנודתיות צפויה לעלות. לאור המחירים הגבוהים והתכווצות נוספת של המרווחים הערכתי היא שהביצועים יהיו ממותנים ביחס לביצועים בשנת 2017. הדרך להתמודד עם סביבת ההשקעות הקיימת הינה פיזור גלובלי, ניהול אקטיבי וסלקטיבי של נכסים. העדפה של מניות על אג"ח בתקופה של צמיחה, בהשוואה של פרמיות הסיכון ובחינת יחסי סיכון סיכוי. בתחום החוב, בשל הסיכון של השינוי בסביבת הריבית ופרמיות הסיכון הנמוכות המשקיעים נאלצים להתמודד עם השאלה אילו סיכונים לקחת ומה הפיצוי בעבור אותם סיכונים. יש להוריד את ההקצאה לנכסים שמחירים אינו מפצה על הגידול בסיכון בטווח הבינוני ארוך. על המשקיעים לגנון את תיק החוב ע"י השקעה בחוב שרגיש פחות לשינויים בריבית כגון: הלוואות בכירות המגנות מפני עליית ריבית ובאיכות אשראי גבוהה יותר, clo's בדירוגי אשראי גבוהים המעניקים תשואות גבוהות מאגרות החוב הסחירות בדירוג מקביל וכן השקעה בחוב שאינו סחיר המנוהל ע"י גופי השקעה המתמחים במתן אשראי צרכני או עסקי באופן ישיר, אשר מגלם פוטנציאל תשואה גבוה, תוך פיזור סיכון, עם רמת ביטחונות גבוהה ותנודתיות נמוכה.

ייתכן והחודשים הקרובים יהיו חיוביים בשוק המניות והאג"ח, אך המיקוד בבניית התיק צריך להישאר לטווח ארוך, עקבי עם מטרות ההשקעה והורדת פוטנציאל ההפסד על מנת לשמור על איזון בתיק.

קבלת החלטות השקעה והקצאת נכסים צריכה להיות מבוססת על סמך תמחור הנכסים בהתאם למאפייני כל לקוח בבחינת מטרות ההשקעה, מידת שנאת הסיכון ולא מושפעת מתנודתיות השוק.

### תחזית ארוכת טווח

אפיק/נכס	תשואה צפויה מתחת לממוצע	ניטראלי	תשואה צפויה מעל לממוצע	תשואה צפויה עודפת	שינוי מרבוען קודם
שווקי מניות					
ארה"ב		●			□
ישראל			●		▲
מתעוררים			●		□
אירופה		●			□
שוק האג"ח					
ישראל ממשלתי	●				□
ארץ ישראל		●			□
דירוג השקעה ישראל		●			□
ישראל לא מדורג		●			□
ארה"ב ממשלתי	●				□
חברות דירוג		●			□
השקעה חו"ל Senior loans		●			□
חברות חו"ל לא מדורג		●			□
אג"ח מתעוררים		●			□
אלטרנטיבי				●	□

\*התשואות מוערכות ונכונות לתאריך כתיבת המאמר בהתאם למדדים השונים המייצגים את האפיקים המוצגים.

מנת להימנע מהפסדי הון פוטנציאלים. לאור הערכה שהאינפלציה תעלה, נכון יהיה לדרוש פיצוי עבור סיכויי אינפלציה עתידיים ולשלב אג"ח ממשלתי צמוד מדד.

אג"ח חברות ארה"ב. מחירי האג"ח חברות עלו בשנת 2017 בין 5-6% והביאו את התשואות לרמה של כ-3.5% ומרווח של 1.2% במדד Barclays Capital Triple-B-rated (Baa). ההשקעה באפיק זה מתבססת על קבלת תזרים גבוה מאשר בהשקעה באג"ח הממשלתי ללא צפייה לרווחי הון. לאור הריביות הנמוכות יש מקום לשלב מכשירי חוב נוספים בדירוגים שונים כגון הלוואות מאוגחות (clo's) בדירוגים שונים המניבות תשואה עודפת על פני אג"ח בדירוג מקביל בסיכון מוגבל.

אג"ח חברות לא מדורג. מדד אג"ח החברות הלא מדורגות נסחר בתשואה של 5.8% ובפרמיית סיכון של כ-3.4%. פרמיה זו נמוכה מהממוצע וקרובה לרמות טרום המשבר. על אף שרווחי החברות צפויים להמשיך לצמוח, שיעורי חדלות הפירעון לא צפויים לעלות והורדת המיסוי צפויה להגדיל את יכולת החזר החוב של החברות, הפיצוי אינו מספק. נראה שיש עדיפות להשקעה במניות בכורה או חוב נחות של חב' מדורגות על פני אפיק זה. בתוך האפיק, העדפה להלוואות בכירות בריבית משתנה עם איכות אשראי גבוהה יותר בשל ביטחונות.

אג"ח שווקים מתעוררים. רמות החוב בשווקים אלו נמוכות מאשר בשווקים המפותחים ומציעים תשואות עודפות. הרווחים צומחים מחירי הסחורות מתאוששים, מצב הנזילות והמינוף השתפרו, וכך גם יכולת החזר החוב. באפיק הממשלתי הנקוב דולר הסיכון הינו הידוק מהיר מהצפוי בארה"ב ועליית תשואות בעוד באפיק של האג"ח הנקוב במטבעות המקומיים הסיכון הינו שער החליפין.

אג"ח ישראל. סביבת הריבית הנמוכה והיעדר האלטרנטיבות הביאו את מדדי אג"ח חברות לעלייה בשיעור גבוה מהחזוי של 6% במהלך 2017. עלייה זו התבטאה בירידה בתשואות לשיעור נמוך מ-1% צמוד מדד או 2% שקלי במדדי התל בונד ולהתכווצות פרמיית הסיכון לשיעור של 1.2%-1.56%. בהתאמה. חברות ניצלו את הריבית הנמוכה וגייסו חוב בהיקף של 66 מיליארד \$ לצורך מימון פעילות ומחזור חוב תוך הוזלת עלויות המימון. היקף הגיוס של חברות נדל"ן זרות הכפיל את עצמו בהשוואה לשנה שעברה והן מספקות תשואה גבוהה בהשוואה לאג"ח מקומיות בדירוג דומה. על אף הפער בתשואה, אנו נמנעים מהשקיע באגרות אלו מתוך הערכה כי התשואות אינן מגלמות את הסיכון הכרוך בהשקעה בהן.

המחירים גבוהים, פרמיית הסיכון נמוכות, אבל סביבת הריבית צפויה להישאר נמוכה לאורך זמן. הערכה זו תומכת בהשקעה בשוק האג"ח הקונצרני בישראל כאשר אנו רואים מקום לשלב אג"ח בחו"ל על מנת לפזר את הסיכון ולהגדיל את התשואה הפנימית של תיק החוב.

**לסיכום:** הסביבה הכלכלית והמדיניות של הבנקים המרכזיים תומכים



# Julius Bär

YOUR WEALTH MANAGER

WE ARE ONE PART HISTORY  
AND ONE PART FUTURE.

WHAT CAN WE DO FOR  
YOUR TOMORROW TODAY?

>> Discover our approach at [juliusbaer.com/visionary-thinking](http://juliusbaer.com/visionary-thinking)

For a personal meeting, please contact our representative office  
at 46 Rothschild Boulevard in Tel Aviv: +972 3 60 39 111

Julius Baer is the leading Swiss private banking group and present in some 50 locations worldwide. From Dubai, Frankfurt, Geneva, Guernsey, Hong Kong, London, Lugano, Monaco, Montevideo, Moscow, Mumbai, Nassau, Singapore, Tel Aviv to Zurich (head office). The Tel Aviv Representative Office of Bank Julius Baer & Co. Ltd. is supervised by the Swiss regulator and is not subject to the supervision of the Supervisor of Banks at the Bank of Israel.



מדור פיננסי

צבי סטפק, מיטב דש בית השקעות

**מיטב דש**

ניסיון שמוביל קדימה



# האם 2018 תהיה המשך ל-2017 בשווקים הפיננסיים ?



שנת 2017 הסתיימה במגמה חיובית מאוד כמעט בכל אפיקי ההשקעה ובהרבה מאוד שווקים. שוקי המניות בארה"ב, אירופה, יפן ועוד עלו בשיעורים שבין 15%-ל-30%, וגם בישראל, חלק מהמדדים הפחות מרכזיים, כמו מדד 90, הניבו תשואות נאות מאוד.

גם אגרות החוב הממשלתיות בישראל, למרות נקודת הפתיחה המאוד לא אטרקטיבית שלהן, הניבו בכ"ז תשואה של כ-3% ואגרות החוב הקונצרניות - תשואה כפולה מזה. האפיק היחיד שאכזב בישראל היה הדולר שנחלש מול השקל בכ-8%.

כל הנתונים האלה משתקפים גם בשלוש התעשיות הגדולות שהן מכשירי השקעה מאוד פופולריים: קרנות הנאמנות, תעודות הסל וקופות הגמל (לרבות קרנות השתלמות, קרנות פנסיה וביטוחי מנהלים) שהשיגו תשואה ממוצעת של יותר מ-7%.

זו הייתה הפתעה אחת, שכן אחרי 7 שנים של עליות מתמשכות, איש לא ציפה לתשואות כאלה.

ההפתעה השנייה הייתה, שהתנודתיות העצומה שליוותה את שוקי המניות בשנים 2014-2016 נעלמה והייתה כלא הייתה, למרות, שעל פניו, היא הייתה אמורה אף

לעלות שכן בחירת טראמפ "הבטיחה" תוספת של אי-ודאות ולא הפחתה.

היעדר התנודתיות התבטא ברמה הנמוכה להפליא של מדד הפחד, כמו גם בעובדה שבמשך יותר מ-300 ימים, לא היה יום מסחר אחד שבו מדד ה-S&P500 ירד ביותר מ-3%, שיא ששבר בגדול שיא

קודם מלפני כ-20 שנה.

**מה ההסבר לתופעה החדשה של תנודתיות נמוכה במיוחד?**

יש הסברים שונים, כמו הגידול במשקל של המכונות האלגוריתמיות

במסחר שמחקות דפוסי פעולה מסוימים, או העובדה, שהמשקיעים התרגלו לכך שאחרי כל ירידה מגיעה עלייה, ולכן כל ירידה מתפרשת אצלם כהזדמנות קנייה, וישנם עוד הסברים. ובכל זאת, אין הסבר משכנע ושלם דיו, וגם שני זוכי פרס נובל, פרופ' תיילר ופרופ' שילר, כ"א בנפרד, התבטאו בגלוי שאינם

מבינים את התנהגות השווקים - את התנודתיות הנמוכה להפליא ואת השאננות של המשקיעים.

**ואשר לשנת 2018:**

בנקודת המוצא, המשק העולמי מצוי בתנאי פתיחה טובים של צמיחה נאה ומסונכרנת, אבל רוב שוקי המניות רוב שוקי אגרות

## הציפיות לרפורמת המס של טראמפ היו, כנראה, אחראיות לחלק לא קטן מן העליות שנרשמו בשוק המניות האמריקאי ב-2017



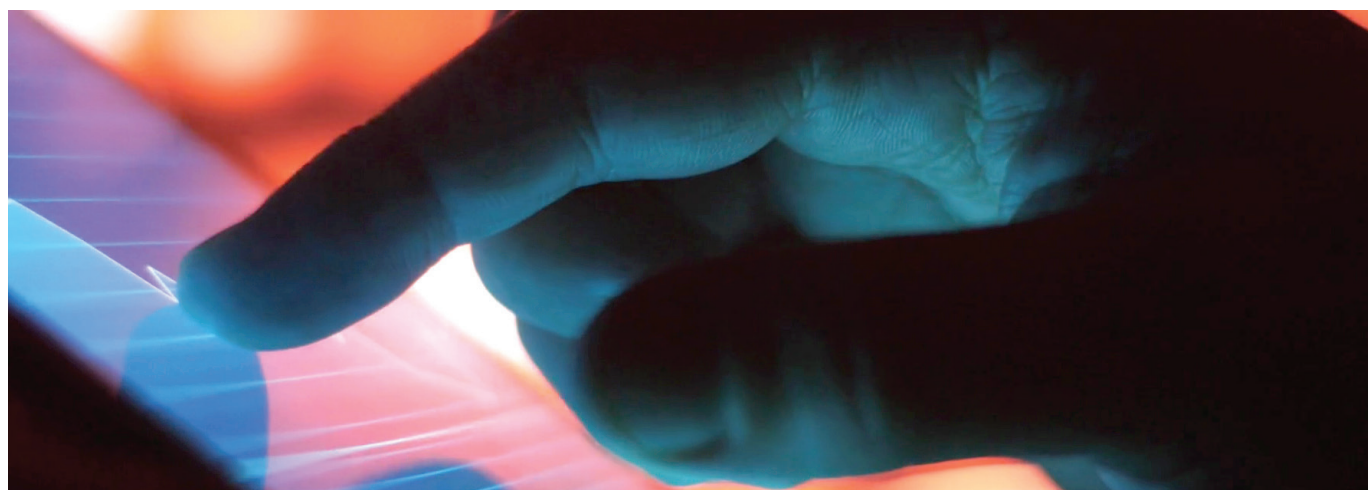
את המדיניות המוניטארית המצמצמת שבה הוא כבר התחיל. זאת, באמצעות העלאת ריבית בהתאם למתווה שלו (3 העלאות ב-2018 ועוד 3 ב-2019) ולא בהתאם למתווה של השוק. גם הבנק המרכזי של אירופה, ה-ECB, עלול להפגיע בהקדמה של צמצום המדיניות המוניטארית המרחיבה שלו.

מכיוון שהן שוק המניות האמריקאי, והן שוק אגרות החוב האמריקאיות הממשלתיות וגם הקונצרניות, נמצאים במצב מתוח, חשוב להבין, מה עלול להשתבש בשנת 2018, או אולי רק ב-2019, ולשנות את מהלך העניינים המאוד חיובי והמאוד רגוע שאפיין את השווקים האלה בשנת 2017.

החוב, הן הממשלתיות והן הקונצרניות, נמצאים ברמה גבוהה למדי ומבחינה זו, תנאי הפתיחה אינם נוחים במיוחד.

הציפיות לרפורמת המס של טראמפ היו, כנראה, אחראיות לחלק לא קטן מן העליות שנרשמו בשוק המניות האמריקאי ב-2017, כך שמי שמצפה להמשך מגמת העליות צריך יהיה לראות שיפור של ממש ברווחיות הפירמות, מה שהשווקים מניחים כרגע.

אבל, אותה רפורמה שהיא הבסיס לאופטימיות לגבי שוק המניות, היא מקור לדאגה כלפי שוק אגרות החוב, שכן החשש הוא שהרפורמה תגדיל משמעותית את הגרעון בתקציב הממשל האמריקאי, מה שאולי יאלץ את הפד, בהרכבו החדש-ישן, להעצים



הסתברות

תרחיש

5	שינויים אגרסיביים במדיניות המוניטארית של הבנקים המרכזיים בעקבות עלייה באינפלציה: ארה"ב, בריטניה, גוש היורו
3	משבר גיאופוליטי גדול: צפון קוריאה, איראן, רוסיה ואירופה המזרחית
3	הנהגת מדיניות פרוטקציוניסטית ע"י ארה"ב ומלחמת סחר בעולם
3	צניחה מחודשת במחירי הנפט
2	התערבות רגולטורית נגד חברות הענק שמניותיהן הובילו את העליות
2	קריסה בהוצאות הכספיות של כמה מהחברות הגדולות בעולם
2	קריסה של מערכת הבנקאות הסינית ו/או האטה מכוונת בכלכלה הסינית
2	קריסה של בנק גדול
2	מיתון כלכלי: משבר גדול בשווקים הוא כמעט תמיד תוצאה של משבר כלכלי
1	התפרקות גוש היורו

ואחרי כל זה, תמיד קיימת, כמובן, האפשרות ש"ברבור שחור" יגיח מאי שם. הערה: מ-10, כאשר 10 מייצג הסתברות גבוהה ביותר ו-1 הסתברות נמוכה ביותר.





מדור פיננסי

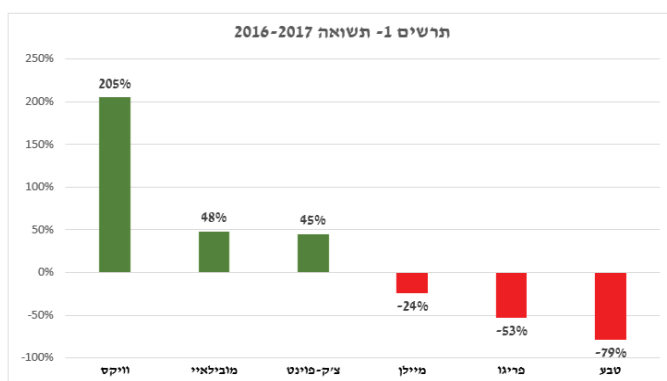
ארז חן, מנהל השקעות, פסטרנק שהם

פסטרנק שהם

בית והשקעות



# טכנולוגיה ישראלית - לא בתל אביב



את התשואה אשר השיגו המניות של החברות הללו בשנתיים האחרונות (תרשים 1) ניתן לראות כי מניות החברות הללו עלו בשיעורים של עשרות אחוזים שכמובן לא השפיעו על תשואת מדד ת"א 125 באותה תקופה. מי שהשפיעו על המדד ובשיעור חד היו מניות הפארמה שלחלקן אין כלל זיקה לישראל והן נסחרות כאן מסיבות טכניות בלבד.

בחישוב פשוט, אם רק חלקן של מניות חברות הטכנולוגיה היו נסחרות גם בתל אביב המדד היה מוסיף לעצמו תשואה דו-ספרתית. בהסתכלות על האפשרות שמניות הטכנולוגיה הישראליות היו נסחרות במקומן של מניות הפארמה הזרות (לאחרונה התברר כי מניותיה של חברת מיילן ימחקו מהמסחר בתל אביב בתחילת שנת 2018) היינו זוכים לראות את תשואת המדד גבוהה יותר בעשרות אחוזים! בכדי להבין את עומק הפער בין ביצועי חברות היי-טק ישראליות לבין אפשרויותיו של המשקיע הישראלי להיחשף אליהן, מספיק לבחון מקרה מייצג דוגמת מדד הסייבר העולמי ISE Cyber Security Index הנסחר בנאסד"ק העוקב אחר חברות מתחום אבטחת המידע והגנה מפני מתקפות סייבר. המדד כולל בתוכו חברות מכ-10 מדינות הפועלות באחד התחומים הטכנולוגיים החמים והמשפיעים ביותר בתקופתנו. בהסתכלות

מתחילת שנות ה-2000 בכלל ובעשור האחרון בפרט, נחשפות יותר ויותר חברות היי-טק ישראליות לאור הזרקורים בכותרות ראשיות המספרות על עסקאות ענק, רכישות ואקזיטים במיליארדי דולרים. כל אלה עזרו ותרמו לביסוס מעמדה של מדינת ישראל כ- "אומת הסטארט-אפ", הצלחה הנובעת רבות מהחיים בסביבה מאתגרת המחייבת חשיבה והתחדשות מתמדת אשר מביאה את ישראל לייצר יותר חברות סטארט-אפ מאשר מדינות דוגמת בריטניה, יפן וקנדה.

בארבע שנים בלבד, בין השנים 2012-2016 נכללו 608 חברות ברשימה היוקרתית של האקזיטים בתחום היי-טק הישראלי. בין החברות המוכרות ניתן למצוא חברות דוגמת מובילאי שנמכרה לחברת אינטל במחיר של 15.3 מיליארד דולר ו-וויז שנמכרה לנוגל תמורת 1.3 מיליארד דולר. בנוסף אליהן, ישנן חברות ישראליות שזכו לאקזיט הנכסף ופחות מוכרות לציבור הישראלי דוגמת חברת המשחקים פלאייטיקה אשר נמכרה לתאגיד סיני תמורת 4.4 מיליארד דולר, חברת המסרים וויבר שנמכרה תמורת 0.9 מיליארד דולר וחברת פלאריום שנמכרה תמורת 500 מיליון דולר. המשותף לכולן ולעוד חברות היי-טק ישראליות אשר בחרו להיסחר כחברות ציבוריות, הוא בחירתן להיסחר רק מעבר לים. באם רציתם להשקיע בהן, לא הייתם יכולים לעשות זאת דרך הבורסה בתל אביב.

כאשר בוחנים את ביצועי מדד ת"א 125 בשנתיים האחרונות מתגלה התמונה העגומה: התשואה שהשיג המדד הייתה הנמוכה ביותר בהשוואה למדדי המניות המרכזיים בעולם בתקופה זו. שוו לעצמכם, מה היה קורה לו מניותיהן של חברות ישראליות דוגמת מובילאי, צ'ק פוינט, וויקס וחברות נוספות היו נסחרות במקביל למסחר בארה"ב גם בבורסה בתל אביב. האם מצב זה היה משנה את הישגיו של המדד המרכזי בתל אביב בשנים האחרונות? התשובה פשוטה, כן. כאשר בוחנים



למול אפשרויות גיוס ההון המוצעות בה, התועלת בשורה התחתונה מוגבלת מאד ועל כן ההעדפה הינה לוותר על הרישום הכפול ולפעול בשוק המרכזי בו הן פועלות. ציונות בלבד איננה מספיקה במקרה הזה.

על פי התפיסה הבסיסית של שוק ההון, השקעה במדדי המניות המרכזיים הינה בבסיסה לחשוף את המשקיע באופן רחב לביצועי הכלכלה המקומית שכן המדדים אמורים לשקף את פוטנציאל הצמיחה ברווחי החברות המובילות בשוק המקומי. כלכלה אשר עתידה להציג נתוני צמיחה גבוהים תייצר ציפייה בקרב המשקיעים להשיא תשואה על השקעתם בשוק המניות המקומי וכן מהתחזקות המטבע הנלוות לכך. בפועל, המצב בבורסה בתל אביב משקף זאת באופן חלקי הן בגלל היעדרותן של חברות היי-טק ישראליות הנסחרות בחו"ל והן מבחינת השתלבותן של חברות זרות אשר עיקר פעילותן אינו בישראל. גם לאחר הרפורמה שבוצעה במדדי הבורסה בתל אביב במהלך שנת 2017 אשר בעקבותיה גדל מספר החברות הנסחרות במדדים המובילים, לא נוצרה האפשרות למשקיעים בישראל להיחשף לחלק גדול מתעשיית ההיי-טק הישראלית.

בהסתכלות קדימה ניתן להניח כי בעתיד הקרוב, ככל הנראה, מדדי המניות בתל אביב וחלק ניכר מהמשקיעים ימשיכו שלא ליהנות מפרותיו של קטר ההיי-טק הישראלי.

הכותב הינו מנהל השקעות בבית ההשקעות פסטרנק שהם. הנאמר אינו מהווה תחליף לייעוץ/שיווק השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם ואינו מהווה הצעה לרכישת ני"ע או התחייבות להשגת תשואה כלשהיא. החברה מחזיקה או עשויה להחזיק ני"ע המוזכרים בכתבה.

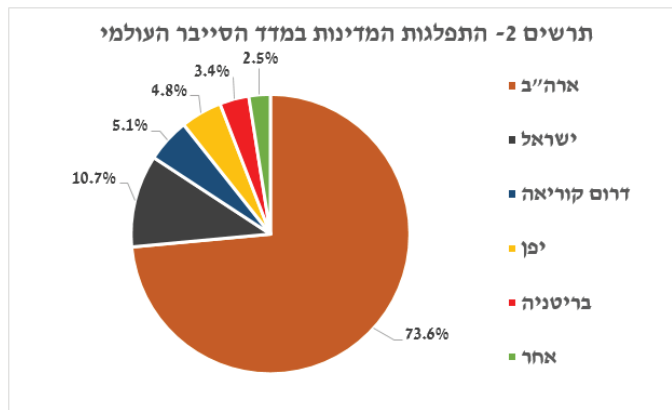


על חלוקת המדינות המרכיבות את המדד, מספר החברות הישראליות הנסחרות בו שני רק למספר החברות האמריקאיות הנסחרות בו (תרשים 2). אם שאלתם את עצמכם כמה חברות ישראליות הנסחרות במדד זה נסחרות גם בישראל התשובה לצערנו, אפס. נשאלת השאלה מדוע חברות היי-טק ישראליות רבות מעדיפות להדיר את רגליהן מהבורסה המקומית ולהיסחר הרחק מעבר לים.

סיבה מרכזית וראשונה במעלה היא בחינת סביבת התחרות של אותן חברות. אמנם, חברות רבות בוחרות להתאגד בישראל אך בפועל עיקר תחומי הפעילות של החברה ושל החברות המתחרות שלה נמצאים מחוץ לישראל. בנוסף לכך, שוק ההון הישראלי הוא שוק קטן שבעיקר מעניין את המשקיע הישראלי וככזה נתפס כפחות אטרקטיבי לחברות גלובליות המעוניינות לגייס הון. מבחינתן של החברות, מבנה השוק בארץ אינו

**כאשר בוחנים את ביצועי מדד ת"א 125 בשנתיים האחרונות מתגלה התמונה העגומה: התשואה שהשיג המדד הייתה הנמוכה ביותר בהשוואה למדדי המניות המרכזיים בעולם בתקופה זו.**

מאפשר לבצע ניתוח רחב של סקטורים ועל כן מעדיפות לקבל סקירות, המלצות וניתוחים של ניירות הערך שלהן מבעלי מומחיות בחו"ל שם ישנה חשיפה גדולה יותר לסביבה העסקית ויכולת לבחון את שווקי היעד של המוצר. בנוסף, בבואן של החברות לבחון את העלויות הנדרשות, הרגולציה ונטל המס עקב הרישום הכפול בבורסה בתל אביב





מדור פיננסי

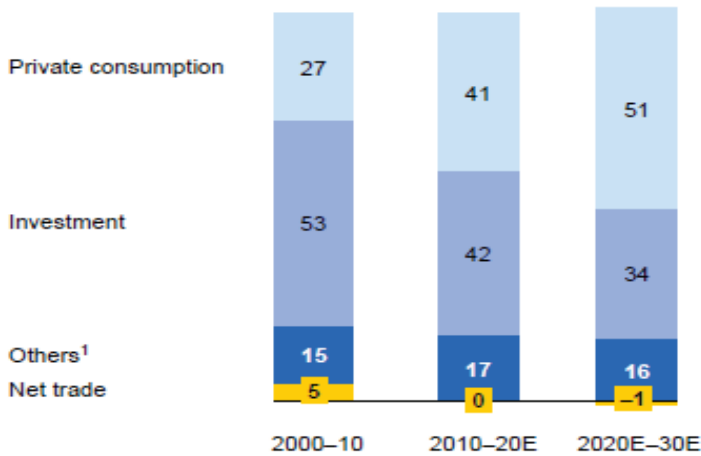
אלון אידן, דימונד קפיטל



# הרפורמות בסין והשפעתן על שוק האג"ח האסייתי

תרשים 1 - התפלגות מרכיבי הצמיחה בסין

Real GDP growth decomposition %



<sup>1</sup> Others include government consumption and inventory.

Source: Global Insights; McKinsey Insights China macroeconomic model update (2012)

אינדיקטור מעניין נוסף הינו כח הצריכה של מעמד הביניים בסין שהפך לכח הצרכני המשמעותי בעולם כבר לפני כשנתיים, כח הקנייה של מעמד הביניים בכל מזרח אסיה כבר שווה לזה של צפון אמריקה ואירופה יחדיו והוא צפוי להיות כפול מהן בתוך עשור אחד בלבד.

תרשים 2 - כח קנייה מצרפי של מעמד הביניים באזורים שונים:

	2010	2020	2030
North America	5,602 26%	5,863 17%	5,837 10%
Europe	8,138 38%	10,301 29%	11,337 20%
Asia Pacific	4,952 23%	14,798 42%	32,596 59%

בתחילת דצמבר הודיע הבנק לפיתוח אסיה כי כלכלת סין צפויה לצמוח ב 6.4% בלבד. זאת לעומת צמיחה של 6.8% בשנה החולפת. מאחר ומדובר בכלכלה השנייה בגודלה בעולם במונחי תוצר והכלכלה הראשונה בעולם במונחי צמיחת התוצר, רבים מתעסקים בשאלה האם סין תוכל להמשיך לצמוח באותם קצבים בהם צמחה בעשורים האחרונים?

התשובה לכך היא ככל הנראה שלילית, כבר חלפו הימים בהם צמחה הכלכלה הסינית בקצב דו ספרתי ואף צמיחה של 7.5% 6.5% שראינו בשנים האחרונות כנראה שכבר לא תחזור.

אך מה שרבים מתעלמים ממנו הוא טיב הצמיחה ואיכות מנועי הצמיחה של סין ושל כלכלות אסייתיות נוספות.

במשך שני עשורים ניצל הממשל הסיני חלק מיתרות ההון האדירות שלו לביצוע השקעות חסרות תקדים בתשתיות הלאומיות בסין. היקף העולה על זה של ארה"ב ואירופה יחדיו!!!

לדוגמא, בשנת 2017 הושקעו יותר מ 400 מיליארד דולר בתשתיות תחבורתיות בלבד.

ההשקעה הממשלתית העצומה יצרה צמיחה אדירה אך הכל הבינו כי לא ניתן להמשיכה לעוד זמן רב. כל אדם המבקר בסין נוכח לראות כי במרבית המקומות מצב התשתיות משתווה ובלא מעט מקרים אף מתעלה על מצב התשתיות במדינות המפותחות. כעת הגיע הזמן לעבור שלב, לצמיחה מבוססת צריכה פרטית והשקעות של חברות. זהו המצב בו נמצאת הכלכלה הסינית כיום.





מדור פיננסי

מגבלה אשר משיגה גם יעד נוסף והוא הורדת המינוף של החברות הציבוריות.

כמשקיעים אשר מנסים להעריך את הסיכונים הטמונים בשוק אנו בוחנים מספר כיוונים: מיתון, מינוף גבוה ומצוקת אשראי וכן גורמים לא כלכלים כגון זעזועים גיאופוליטיים.

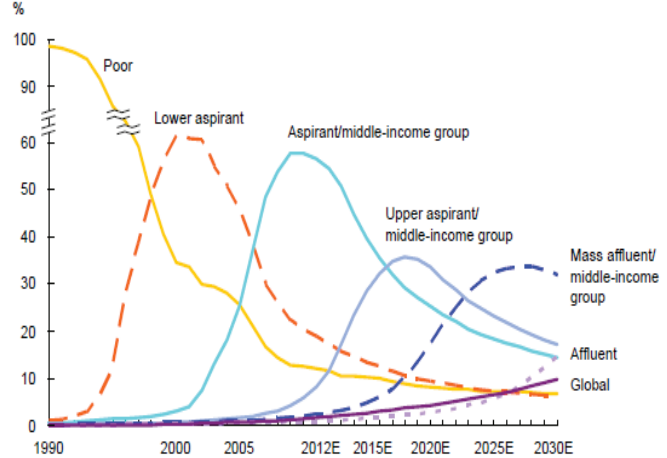
הכלכלות האסייתיות נמצאות במגמת צמיחה כמו כן הן נהנות מהצמיחה שהתחדשה במדינות גוש היורו וארה"ב על כן בטווח הקרוב נראה כי סיכון המיתון הינו נמוך מאוד. כמו כן, הסיכון הגיאופוליטי יחסית אינו משמעותי. מנהיג סין נבחר ל 5 שנים נוספות, בהודו ובאינדונזיה יערכו בחירות רק באמצע 2019. רעש הרקע היחיד מגיע מכיוונה של צפון קוריהא. על אף שהסבירות לעימות צבאי באזור נמוכה מאוד, הדבר מעלה את פרמית הסיכון הנדרשת בהשקעה באג"חים בדרוג גבוה ולטעמנו הם אינם נסחרים כעת בתשואה המשקפת פרמיה זו.

גם סיכון של בועת נדל"ן הוא לדעתנו נמוך ממה שחושבים משקיעים זרים רבים. שוק המשכנתאות עודנו קטן מאוד ביחס לכלכלה, שוק נגזרות האשראי מבוססות משכנתאות ושוק הלוואות הסאבפריים כמעט ואינם קיימים באזור זה ולכן גם במקרה של ירידה חריפה במחירי הנדל"ן איננו צופים התרסקות של השוק אלא תיקון טכני. אל מול כל אלה, יש לזכור כי בחלק גדול ממדינות העולם כולל מדינות מזרח אסיה, שוק המניות נמצא בשיא כל הזמנים והמכפילים גבוהים משמעותית מהמוצע הרב שנתי. שוק האג"ח הממשלתי והקונצרני בדרוג השקעה נסחר בתשואות אפסיות וגם שוק ה-HIGH YIELD חווה ירידת תשואות מתמשכת מזה כשנה וחצי. ולכן תיקון טכני או תמחור מחדש פרמיית סיכון הינו בעל סבירות גבוהה.

אין לדעת מתי זה יקרה, בעוד יום, חודש או שנה אך ההסטוריה מראה כי תמיד לאחר תקופה ארוכה של שוק שורי וירידת התשואות מגיע הרגע בו המשקיעים מחליטים כי התשואה הפוטנציאלית הגלומה בשוק איננה מספקת ואינה עונה על הסיכון הגלום בהשקעה ועל כן הם מושכים את כספם. תנועה זו גורמת לירידה במחירי אגרות החוב וכפועל יוצא עליית תשואות וחזרה של המשקיעים אל השוק. מאחר ושוק החוב האסייתי עדיין מייצר תשואה נאה מאוד ביחס למקביליו בשאר העולם אנו ממשיכים להחזיק בדעה שיש להחשף אליו ועוד אחת כמה וכמה מול התשואות הנמוכות באירופה, ארה"ב וישראל. עם זאת, מאחר ועקום התשואות שטוח מאוד והתיקונים נותנים להיות משמעותיים מאוד אך קצרי טווח, אנו סבורים כי האסטרטגיה הטובה ביותר היא אחזקת מח"מ קצר מאוד בנוסף לרכיבי נזילות שמטרתם ניצול הזדמנויות וכניסה חזקה לשוק במקרה ואכן מתרחש תיקון משמעותי.

### תרשים 3 - חתכי אוכלוסיה בסין לפי הכנסת משק בית

Number of urban households by income bracket<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Per household per year disposable income in 2005 real renminbi (RMB). Brackets are defined by household annual income as follows: global, >RMB 227,000; affluent, RMB 171,000-RMB 227,000; mass affluent, RMB 114,000-RMB 171,000; upper aspirant, RMB 79,000-RMB 114,000; aspirant, RMB 45,000-RMB 79,000; lower aspirant, RMB 28,000-RMB 45,000; poor, <RMB 28,000.

Source: McKinsey Insights China macroeconomic model update (April 2012)

כפי שניתן לראות בתרשים 3, האוכלוסיה המקומית הופכת אמידה יותר ויותר. המשכורות בסין עלו בשנים האחרונות בקצב שנתי דו ספרתי וסין כבר איננה המקום האידיאלי ליצור מוצרים פשוטים עתירי הון אנושי. יצור מוצרים אלו עובר למדינות השכנות בעוד שכח היצור הסיני עובר לייצר יותר ויותר מוצרים עתירי טכנולוגיה וידע וחלק גדול מהכלכלה מוסט למגזר השרותים כנהוג בכלכלות מפותחות.

### במהלך שנת 2017 חזינו במספר ארועים ותמורות אשר צפויים להיות בעלי משמעות גם בשנים הקרובות.

ב-18 באוקטובר התכנסה הוועידה של המפלגה הקמוניסטית בפעם ה-19 מאז הוסדה. המפלגה אישרה את מנהיגותו של שי ג'ינפינג לעוד 5 שנים (ואף שידרגה את מעמדו) מה שצפוי להקנות לה ולנו שקט פוליטי לתקופה לא מבוטלת.

בנוסף, לראשונה מזה שנים רבות לא הוכרז יעד צמיחה רשמי. צעד זה בא יד ביד עם ההכרזה כי הדגש הוא על איכות הצמיחה ולא על גובה הצמיחה.

**יצוב המטבע** - במהלך כל השנה נקט הבנק המרכזי במספר אמצעים בכדי למנוע את החלשותו של היואן מול הדולר. מהלך שהצליח היטב ואף הוביל להתחזקותו של היואן ב-5%.

בין היתר נעזר הבנק המרכזי ביתרות המט"ח האדירות שלו וכן בשליטתו במערכת הבנקאית והפיקוח על שוק ההון. אחד המהלכים המעניינים בהם נקט הבנק הוא ההגבלה על גיוס חוב נקוב במט"ח.



מדור פיננסי

רו"ח ראובן שיף, RSM שיף הזנפרץ ושות' רו"ח

שיף הזנפרץ ושות' רואי חשבון

RSM



# מרבח נכסים מרבה דאגה? מלחמתה של רשות המיסים בישראל בהון השחור.

את הנסיבות לנגישות יותר היות וניתן לחשוף כמעט כל מידע, מה שגורם לכך שמדינות האוספות מידע הן גם מעניקות מידע. מסתבר כי במקרים רבים קיימות לרשויות המס במדינות רבות יכולות מודיעין טובות המקנות להן אפשרות לברר מהיכן נובעים מקורות ההון והכנסות של אזרח זה או אחר. זאת ועוד, שיתוף הפעולה והחלפת מידע שבין מדינות ה-OECD הולך ומעמיק וקורא לכל המדינות החברות בו, להחליף ביניהן מידע באופן גורף מה שמקטין את אלמנט הסודיות מצד אחד, ומגדילה משמעותית את הסיכון לחשיפת ההון וההכנסות מול רשויות המס, מצד שני. אני סבור כי, המגמה שאנו עדים לה היום בעולם לפיה מועבר מידע בין רשויות במדינות הוא נכון וראוי וארצות הברית שמובילה קו מאד נוקשה בנושא של איסור הלבנת הון היא הסמן הימני של הטרנד. כמו כן, הבנקים בשוויץ שהיו מעוזי סודיות לוחצים כיום על לקוחותיהם להכשיר את ההון המופקד אצלם או לחילופין לוחצים על הלקוחות ולסגור לאלתר את החשבונות.

## במאמר זה ריכזתי עבורכם את עיקרי הנוהל החדש של גילוי מרצון והוראת השעה:

### נוהל גילוי מרצון:

- הנוהל יחול מיום 12 בדצמבר 2017 ועד ליום 31 בדצמבר 2019, למעט פרק ד' (בקשה אנונימית) שיחול עד ליום 31.12.2018.
- הבקשה האנונימית תוגש לסמנכ"ל בכיר לחקירות ומודיעין של רשות המסים בלבד ורק הוא יהיה מוסמך לאשרה
- הבקשה תכלול את כל המידע הרלבנטי לרבות שנות המס הרלבנטיות, מקור ההכנסה, מקור ההון, פירוט סכום ההכנסה שהושמטה ואומדן המס לתשלום. לבקשה יצורפו כל המסמכים הרלבנטיים.
- הנוהל יחול על עבירות על-פי חוקי המס המפורטים להלן:
  - פקודת מס הכנסה
  - חוק מיסוי מקרקעין
  - חוק מס ערך מוסף
  - חוק מס קנייה
  - חוק מסי מכס ובלו

ביום 12 בדצמבר 2017 הודיעה רשות המיסים על חידושו של נוהל גילוי מרצון והוראת השעה על בקשות לגילוי מרצון. מטרת הנוהל והוראת השעה הינה לעודד נישומים (עוסקים, יחידים ובעלי תפקידים בתאגידים שעברו עבירות על חוקי המס השונים), לתקן את דיווחיהם ולדווח נתוני אמת.

ע"פ הנוהל, רשות המיסים, בתאום עם פרקליטות המדינה, לא תנקוט בהליכים פליליים כנגד מי שיבצע גילוי מרצון בתנאים שנקבעו.

אף אחד לא אוהב לשלם מיסים! בין אם זה אדם פרטי או תאגיד עסקי, אשר על כן רשויות המס במדינות המערביות וביניהן גם מדינת ישראל, משקיעות מאמצים ומשאבים רבים על מנת להקטין את היקפי העלמות המס. אני מברך את רשות המיסים ואת משרד המשפטים כשהחליטו על חידושו של נוהל גילוי מרצון ומתן חלון הזדמנות נוסף להגיש בקשות של גילוי מרצון.

המהלך הקודם של נוהל גילוי מרצון היה מאד מוצלח, שכן מעבר לכך שנגבה מס בסכום של כ-3 מיליארד שקל הרי ש"הוכשר" הון בסך של כ-20 מיליארד שקל שפירותיו יבואו לידי ביטוי בשנים הבאות.

אני סבור כי, חלק גדול מההון הבלתי מדווח, הנמצא הן בארץ והן בחו"ל, מקורו אינו בפעילות "עבריינית" אלא נובע בעיקר מחוסר ידיעת החוק ובעיקר בשל שינויי החקיקה התכופים שחלו בעשור האחרון. בתחילת שנות האלפיים, התיר הדין לתושבי ישראל להחזיק נכסי נדל"ן ונכסים פיננסיים בחו"ל, שפירות ההכנסה מהם לא היו חייבים במס בישראל. אולם, ב-2003 חל שינוי בשיטת המס הישראלית, שמהותו היא כי המיסוי יהיה פרסונאלי ולא עוד טריטוריאלי לפי החוק שהיה קיים במשך שנים רבות עד לאותו מועד. קרי, שיטת המס הפכה משיטה טריטוריאלי לפיה חבות המס הינה לפי מיקומו של ההון, לשיטה פרסונאלית לפיה חבות המס נקבעת על פי מקום התושבות של הנישום. כלומר, מאותו מועד חבותו במס של כל נישום ונישום תהיה בין אם ההון והנכסים נמצאים בישראל ובין אם מחוצה לה.

יתירה מכך העידן הדיגיטלי בו אנו חיים היום מעניק משנה תוקף לפריסה הגלובלית של עסקים בעולם ומסייע לרשויות האכיפה להפוך



- חוק איסור הלבנת הון
- כל הוראה לעניין מס בחוק או על פיו, המתייחסת לאחד או יותר מהחיקוקים המנויים בפסקאות שפורטו לעיל.
- הנוהל לא יחול על הכנסות שמקורן בפעילות לא חוקית.
- הגילוי מרצון יהיה כן ומלא ויעשה בתום לב.
- תנאים נוספים להליך הגילוי מרצון:**
- במועד הפניה לגילוי מרצון לא נערכה חקירה או בדיקה בעניין המבקש על-ידי רשות המסים ("חקירה ובדיקה" - לרבות לגבי בת/בן הזוג של המבקש וחברות שבשליטתם).
- במועד הפנייה לגילוי מרצון אין בידי רשות המסים מידע הקשור לגילוי מרצון, לרבות ביחס לבת/בן הזוג של המבקש, חברות שבשליטתם וכו'.
- במועד הפניה לגילוי מרצון לא נערכה בדיקה או חקירה בעניין המבקש, בת/בן זוגו או חברות בשליטתם על ידי משטרת ישראל בעניין הקשור לבקשה לגילוי מרצון.
- רשות המסים רשאית שלא לאשר בקשה לגילוי מרצון אם קיים מידע הקשור לבקשה לגילוי מרצון ברשות שלטונית אחרת, באמצעי התקשורת, בכתבי בית דין או בפרוטוקולים או בכל מסמך אחר בהליכים אזרחיים ופליליים המתנהלים בערכאה שיפוטית בישראל או בחו"ל.
- אדם זכאי ליהנות מהליך גילוי מרצון פעם אחת בלבד. בקשה נוספת תתקבל רק בנסיבות מיוחדות, כגון מחלה קשה של המבקש, גיל מתקדם וכדומה.

### הוראת שעה על בקשות של גילוי מרצון - פירוט המסלולים המסלול האנונימי

- הגשת בקשות אנונימיות במסגרת הוראת השעה תתאפשר מיום 12 בדצמבר 2017 ועד ליום 31 בדצמבר 2018.
- כל הוראות הנוהל יחולו, בשינויים המחויבים, גם על בקשות במסלול האנונימי.
- הבקשה האנונימית תוגש לגורם המוסמך בלבד ורק הוא יהיה מוסמך לאשרה.
- הבקשה תכלול את כל המידע הרלבנטי לרבות שנות המס הרלבנטיות, מקור ההכנסה, מקור ההון, פירוט סכום ההכנסה שהושמטה ואומדן המס לתשלום. לבקשה יצורפו כל המסמכים הרלבנטיים.
- הגורם המוסמך יפנה את הבקשה האנונימית לפקיד השומה, ממונה תחנת מע"מ, מנהל מיסוי מקרקעין וכדומה על-מנת לברר את חבות המס הנובעת ממנה.
- בתוך 180 ימים ממועד קבלת הבקשה על ידי הגורם האזרחי, יחתום בא כוח המבקש על טיוטת הסכם שומה המתייחס להכנסות וחבות המס בקשר לגילוי מרצון בלבד וימסור לגורם המוסמך את שמו של המבקש, להמשך הבדיקה והטיפול בבקשה. לגורם האזרחי הרלוונטי קיימת אפשרות להאריך את הטיפול בבקשה ב - 90 ימים נוספים.
- לא נמסר שמו של המבקש כמפורט לעיל במועד שנקבע, תידחה הבקשה ורשות המיסים תוכל להשתמש בנתונים שנמסרו בבקשה כראיה בכל הליך פלילי ואזרחי

### מסלול מקוצר

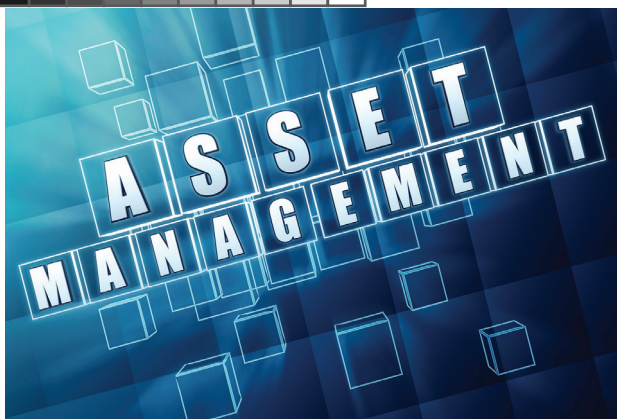
- הגשת בקשה לגילוי מרצון במסלול מקוצר תתאפשר כאשר סך ההון שנכלל בבקשה לגילוי מרצון אינו עולה על 2 מיליון ₪ וההכנסה החייבת הנובעת ממנו אינה עולה על 0.5 מיליון ₪ בשנות הדיווח. ניתן להגיש בקשה לגילוי מרצון במסלול מקוצר כלהלן:
- לא תתאפשר הגשת בקשות אנונימיות.
- כל הוראות הנוהל יחולו, בשינויים המחויבים, גם על בקשות במסלול המקוצר.
- הבקשה תוגש לגורם המוסמך, בצירוף לדוחות השנתיים או דוחות אחרים רלבנטיים כשהם מתוקנים לתקופת הגילוי.
- מצא הגורם המוסמך כי הבקשה עומדת בתנאי הנוהל לגילוי מרצון, יאשר את הבקשה ויעבירה להמשך טיפול לגורם האזרחי הרלבנטי שיקלוט את הבקשה, יתקצר אותה ויוציא לפונה שובר תשלום על סכום המס הנובע מהבקשה.
- שילם הפונה את סכום המס הנובע מהבקשה בתוך 15 ימים מיום מסירת הודעת התשלום, לא יפתח כנגדו הליך פלילי לגבי המידע שמסר בבקשה וסכום המס ששילם במסגרת הליך זה.

### קיצוז הפסדים

- במסגרת הוראת השעה ניתן יהיה לקזז הפסדים ולתבוע זיכויים שנובעים מהגילוי מרצון רק כנגד הכנסות פירותיות או רווחי הון, לפי העניין, המדווחים בגילוי מרצון ורק בשנות השומה אליהן מתייחס הגילוי מרצון.
- הפסדים שלא קוזזו בשנות השומה עליהן דווח בגילוי מרצון לא יותרו בקיזוז בשנים שלאחר מכן.
- לא יתאפשר לקזז הפסדים /לתבוע זיכויים על המס הזר עליהם הוצהר כבר בדוחות שהוגשו קודם לבקשה לגילוי מרצון כנגד רווחים או הכנסות שעליהם הוצהר בגילוי מרצון.

**לסיכום, אני סבור כי, זוהי שעת רצון לאותו ציבור רחב שלא דיווח על הון פיננסי או ריאלי וכן על אותן הכנסות שצבר מכך לכפר על מעשיו ללא כל סנקציה פלילית. כמובן חשוב מאד להיעזר ולהיוועץ באנשי מקצוע טובים על מנת שהתהליך יעבור בצורה נכונה ומקצועית.**

רו"ח ראובן שיף הינו שותף מנהל וממייסדי RSM שיף הזנפרץ ושות' רו"ח, נשיא לשכת רואי חשבון לשעבר. RSM שיף הזנפרץ ושות' רו"ח מעניקים ליווי מקצועי גם בהליך של גילוי מרצון כמו גם בשירותים נוספים בתחומים של מיסוי מקומי ובינלאומי. \* מאמר זה מטרתו להביא לידיעתכם מידע מקצועי בסוגיות שהוזכרו לעיל ואינו מהווה תחליף ליעוץ מקצועי.



without any in-house biases. Freedom to scour the market for superior product and freedom to conduct original research should encourage asset purchases fashioned by conviction untainted by attachment and bias.

Fees throughout the fund industry have been subject to increasing scrutiny. Investors rightly demand that asset management firms design fee structures which are reasonable and which align their interest with those of their investors. Independent specialists asset managers, who tend to be focused on alternative or more complex strategies, generally tick this box quite ably as a very significant part of their fees come from performance fees or carry rather than base management fees or other revenue lines. Similarly, partnership structures and employee ownership have the potential to ensure long-term focus and alignment of interest with investors.

An independent specialist manager which fits the profile we have described above will benefit from the sponsorship of sophisticated investors, institutional and private. As a result, good communication between investor and asset manager will be considered a vital competitive advantage and will be nurtured by the manager. Investors are likely to benefit from regular and meaningful conversations with informed senior market-savvy personnel as much as the manager will value input from investors about their market views, challenges or opportunities and general long-term objectives.

The benefits of the independent specialist asset management business model, some of which were noted above, have not escaped the attention of industry heavyweights. Jack Inglis, CEO of Alternative Investment Management Association (AIMA), suggests that entrepreneur-led smaller asset managers are “often the cradle of the industry’s innovations, being able to invest in niche markets without capacity concerns”. Inglis ventures further to add that, “Frequently, they are among the industry’s best-performers”.

### Has Goliath killed David?

Readers may believe that, at least in the context of our musings, this has indeed been the case. The number of new independent asset management firms being opened has slowed with several reasons being cited such as the recent increased burden of regulatory compliance or the lure of achieving economies of scale

and an increased bottom-line through M&A activity<sup>(4)</sup>. However, this view will ignore a non-trivial number of managers who, by making a significant personal capital commitment, leveraging new technologies and offering an attractive long-term professional opportunity to like-minded professionals have managed to create this new breed of independent, specialist firms. These managers also see the regulatory overhaul implemented since the global financial crisis as a potential positive development, generating a barrier of entry to less capitalised competitors and offering potential investors the benefits of a truly institutional platform able to support their operational requirements. Investors who want to have the opportunity to work with independent specialists have reason for optimism. Many of the teams who set up their stalls in pursuit of their desire to achieve professional fulfilment and performance for their investors are proving to have a strong case to remain. We should expect fewer but stronger Davids.

David Spence has worked in financial services for over 20 years. He spends his time undertaking Business Development duties for Fair Oaks Capital. Fair Oaks Capital was launched in October 2013. In June 2014, Fair Oaks’s inaugural fund was listed on the London Stock Exchange with a size of \$1.14mm. Today, Fair Oaks Capital manages approximately \$2bn of investors’ capital and has fifteen staff in its London and New York offices. The firm is wholly owned by its principals. Fair Oaks has a single business line – asset management – and there are no conflicting internal businesses.

- (1) See for instance: “Why are Independent Asset Managers so Popular”, Investment Week, September 22, 2015, “Independent Asset Managers Thrive in Crisis”, New York Times, April 28, 2013 or “Boutique asset managers offer competitive advantages”, Investment News, May 30, 2010
- (2) See, for instance, Preqin’s June 2017 Report “Emerging Hedge Funds: Can They Outperform?” where they analyzed 867 Emerging Manager Funds and 14,494 Total Hedge Funds. Emerging Managers yield a 5-year annualized return of 12.2% relative to 7.7% of All Hedge Funds.
- (3) According to McKinsey’s February 2015 report “The \$64 trillion question: Convergence in asset management”, Alternative assets hit a record high of \$7.2 trillion in 2013 and the category had doubled in size since 2005, with global assets under management (AUM) growing at an annualized pace of 10.7 percent, twice the rate of traditional investments.
- (4) See, for instance: “Emerging hedge fund managers - challenges and solutions”, Hedgeweek, September 23, 2016 or “The Critical Challenges For Emerging Hedge Fund Managers”, Hedge Fund Insight, April 30, 2017



David Spence, Fair Oak Capital



# The future of asset management: David Shrugged?



*Large multi-line asset management firms have been getting bigger through mergers, acquisitions and aggressive asset-gathering marketing. A recent study by Towers Watson concluded that the twenty largest asset management firms manage a monstrous 41.9% of the industry's total AUM. In a size-obsessed asset management world, is big the only beautiful?*

## Why focus on independent specialist asset managers?

A number of analysis and research pieces have historically tried to assess the potential competitive advantages of independent managers versus those which are publicly listed or owned by a specific bank, insurance company, private equity firm or other multi-business-line financial conglomerates <sup>(1)</sup>. Similarly, news articles and academic research have tried to identify potential competitive advantages of specialist managers, focused on specific segments of the investment universe vs generalist investors <sup>(2)</sup>.

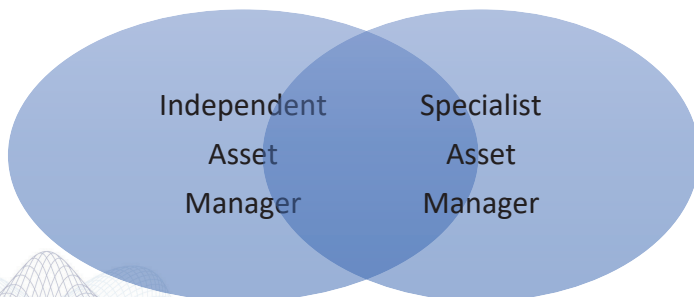
particularly very successful private equity firms, have led, since before the global financial crisis, a significant consolidation process, acquiring teams or organically expanding into other alternative investments such as real estate, corporate credit or direct lending. Consolidation and organic growth supported by very strong marketing teams have created multi-hundred billion managers focused on non-traditional assets<sup>(3)</sup>.

## The competitive advantages of independent specialist managers

Specialist managers focus strong specialist teams on targeted investment areas. This concentration limits AUM growth but facilitates faster reaction times and speed of execution when market opportunities present themselves. Independent specialists may also benefit from a larger relative investment universe and less competition, as multi-billion AUM funds compete for a limited number of large or scalable opportunities while fewer specialist managers can focus on niche areas or geographies, with limited competition.

The ownership and staffing of independent, specialist firms should also have positive consequences for their ability to be innovative. Consider that most specialists are owned and staffed by professional personnel who have considerable experience in larger firms, and, quite often, a passion for investing in their chosen market without the constraints that size and a commercial focus on AUM brings. Correspondingly, they will implement their own tried and tested investment processes across the whole firm and are free to refine and further develop them focusing on performance rather than AUM growth.

Freedom, brought about by independent ownership, can help an asset manager unleash their skill. Independent asset managers are free to source investments from multiple external counterparties; they usually do not have in-house product created by internal departments that they may feel obliged to support. Moreover, the asset manager can conduct his/her investment research



**Our interest in independent and specialist managers** is the result of recent changes in the market, particularly the growth of multi-strategy alternative managers. Leading alternative investors,







**Cédric Kohler, Head of Advisory, Fundana**



**Fundana**  
ASSET MANAGER



# On movies and Hedge Funds

Have you ever left the cinema utterly disappointed? Despite the film starring your favorite actor, it left you completely cold. You were never convinced, too conscious of the acting to immerse yourself in the story. How many actors have gone through tough patches with little creativity or mojo? Yet despite a significant difference between their best and worst performances, you continue to go to their new movies, right? So the question is, why should it be any different for your Hedge Fund allocation?

I would bet you that implicitly he is talking about his poor manager selection.

Many think they can avoid that problem by just selecting the best performing funds over the last few years, just like you select the next movie you will see because your favorite actor is in it. But this ignores the fact that manager performance is also not stable through time. This approach typically generates more deception than added value!

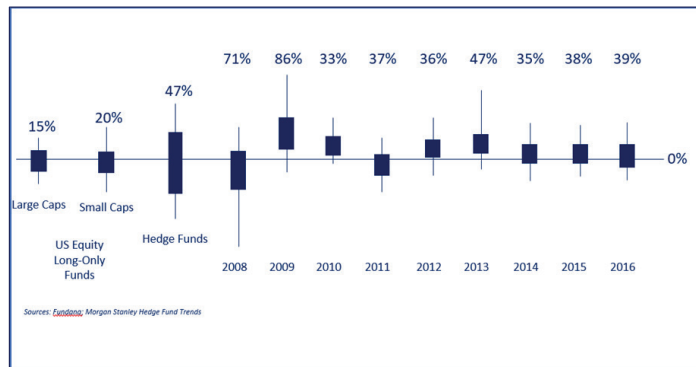
## First Scene: Dispersion Of Returns, A Little-Known Challenge

We often hear from investors that Hedge Funds do not work. That the returns of this “asset class” are no longer attractive and that the risks do not justify an investment. Are these investors honest with themselves? Many of them ignore a central feature of Hedge Funds: the dispersion of returns. The difference between the best and worst managers is huge and makes manager selection critical for a successful investment.

As can be seen from the chart below, the difference between the best and the worst Hedge Fund managers is on average 47% per year! This is more than twice that of traditional asset classes such as US Large Cap funds at 15%, or US Small Cap funds at 20%. In addition, this dispersion is not stable through time and increases during and after crisis periods. In other words, even if your index finishes up in a given year, your portfolio could generate a negative performance simply due to poor manager selection.

Even amongst investment professionals, the size of this challenge is poorly recognized. And so, when someone tells you that Hedge Funds do not work,

Dispersion of Hedge Funds and US Long/Only Funds' returns





מדור פיננסי

ד"ר דן אקס ודור לי-לו, אי בי אי TECHFUND



# תשואות לעומת חלומות Start-up nation

להשקעה בחברות אלו? שאלה זו הינה שאלה קריטית כיוון שאיתור חברות והשקעה בהן מהווה את המפתח להצלחה ולהחזרי תשואה למשקיעים. מחקרים אקדמאיים רבים מצביעים על: "דפוסי התנהגות" ייחודים של אותן חברות מוצלחות בצורה יוצאת דופן. ראשית, מסתבר שחברות אלו מאופיינות בכך שהן בוחרות בעצמן את המשקיעים איתם הם ייצאו למסע הארוך להצלחה ולא להיפך כפי שנהוג לחשוב לעיתים. כלומר, סיבובי ההשקעה בחברות אלו מאופיינים במקרים רבים במצב של oversubscription כבר משלבי הגיוס הראשוניים והמשקיעים נלחמים על האפשרות להשקיע את כספם בחברות האלו - מכאן לחברות יש אפשרות בחירה מי יהיה המשקיע בהן.

השאלה השנייה ששאלנו את עצמנו, היא את מי החברות הללו בוחרות? כלומר, עם אילו משקיעים יעדיפו חברות יוצאות דופן לצאת למסע? בנקודה זו חשוב להבין שבניגוד למשקיעים פיננסיים במניות נסחרות, המשקיעים בחברות הטכנולוגיה הינם משקיעים אקטיביים ברובם, והם לוקחים חלק פעיל בעזרה לחברות. הדבר מתבטא בכלל היבטים כגון תמיכה באיתור אנשי מקצוע לחברות, תמיכה מוראלית ורגשית ביזמים הצעירים, מתן ייעוץ אסטרטגי ועוד. מסתבר שמעל כל אלה עומדת תרומה משמעותית יותר המהווה את המפתח לבחירת המשקיעים על ידי החברות הללו: ה-Network שהמשקיעים מביאים איתם. כלומר, היכולת של המשקיעים להוביל את החברה לקרנות, למומחי תוכן, ולמשקיעים הטובים בעולם אשר חלק גדול מהם פועלים בדרך כלל במקומות שונים בעולם כגון עמק הסיליקון. כלומר היזמים המבטיחים ביותר, שיכולים לבחור את המשקיעים שלהם, ייבחרו משקיעים אשר יכולים בשלבים מאוחרים יותר לפתוח את הדלתות בחברות הטכנולוגיה המובילות בעולם, ולמשקיעים המובילים בעולם. הסיבה היא בין השאר על מנת לבחון את העניין במוצר אותו מפתחת החברה הצעירה (ענקיות הטכנולוגיה העולמיות הן אלו שבמקרים רבים רוכשות חברות טכנולוגיה צעירות). מכיוון שכך, השאלה החשובה ביותר שמשקיעים ישראלים השוקלים להישקף להשקעות בתחום הטכנולוגיה, צריכים לשאול את עצמם היא - האם ההשקעה בתחום תתבצע לצד משקיע שחברות מוצלחות בצורה יוצאת דופן כפי שהוזכר פה, עשויות לבחור. בשונה מתעודות סל ומכשירים אחרים - פקטור זה הינו הפקטור הכי דומיננטי בבחירה מושכלת של מכשיר השקעה בתחום של טכנולוגיה עילית.

המקור לנתונים הינו מאגר המידע IVC

הקטר של המשק הישראלי, תעשיית ההייטק מספקת כותרות על הצלחות למכביר אשר סיפקו תשואות פנומנאליות למשקיעים בהן (mobileye, Wix, m-systems, Argos), יחד עם זאת לצד ההצלחות הגדולות ישנם חברות רבות אשר אינן מצליחות וכסופו של דבר נסגרות וגורמות להפסדים עבור המשקיעים בהן. השאלה המעניינת שהתחלנו את רעיון הקרן ממנה היא: מהי התשואה הממוצעת שמניב הנכס שנקרא Start-up nation. כלומר, נניח שיכולנו להשקיע בכל סטארט-אפ בישראל בדיוק את הסכומים שהושקעו בו - גם בכל הסטארט-אפים שגרמו להפסדים, אבל מצד שני גם בסיפורי ההצלחה הגדולים - מהי התשואה שהיינו מצליחים לייצר, והאם תשואה זו קונסיסטנטית על פני הזמן?



לצורך הבדיקה, בחנו את כל ההשקעות שהתבצעו בחברות start-up שהוקמו בשנה מסוימת<sup>1</sup>, ועקבנו אחר האקזיטים אשר הניבו החברות האלו לאחר כ-8 שנים (זמן ההבשלה הממוצע של חברת טכנולוגיה). כדי להקטין את העיוותים העלולים להיגרם, ולבדוק קונסיסטנטיות - ביצענו את הבדיקה עבור כל ההשקעות שהבשילו בכל שנה מהשנים 2011-2016 (סה"כ 6 פעמים). הנתונים שמצאנו הצביעו על כך שנכס הבסיס שנקרא start-up nation (כלומר תעודת סל תיאורטית שמאפשרת לנו לעקוב ולהשקיע דולר על כל דולר שנכנס לתעשייה) הוא נכס שמניב פרמיה לא קטנה על מדדים פסיביים כגון ת"א 35 ו/או ת"א 125.

כאשר מתעמקים בנתונים, מבינים שנתון זה מטעה מעט, כיוון שפילוח החברות על פי החזרי תשואה מצביע על כך שכ-30% מהחברות נסגרות לחלוטין (מחזירות 0 דולרים על הכסף שהושקע בהן) ושיעור נוסף של חברות מניב תשואה שלילית (מחזיר סכום הנמוך מההשקעה). למנוסים בתעשייה, הנתון אינו מפתיע כיוון שקיים כלל אצבע ידוע בתחום ההון סיכון שאומר שמספר מצומצם של חברות נבחרות הן המקור לתשואה ולהחזר של מרבית הכסף שהושקע בענף. נהוג בתעשייה להתייחס ליחס של כ-1:20. כלומר, חברה אחת מ-20 חברות פורטפוליו צפויה להחזיר את מירב ההשקעה לקרן הון סיכון במוצע (חברה מוצלחת בצורה יוצאת דופן).

לאחר עיבוד הנתונים, השאלה ששאלנו את עצמנו היא כיצד מאתרים את אותן חברות? האם לחברות אלו, שמהוות מיעוט בתעשייה יש מאפיינים בולטים? וחשוב לא פחות - האם ישנו שלב, שבו אפשר להיכנס

# קרנות נאמנות

שם הקרן	מספר נייר
FOREST עיטם (3B) (!)	5108501
FOREST 20/80 (2B)	5118674
FOREST אג"ח (1B) (!)	5108519
FOREST *10/90 (1B)	5125265 <b>חדש</b>
FOREST אג"ח מדורג (0A) (!)	5116629
FOREST אג"ח (0A) (!) אגם	5106562

## דבר מנהל הקרן:

אנו סבורים כי בימים אלו סדרות האג"ח במח"מ הארוך טומנות בתוכן סיכונים רבים ומחירן אינו מגלם כראוי סיכונים כגון: אינפלציה/דפלציה/הרעה בסביבה העסקית/הנאלת ריבית. בהתאם, אנו בוחרים להימצא בקצה הקצר של המח"מ הבינוני ו"לוותר" על רווחי ההון של המח"מ הארוך. **»**

צרו קשר עם חברת פורסט:

מאור גרינס 054-6362270 / info@forest.co.il / רעות מלצר: 052-6063601

Integrity  
Research  
Performance



חברת פורסט קרנות נאמנות בע"מ הינה מנהל הקרנות. הכללת הסימן (!) בשם הקרן משמעותו, כי על פי מדיניות ההשקעות של הקרן, שיעור החשיפה האפשרי של הקרן לאג"ח שאינו בדירוג השקעה (אגרות חוב קונצרניות ו/או אג"ח שהנפיקה מדינה ישראל, שאינה מדורגת או שהיא מדורגת בדירוג נמוך מ-BBB- או דירוג מקביל לו) עשוי לעלות על שיעור החשיפה המרבי של הקרן למניות. החל מיום 14.05.2017 הקרן לא תיצור חשיפה לסיכון אשראי של תאגידים בנקאיים אשר אינם נמנים עם קבוצת הדירוג הראשונה באמצעות הפקדת מזומנים ופיקדונות אכהגדרתה בנספח להוראה למנהלי הקרנות והנאמנים בדבר הסדרת נושא הקסטודיאן וחובת גילוי בדבר חשיפת קרן לגורמי סיכון אשראי מיום 14.11.2016. במקרה בו בנק שמזומנים ופיקדונות שבנכסי קרן מופקדים אצלו עבר מקבוצת הדירוג הראשונה כאמור, לדוגמה נמוכה ממנה או חדל להיות מדורג, באופן שהשקעות הקרן חרגו ממדיניות ההשקעות שלה כאמור לעיל, יתאים מנהל הקרן את השקעות הקרן למדיניות ההשקעות עד תום יום המסחר העשירי מיום שהחלה החריגה. ביחס לקרן "FOREST אג"ח מדורג (0A) (!)" בשל מגבלות השקעה הקבועות במדיניות ההשקעות של הקרן, הקרן לא תיצור חשיפה לאג"ח שאינו בדירוג השקעה בשיעור שיעלה על 25% מהשווי הנקי של נכסי הקרן. במקרה בו ירד דירוג אג"ח המוחזק בקרן לדירוג הנמוך מדירוג ההשקעה, באופן שהשקעות הקרן חרגו ממדיניות ההשקעות שלה כאמור לעיל, יתאים מנהל הקרן את השקעות הקרן למדיניות ההשקעות עד תום יום חישוב המחירים העשירי לאחר היום שבו החלה החריגה. דרגת החשיפה המרבית למניות מהשווי הנקי של נכסי הקרן: 0 - ללא חשיפה למניות, 1 - עד 10%, 2 - עד 30%, 3 - עד 50%; דרגת החשיפה המרבית למט"ח מהשווי הנקי של נכסי הקרן: A - עד 10%, B - עד 30%, (1) להערכת מנהל הקרנות, בהתאם לנתונים וניתוחים כלכליים. אין התחייבות תשקפית למחיימ מסוים של נכסי הקרנות. פרסום זה אינו מהווה הצעה לרכישת יחידות בקרנות ואינו מהווה תחליף לייעוץ/שיווק השקעות ו/או מס המתחשב בנתונים ובפרטים המיוחדים לכל אדם. רכישת יחידות נעשית בהתאם לתשקיף עיקרי שבתוקף ולדיווחים המידיים ולתשקיף הקרן החדשה. אין בתשואות הקרנות ו/או בדירוגן ו/או במיקומן בעבר כדי להבטיח תשואה ו/או דירוג ו/או מיקום דומה בעתיד. (\*) הקרן הציעה יחידות לראשונה ביום 18.9.17.



מדור משפט, ניהול ושיווק

יורם לביאנט, עתידות לכלכלת המשפחה



# שיקולים בביטוחי בריאות ובכלל

## ביטוח מהו?

בהגדרה הפשוטה, ביטוח הוא אמצעי לחלק בין רבים את הנזקים העלולים ליפול למעמסה על היחיד. הרי לנו יתרון לחיים בקבוצה. חשוב לזכור הגדרה בסיסית זו שכן למרות התפתחות התחום, הגופים העסקיים העוסקים בו והחקיקה בנושא, ההגדרה הבסיסית עדיין תופסת.

בשנים האחרונות קיבל תחום הביטוח בישראל מקום בקדמת הבמה בזכות מספר רפורמות המיטיבות עם האזרח. ניתן למנות את הרפורמות בביטוחי הבריאות, הסייעוד, אובדן כושר עבודה, העלאת השקיפות והבהירות בדוחות הפנסיוניים ועוד. אתרי אינטרנט כמו הר הכסף, הר הביטוח, מחשבוני השוואת פרמיות המאפשרים לקבל מידע שפעם רק חלמנו עליו אלא אם בן התחנתו עם סוכן ביטוח, הם היום כלים נפוצים ושמשיים.

עם זאת ההחלטה האם לרכוש ביטוח עומדת בסופו של דבר בפני האזרח וזו אינה החלטה קלה. הרי כל העניין סובב סביב עקרון האי-ודאות ובתנאי אי-ודאות לא קל לקבל החלטה.

## איך מחליטים?



השלב הראשון הוא לבחון את המקרה על ציר הקטסטרופה. ציר הקטסטרופה עונה על שאלה פשוטה: האם מקרה הנזק יביא אותי או את התלויים בי לקטסטרופה כלכלית?

שימו לב, בשלב זה לא שואלים, מה הסיכוי אלא רק מה תהא התוצאה. בקצוות הציר קל לענות על השאלה. למשל, מוות של המפרנס הראשי, שריפת הבית וכיו"ב מצד אחד כנראה יגרמו

לקריסה כלכלית של המשפחה לעומת התקלקלות מכונת הכביסה מצד שני אשר ככל הנראה לא תגרום לקטסטרופה כלכלית. בין קצוות הציר ניצבים מקרי סיכון רבים אחרים ומיקומם על הציר תלוי בגורמים רבים כמו מערך ההגנות הקיים, איתנותה הכלכלית של המשפחה, היכולת הסובייקטיבית לספוג נזקים ועוד. בסוף, הדילמה היא האם לייצר הגנה מראש מפני הנזק או להתמודד עימו לכשיופיע. הגנה, כאמור יכולה להיות באמצעות רכישת ביטוח, הקצאת נכסים, הסכם ערבות הדדית ועוד. לכל מנגנון הגנה יש עלות. אילולא כן לא היתה כלל דילמה.

## מה קורה בביטוחי בריאות?

ביטוחי בריאות שמים על השולחן מספר מורכבויות נוספות. ננסה בהמשך להתמודד איתן. ראשית, מגיל צעיר אנו יודעים שבבריאות לא משחקים, העיקר הבריאות וכו'. אלה מנטרות נכונות. אינני מכיר מי שיהיה מוכן למכור את בריאותו תמורת סכום כסף כלשהו. מערך ההגנה שלנו מפני אויבי הבריאות מורכב מכמה שכבות. שכבה ראשונה היא שכבת המניעה. חיים בריאים, ספורט, תזונה נכונה, אי חשיפה לזיהום ועוד. מי שקרא את המאמר על מהפכת הגליאים (מגליון ינואר 2017) זוכר שצעירי המאה ה-21 יחיו עד 100. השכבה השנייה היא שכבה ביטוחית המסופקת לתושבי ישראל המשלמים דמי ביטוח לאומי על פי חוק ביטוח בריאות ממלכתי וניתנת בצורה שווה לכל התושבים ללא קשר לגובה דמי הביטוח ששלמו. השכבה השלישית גם היא שכבה ביטוחית ומהווה הרחבה אופציונלית של השכבה השנייה ונקראת שירותי בריאות נוספים (שב"ן) או "משלים". בשונה מביטוחים בתחומים אחרים, לתכנית השב"ן יכול להצטרף תמורת תשלום כל חבר קופת חולים בלא תלות במצבו. תכניות השב"ן שונות במעט בין קופה לקופה וניתן לקרוא את תוכנן באתר של הקופה. כאמור, ההצטרפות היא אופציונלית ואין הקופה יכולה להכריח חברים להצטרף. השכבה הרביעית היא ביטוח בריאות פרטי. ביטוח בריאות פרטי הוא גם אינדיבידואלי וגם אופציונלי הן מצד המבוטח והן מצד המבטח (למעט ביטוח קבוצתי דרך מקום העבודה) ותכולתו נקבעת בחוזה בין המבטח והמבוטח. זה מביא



3) הכירו את המושגים הבסיסיים: שיפוי, פיצוי, קבוצתי מול אישי, שאלון חיתום, השתתפות עצמית, פרנציזה, ערך סילוק, תקופת אכשרה וכו'. לצערי קצרה היריעה כאן מללמד. הבנתם תעזור לכם לקבל החלטות.

#### 4) Pick and choose - במיוחד

בביטוחי בריאות פרטיים בחירת כיסויים בפינצטה בהחלט אפשרית. לא חייבים לרכוש חבילה מלאה. אם נחזור לציר הקטסטרופה נראה שכיסויים שונים נמצאים במקומות שונים על הציר. הפעילו שיקול בהתאם לפוטנציאל הקטסטרופה ומאפייני המשפחה שלכם.

5) קראו את הפוליסה. לאחרונה, הטקסט הלא ברור מן העבר הוחלף בטקסט ברור יותר. הגם שאין מדובר בחומר הקריאה המרתק

בתבל חשוב לפחות פעם אחת (הקדישו לכך זמן) לקרוא ולהבין את הפוליסה. במיוחד בביטוחי הבריאות זה יאפשר לכם לבחור נכון את הכיסויים המתאימים לכם.

6) בדקו עלויות ואת השינוי בהן לאורך החיים. ישנם ביטוחים שעלותם לילדים למשל נמוכה מאד לעומת עלות גבוהה למבוגרים

7) היזהרו מהחלטות לא הפיכות. בביטוחים מתמשכים (כמו בריאות וחיים) יש חשיבות לשמירה על רצף. קטיעה של רצף ביטוחי יכולה להיות בלתי הפיכה. שימו לב כשעוזבים מקום עבודה עם ביטוח קולקטיבי לאפשרות להמיר אותו לפרטי תוך שמירה על רצף. כרגיל, התייעצו עם איש מקצוע שאתם סומכים עליו.

8) כפי שציינתי בתחילת המאמר, רכישת ביטוח אינה ההגנה הכלכלית היחידה למקרה סיכון. ניתן גם לייעד חסכונות, להסכים לערבות הדדית במשפחה או בקבוצת חברים ועוד.

ומה עם ביטוחי הסייעוד? נדבר על כך באחד המאמרים הבאים. שמרו על עצמכם והשארו בריאים!

יורם לביאנט, מאמן ויועץ לכלכלת המשפחה ב"עיתודת לכלכלת המשפחה", מלווה משפחות ובודדים לניהול נכון של כלכלת המשפחה במאה ה-21 תוך יצירת בהירות, יציבות והגשמת יעדים וערכים. יורם מרצה לכל הגילאים וכותב בנושאי כלכלת המשפחה.

דוא"ל: [yoram@atidot.co.il](mailto:yoram@atidot.co.il) | [www.atidot.co.il](http://www.atidot.co.il)

דילמה נוספת - מתי לרכוש את הביטוח? הרי אם אני בריא כשור, קשה לי לדמיין ולהעריך את הצורך בביטוח. אם אני כבר לא כל כך בריא, חברת הביטוח לא תסכים לקבל אותי או שתחריג את מחלותי מהכיסוי הביטוחי. אכן דילמה.

עד כאן, כבר לא פשוט. רבים מתקשים לדעת באילו שכבות אופציונליות לבחור, כיצד לתפור אותן לפי צרכיהם ומתי לרכוש ביטוח. הסטטיסטיקה מראה שבישראל למעל 83% מהאוכלוסייה יש כיסוי ביטוחי רפואי מעבר לשכבת הביטוח הממלכתי. זה נתון גבוה בהשוואה לעולם. בנוסף, בגלל השילוב של המנטרות (בבריאות לא משחקים) ומורכבות הנושא יוצא שלהרבה ישראלים יש ביטוחי כפל מיותרים.

## הרפורמות

לזכותה של הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר, דורית סלינגר, ייזקפו מספר צעדים ורפורמות שמיטיבות איתנו האזרחים. ראשית, שקיפות מידע. אתר "הר הביטוח" שהשיק משרד האוצר מאפשר לנו לראות אילו פוליסות ביטוח יש לנו. מעולה. רפורמה נוספת היא הרפורמה בביטוחי הבריאות שהפכה את הפוליסות לפוליסות אחידות ופשוטות להבנה. בנוסף השיק משרד האוצר מחשבון אינטרנטי להשוואת ביטוחי בריאות. כל אלה מחזקים את יכולתנו הצרכנית בתחום מורכב זה ואני ממליץ לתרגל ולנצל את היכולות הללו.

## כמה טיפים

1) היו חברים של סוכן הביטוח שלכם. סוכן ביטוח טוב הוא כמו רופא שיניים, ספר, קצב, מוסכניק ונותני שירותים נוספים שהולכים איתנו לאורך החיים. אם אין לכם, חפשו סוכן מומלץ. אם אתם לא מרוצים - החליפו. סוכן ביטוח טוב יהיה קשוב לשאלותיכם ויסביר לפרטים את המשמעויות השונות של הכיסויים הביטוחיים כך שתוכלו לקחת החלטות מושכלות.

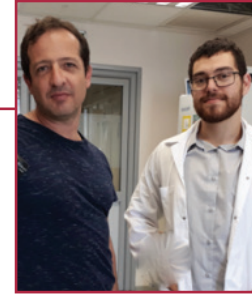
2) אל תסכימו לרכוש ביטוח בטלפון. חברות הביטוח יתלו אותי על כך אבל אני חושב שהנושא חשוב מדי וראוי לדון עליו בפגישה עם הסוכן שלכם. חזרו לסעיף 1.



מרכז טכנולוגיה ומדע

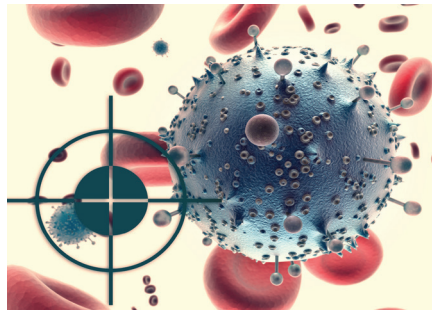
ד"ר יובל טבח (משמאל) וד"ר ליאור ניסים, האוניברסיטה העברית בירושלים

האוניברסיטה העברית בירושלים  
THE HEBREW UNIVERSITY OF JERUSALEM



# פיתוח מסעיר במחקר חדשני בסרטן: "מתג" המפעיל את המערכת החיסונית לתקוף תאים סרטניים כאשר הוא מזהה סימנים של המחלה

וממשיכים לפתחה ע"י ריצוף DNA ושימוש באלגוריתמים של למידת מכונה (Machine learning). כל זאת על מנת להבדיל בין כל סוג סרטן לרקמות הבריאות בצורה מדויקת ולייצר "טיל מונחה" הפוגע בסרטן בלבד. על "הטיל" ניתן להלביש שיטות שונות להרג תאי הסרטן, ביניהן גישת ה"סוס הטרויאני" האימונותרפי. "אנחנו נמצאים היום בעיצומה של מהפכה ענקית שרק תלך ותגדל, שבה מחשבים, ביולוגיה והנדסה מתחברים ביחד לשנות את הרפואה ולאקדמיה הישראלית יש חלק מהותי בתהליך". מסביר ד"ר יובל טבח, ראש המעבדה הישראלית באוניברסיטה העברית. "הפרייקט הזה ודומי יאפשרו בעתיד הקרוב 'לטרנט' תא ספציפי, סרטני למשל, ולחסל אותו או על ידי מערכת החיסון או על ידי הפעלת תהליך התאבדות של התא".



כדי לעשות זאת, צוות המחקר בנה מעגל גנטי המקודד בדנ"א, שנועד להבחין בין תאים סרטניים לבין תאים לא סרטניים. המעגל, אשר יכול להיות מותאם אישית כדי להגיב לסוגים שונים של גידולים, מבוסס על שערים פשוטים המשמשים באלקטרוניקה. שערים מסוג זה יעברו במעגל רק כאשר שתי כניסות קיימות.

השיטה מתבססת על כך שתאים סרטניים שונים מהתאים הרגילים בפרופיל של ביטוי הגנים שלהם. החוקרים פיתחו יזמים סינתטיים - רצפי DNA, שנועדו ליזום ביטוי גנטי אך רק בתאי הסרטן. המעגל מועבר לתאים באזור הנגוע של הגוף באמצעות וירוס ומתמקד בגידולים בצורה מדויקת יותר מאשר בטיפולים הקיימים, שכן זה דורש שני סימנים ספציפיים לסרטן לפני שהוא יגיב. החוקרים הצליחו לבנות מערכת שפועלת רק בתאי סרטן ספציפיים. הם הצמידו למערכת "מנגנון אזעקה" שמפעיל את מערכת החיסון והחדירו את המערכת בעזרת וירוסים לעכבר עם גידול סרטני. בתגובה, התאים הסרטניים ורק התאים הסרטניים הפעילו את מנגנון ההזעקה שגרם למערכת החיסון לתקוף את הגידול. יתרה מכך, הוכיחו החוקרים כי המעגל יכול להתמקד גם בתאים סרטניים אחרים.

לכן, החוקרים מקווים שהמערכת תשמש גם לטיפול במחלות אחרות, כגון דלקת מפרקים שגרונת, מחלת מעי דלקתית ומחלות אוטואימוניות נוספות. החוקרים מתכננים כעת לבחון את המעגל בצורה מלאה יותר במגוון של מודלים לסרטן. הם גם שואפים לפתח את מערכת המסירה של המעגל, כך שיהיה נמיש ופשוט יותר לייצור ושימוש.

במחקר משותף של חוקרים מה-MIT ומהאוניברסיטה העברית פותח "מתג" חלבוני המעורר תגובה חיסונית רק כשהוא מזהה את התאים הסרטניים, זאת מבלי לפגוע ברקמות בריאות אחרות. כך פורסם השבוע בכתב העת היוקרתי Cell.

תחום האימונותרפיה נתפס כיום כבעל פוטנציאל רב במאבק המחקרי בפיתוח תרופות נגד מגוון רחב של סוגי סרטן.

למרות הצלחה זו, השימוש באימונותרפיה נותר מוגבל עקב מחסור באנטיגנים ספציפיים לגידול חומרים שיכולים לגרום לתגובה של המערכת החיסונית לסוג מסוים של סרטן. הרעילות של טיפולים מסוימים, כמו טיפול מערכתי לכל הגוף, למשל, היא מכשול נוסף. מעבר לכך, הטיפולים אינם מצליחים בכל המקרים. ואכן, רק כ-30-40% מהחולים יגיבו לטיפול, גם כשמדובר בתרופות המתקדמות ביותר.

כתוצאה מכך, בשנים האחרונות התפתחה בעולם המחקר שאיפה לפתח טיפולים משולבים - טיפולים שונים אך משלימים המשמשים להגברת התגובה החיסונית, זאת, על מנת לפגוע בתאי הסרטן בצורה מדויקת וספציפית ע"י הכוונת מערכת החיסון נגד תאי הסרטן בלבד.

אולם, כדי להפעיל את מערכת החיסון כנגד הגידול, אך לא כנגד הרקמה בריאה, נדרש מנגנון מתוחכם שידע להבדיל ביניהן. בשיתוף פעולה מחקרי בין צוות חוקרים אמריקאי מאוניברסיטת MIT וצוות החוקרים הישראלי מהאוניברסיטה העברית, בראשותו של ד"ר יובל טבח, פיתחו החוקרים שיטה למציאת רצפים קצרים של DNA המבדילים בין תאי הסרטן לרקמות בריאות.

רצפים אלו נקראים "פרומוטורים". פרומוטורים הנם רצפי DNA אשר מגיבים למצב קיים בתא ומשנים אותו ע"י ביטוי חלבוניים המתאימים לו. לדוגמה, במצב של עקת חום ישנם פרומוטורים המופעלים וגורמים לביטוי חלבוניים המסייעים להתמודדות.

המחקר שהתבצע ע"י ד"ר ליאור ניסים, חוקרים נוספים מה-MIT והדוקטורנט שהינו גם סטודנט לרפואה באוניברסיטה העברית, זורון סטופ, מצא כי פרומוטורים הקיימים באופן טבעי בתאים אינם מבחינים היטב בין תאים סרטניים לתאים בריאים. לכן, פיתחו החוקרים שיטה המאפשרת "עיצוב" של פרומוטורים בעלי הבחנה גבוהה במיוחד בין תאי סרטן לתאים בריאים,



מדור טכנולוגיה ומדע

ד"ר יובל ניר, אוניברסיטת תל אביב



# ערים? - לא בטוח...

חסך השינה, החוקרים ניצלו הזדמנות נדירה בה חולי אפילפסיה עוברים השתלה של אלקטרודות תוך-מוחיות, במאמץ לאתר את האזור המוחי הגורם להתקפים. למחקר התנדבו 12 מטופלים ב-UCLA, אשר אושפזו למשך שבוע בעת שהפעילות המוחית שלהם נרשמה, ובמקרים מסוימים נשארו ערים כל הלילה.

למשתתפים במחקר הוצגו תמונות של דמויות ומקומות מפורסמים, והם נתבקשו לסווג את התמונות מהר ככל האפשר, במטרה לבדוק את ערנותם. בסדרה של למעלה מ-30 ניסויים, צוות החוקרים רשם את הפעילות החשמלית של קרוב ל-1,500 ניורונים במוח.



"המחקר העלה שבזמן חסך שינה, תגובת הנבדקים לתמונות נהייתה איטית, חלשה וארוכה מהרגיל", מסביר פרופ' פריד. "הצלחנו להראות שבזמן הזה, גם תגובות של ניורונים בודדים באונה הטמפורלית - אזור המקושר עם תפיסה ראייתית וזיכרון - השתנו כתוצאה מהעייפות".

"חשוב להדגיש שמעידות אלו אינן תוצאה של מיקרו-שינה, המלווה בעצימת עיניים, מה שנקרא אצלנו 'התעפצות', מוסיף ד"ר ניר. "כאן הנבדקים הישירו מבט לתמונה, בשעה שחלקים ספציפיים במוח שלהם פשוט נרדמו".

## למדוד עייפות ולמנוע תאונות

המבט הייחודי לגבי פעילות המוח האנושי, שהתאפשר במחקר זה, חושף כיצד חסך שינה משפיע לא רק על תהליכים של קבלת החלטות ושלטיה על שרירים, אלא גם על תהליכים מוקדמים של זיהוי אובייקטים, תפיסה וזיכרון. ככה, המחקר מהווה בסיס עתידי למדידת עייפות בכבישים.

"כשאנו עייפים, גלי מוח דמויי-שינה 'פולשים' לפעילות המוח הער בזמן שאנחנו מבצעים משימות, הרבה לפני שאנחנו נרדמים ממש, או סתם עוצמים את העיניים", מסכם ד"ר ניר. "מאחר שהנהיגה בזמן עייפות מסוכנת ממש כמו נהיגה בשכרות, אנחנו מקווים שהמחקר החדש ישמש כבסיס למדידה אובייקטיבית של גלי השינה המתעצמים, כמו 'הינשופים' שמודדים את ריכוז האלכוהול בדם - לפני שהעייפות הזאת הופכת למסכנת חיים".

עייפות מאיטה את פעילות תאי המוח. במלים אחרות: גם אם נדמה לכם שאתם ערים - חלק מהמוח שלכם בעצם ישן

עד כמה אתם עייפים עכשיו? אם אתם סובלים מחסך בשינה, כדאי מאוד שתשאלו את עצמכם את השאלה הזאת, לפני שאתם מבצעים פעולות שמחייבות ריכוז וערנות, כמו נהיגה למשל. חוקרים מאוניברסיטת תל אביב מצאו שתאי העצב עצמם מאטים את תגובותיהם בזמן עייפות או חסך בשינה. במילים אחרות, אתם אולי החלטתם לוותר על כמה שעות שינה כדי לראות בביג' את כל פרקי הסדרה האהובה עליכם, או כי התינוק שלכם לא נרדם כל הלילה, אבל את תאי העצב שלכם זה לא מעניין - כשהם צריכים לנוח, הם לא שואלים אתכם אם זה זמן נוח.

ד"ר יובל ניר, אחד ממובילי המחקר, מסביר: "אחת מכל חמש תאונות דרכים קשורה בעייפות בנהיגה, וכמעט שליש מהנהגים דיווחו על הירדמות של ממש בזמן נהיגה, רק בשנה האחרונה. בזמן חסך שינה, לעיתים קרובות אנו לא מצליחים להגיב ביעילות למתרחש סביבנו. בסיטואציות מסוימות, כמו במגדל הפיקוח או בחדר הניתוח, לטעויות מסוג זה יכולות להיות השלכות הרסניות. עם זאת, עד היום לא היה ברור כיצד חסך השינה משפיע על פעילות תאי עצב במוח".

את המחקר הייחודי, שתוצאותיו מתפרסמות בימים אלה בכתב העת Nature Medicine, הובילו ד"ר ניר מהפקולטה לרפואה ע"ש סאקלר ומבית ספר סגול למדעי המוח באוניברסיטת תל אביב, ופרופ' יצחק פריד, גם הוא מהפקולטה לרפואה ע"ש סאקלר וכן מאוניברסיטת קליפורניה בלוס אנג'לס (.)

המחקר נערך בשיתוף פעולה בינלאומי עם חוקרי השינה פרופ' קיארה סירלי וג'וליו טונוני מאוניברסיטת וויסקונסין-מדיסון, תלמיד המחקר עמית מרמלשטיין מבית הספר סגול למדעי המוח וצוותי מחקר נוספים בפרזי וב-UCLA.

## "חלקים במוח נרדמו"

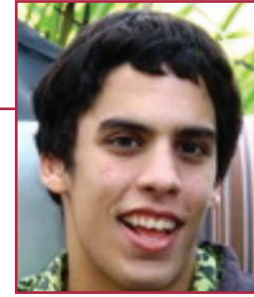
כדי לבדוק את המנגנון הניורולוגי שמאחורי התגובות הלקויות בזמן



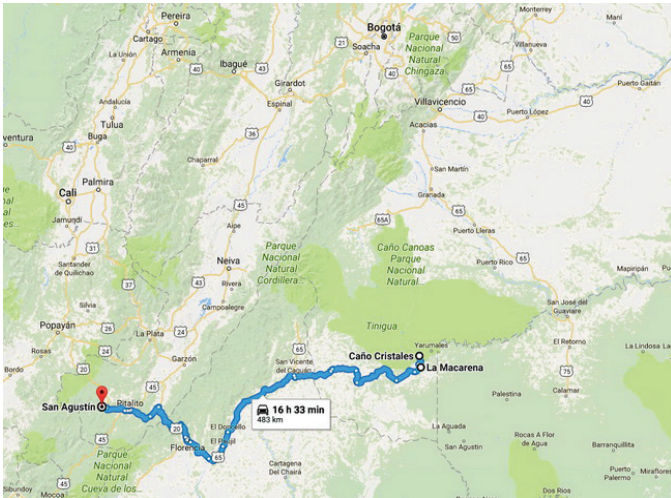
מזרר תירות ופנאי

ענבר חסקין, מזרר תירות

מזרר חובק עולם



# קניו קריסטלס - נהר הצבעים בקולומביה



קניו קריסטלס, למרגלות סירה לה מקרנה

למחרת בבוקר יצאנו בקאנו לכיוון שמורת "קאניו קריסטלס" (caño cristales) שבתוכה זורם הנהר, לא לפני ששילמנו מס לכל רשות אפשרית והונחנו שלא להשתמש ב"אלתוש" או קרם הגנה כלשהו, כדי שלא לפגוע באצות שמעניקות לנהר את צבעו המיוחד. אחרי שייט קצר הגענו לשמורה, ועברנו באחת מעשרות עמדות הצבא המפוזרות באזור, במטרה להרתיע את ארגוני הגרילה מלנסות להשתלט בחזרה על האזור. החיילים היו חמושים, איך לא, ברובי "גליל" תוצרת כחול-לבן. שוחחתי איתם בספרדית של מטיילים ונוכחתי לדעת שכל החיילים חושבים אותו הדבר, ולא משנה מאיפה הם באים. בתחילה הם היו קרירים, אך כשגיליתי להם ששירתתי בצבא הישראלי והחלפנו כמה חוויות מההווה הצבאי, הם נתנו לי כבוד רב ונפרדנו כידידים. החיילים כיוונו אותנו אל הנהר, הממוקם בגבול שבין הרי האנדים לאמזונס הפרואני, דבר היוצר במקום נוף ייחודי ומגוון עצום של צמחים ובעלי חיים, המזכיר יותר מכל סאוונה אפריקאית.

לאחר כחצי שעה של הליכה בשבילים לא מסומנים, נגלה לעינינו מראה מרהיב, שכאילו נלקח הישר מסיפורי מכות מצרים- נהר שזורמים בו מים אדומים כדם.

המקומיים קוראים לו "נהר חמשת הצבעים", "קשת נזלית" ואפילו

קולומביה היא מדינה שאי אפשר שלא להתאהב בה. הרגליים זזות לקצב הסלסה שנשמעת מכל פינה, הספרדית מתגלגלת על הלשון והעיניים לא שובעות מיופי הנופים (והנשים).

אחרי שטיילתי במדיין היפה, ביליתי בקרטחנה (Cartagena) הפרועה, למדתי לרקוד בקאלי (Cali) - בירת הסלסה הבלתי מעוררת, השתזפתי בחופי הטורקיז של סאן אנדרס (San Andres) וטעמתי קפה קולומביאני משובח בהרים המוריקים של חבל הקפה, הגעתי למסקנה שהגיע הזמן לצאת מ"שביל החומס" (המסלול המחבר בין אתרי "החובה" של דרום אמריקה, אליהם מגיע המוצייר הממוצע) ולחקור את האזורים הנדחים של קולומביה.

לאורך הטיול שמעתי סיפורים ממטיילים הרפתקנים על מקום שנקרא בפי המקומיים: "ריו דל פאראיסו" (Rio del Paraiso) - נהר גן עדן. במשך עשרה חודשים בשנה זה נהר ככל הנהרות, אך בתקופה הקצרה שבין אוגוסט לאוקטובר הוא נצבע בצבעי אדום, ורוד, כתום וצהוב, בזכות מין מסויים של אצות שגדל בו. הזהירו אותי שהמקום הקסום נמצא באזור מרוחק, שעד לפני מספר שנים נשלט ע"י כוחות גרילה מזוינים (שסולקו משם אחרי קרבות עקובים מדם כנגד הצבא הקולומביאני). הדרך היחידה להגיע היא במטוס נוסעים זעיר של עשרה מושבים.

למרות האזהרות בחרתי לארוז את המוציירה הכבדה ולצאת לדרך. נסעתי לשדה התעופה של בוגוטה והצלחתי לקנות כרטיס של הרגע האחרון לכיוון העיירה "לה מקרנה" (la macarena) כמו בריקוד המפורסם משנות התשעים - נקודת היציאה לנהר, המתחת ברכס לא גבוה, ששמו "סיירה דה לה מקרנה" (Serrania de la Macarena).

המטוס רעד וקפץ, ולכמה רגעים מותחים, בהם לא הייתי בטוח שהטייס יצליח להביא אותנו ליעדנו, נחתנו בשלום בשדה התעופה הקטן, שנראה יותר כמו מתנס בעיירת פיתוח מאשר שדה תעופה של ממש. ארגנתי כמה מטיילים מהמטוס, כל אחד ממדינה אחרת, ומצאנו הוסטל מעופש להעביר בו את הלילה. יצאנו לשוטט בעיירה, שיש בה כחמישה מועדוני סנוקר, שלושה מועדונים ואין אפילו סופרמרקט אחד. התחלתי להבין שסדר העדיפויות פה שונה לחלוטין. התחלנו לעבור בין החנויות עד שמצאנו סוכנת חביבה שתארגן לנו את הטיול, וסיימנו בכוס בירה בפאב המקומי.



"הנהר היפה בעולם" כל זאת הודות לאינספור של צבעי אדום, צהוב, ירוק, שחור וכחול, המתערבבים וצובעים את מימיו. בהתחשב באפקט הוויזואלי, די מפתיע לגלות שמדובר בנהר קטן למדי, שלא עולה על 100 קילומטרים באורכו או על 20 מ' ברוחבו. הצבעים המדהימים נגרמים הודות למין אנדמי (כלומר ניתן למצוא אותו רק שם) של אצות שחיות בנהר. רק בתקופה הקצרה שבין העונה הרטובה לעונה היבשה, ניתן לחזות בפלא הזה. הלכנו כחולמים בין יובליו הצבעוניים של הנהר, מנסים לתפוס בעדשת המצלמה כל פיתול וכל גוון. המשכנו ללכת כחמש שעות לאורך הנהר, כשבכל חלק שלו נראה צבע אחר, מוורוד בהיר עד לאדום כהה, בהתאם לעומק המים ולצבעי הסלעים שמסביב (ככל שהמים רדודים יותר, גוון האצות אדום יותר). באזורים מסוימים בנהר, המים נראים צהובים, באחרים ירוקים או שחורים. לעתים דומה כי המציאות יפה מהסופרלטיבים, ב"נהר חמשת הצבעים" אפשר לראות אפילו שישה, שבעה ושמונה צבעים - וזאת כיוון שגם אור השמש הנשבר במים משחק פה תפקיד. מי הנהר מחליפים את צבעם בהתאם לשעה ביום, מזג האוויר, כמות המים ועונת השנה. צבעים אלו נגרמים הודות למינרלים שונים הנמצאים בסלעים, ובעיקר לסוג מסוים של אצות החיות במימיו ו"צובעות" אותם. אין ספק שתורתם לכך גם הצלילות הנדירה של הנהר. בדרך צעדנו בין נקיקים צרים, התרחצנו בכריכות קרירות וצפינו במפלים שופפים. בשיא הטיול הגענו לקטע בנהר בו יש בורות גדולים, כשהמים הנשפכים לבורות האלו יוצרים מפלים עגולים ומרהיבים בתוך הנהר עצמו. לקראת הערב נאלצנו להתחיל את הדרך חזרה ונפרדנו בצער מהנהר. כשהגענו לעיירה מקרנה אכלנו במסעדה מנה טיפוסית

למטבח הקולומביאני בשם "בנד'חה פאיסה" (Bandeja paisa) - מנה קולומביאנית מקומית, הכוללת אורז, עדשים, נקניקיה, חביתה, ובגדול כל דבר נשאר במטבח באותו יום. נפרדתי מהקבוצה בהרמת כוסית ובברכה שלמדתי לאירועים שכאלה: "לחיי הטיולים שבדרך". בערב הלכתי למסיבה בפאב המקומי (בקולומביה בכל ערב יש סיבה למסיבה) ופגשתי צעיר קולומביאני שהציע לקחת אותי בגיפי שלו לעיר הקרובה נייבה (Neiva), הנמצאת במרחק של שתיים עשרה שעות נסיעה בדרכי עפר. כמוצילר חסכן קפצתי על ההצעה

ולמחרת עם זריחה נפגשנו בכיכר המרכזית ויצאנו לדרך. נסענו שעות רבות בדרכי עפר צרות, וראינו חוות מבודדות של מאות דונמים בהם מסתובבים בוקרים קשוחי פנים ועזי מבט. עבור חלק מהמקומיים בכפרים הנידחים זו הייתה הפעם הראשונה שהם רואים אדם לבן. מספר פעמים במהלך הנסיעה חדר לרכב ריח חריף ומתקתק שהזכיר לנו שקולומביה היא אחת מיצואניות המריחואנה הגדולות בעולם. קצת אחרי השקיעה הגענו לנייבה, והתחלתי לתכנן את המשך המסע בקולומביה. תחילה למדבר טטקואה (Tatacoa), שבו תצורות מגוונות מאבן חול, בשלל גוונים חמימים, על הספקטרום שבין צהבהב לסגול ובהמשך לסאן אוגוסטין, שם תרבות קדומה ומסתורית השאירה אחריה פסלי ענק של בני אדם ובעלי חיים, בלב אזור הררי ושופע ירק ומשם הלאה, דרומה, להרי הגעש המפורסמים של אקוודור.

[www.gilihaskin.com](http://www.gilihaskin.com)

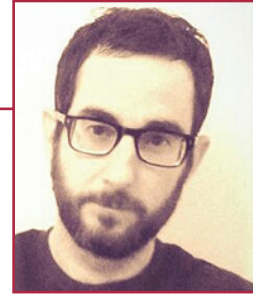
29 הבנקאות הפרטית





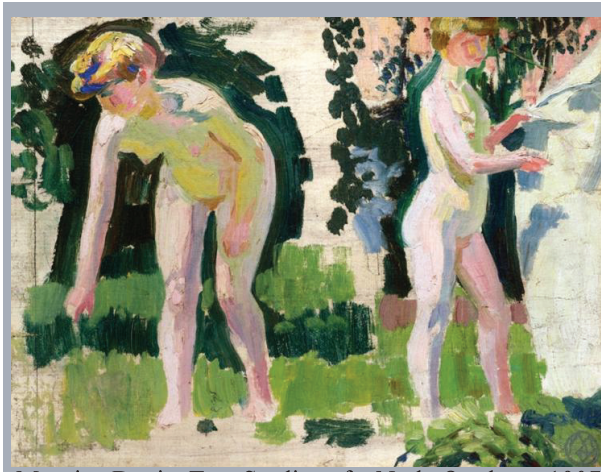
מדור תרבות

slow.org.il | עמית נויפלד, עיתונאי ועורך, תנועת ההאטה



# הנודיסטים החדשים

בזמנו היה מדובר במכשיר נוקיה שלא ידע לעשות דבר למעט קבלת שיחות ושליחת הודעות, ועדיין, לכמה שניות ארוכות הרגשתי כאילו יצאתי מהבית ללא בגדים, וכעת אני עירום באמצע הרחוב. אני זוכר בפירוש שהופתעתי מעוצמתה של התחושה, אבל כמה רגעים אחר כך היא החלה לדעוך ואת מקומה תפסה אחרת. לא הייתי מגדיר אותה כשלווה אלא יותר כהתרגשות חדשה. אני הולך באמצע הרחוב, ערום לגמרי, ומרגיש עם זה סבבה לחלוטין. לעזאזל, חשבתי לעצמי במעין הארה, אני נודיסט.



Maurice Denis: Two Studies of a Nude Outdoors 1907

הטלפונים הניידים הפכו בעשור האחרון לחלק בלתי נפרד מחיינו. אלא אם הטלנו על עצמנו הגבלות, הם ילוו אותנו כל הזמן.

מעבר להתבססותם כאמצעי התקשורת המרכזי שלנו (שיחות והודעות), משתמשים כבדים נעזרים בהם על מנת לנהל ולאחסן חלקים משמעותיים מחייהם: רגעים אישיים מונצחים בתמונות, תאריכים חשובים ופגישות זוכים להתראות קוליות, מסלולי הגעה (או סתם התמצאות כללית בסביבה) מוכתבים באמצעות אפליקציות מתאימות, יעדים אישיים כגון התקדמות בלימודי שפה או אימוני ספורט נמדדים אף הם וזוכים למשוב, וכמובן, מעורבותנו החברתית באופן כללי הפכה תלויה נטיפיקציות המבשרות לנו על שינויים ועדכונים בחייהם של החברים ברשתות (חופשות, חתונות, עבודה חדשה או בריתות). העובדה שהמכשירים הניידים הפכו למעשה ל"הרחבה של העצמי" גוררת עמה סיכונים פיזיולוגיים מסוימים. בעשור האחרון נערכו מספר מחקרים (האחרון שבהם פורסם ביולי 2017) שביקשו להפריך או לאשש את קיומה של ה"נומופוביה" (No Mobile Phobia), מונח שהוטבע כבר בשנת 2008 על מנת לתאר מופעים שונים של חרדה ולחץ עליהם דיווחי משתמשים שמצאו עצמם לפתע ללא מכשירים ניידים, בין אם בשל תקלה, גניבה, הימצאות בסיטואציה שאינה מאפשר שימוש במכשיר (למשל טיסה), או אפילו צניחה של תוחלת הבטרייה לאחוזים בודדים ואובדן קליטה.

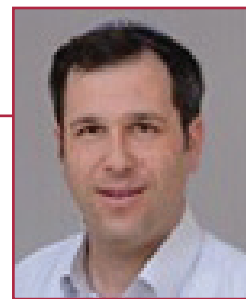
גם אם החוקרים חלוקים ביניהם בנוגע להשלכות של ה"נומופוביה", הרי שלעצם מניעתה הם תמימי דעים: הפחתת השימוש בסמארטפונים, לאורך זמן ובעקביות, תצמצם בצורה דרמטית את הסימפטומים המדווחים. אם נלמד, בתור התחלה, להשאיר את הנייד בבית כשאנחנו יוצאים עם חברים, להרחיק אותו מהשולחן כשאנחנו אוכלים, להטמין אותו עמוק בתיק כשאנחנו מטיילים, להשאיר אותו מחוץ לחדר השירותים וכו', נוכל בצורה איטית ומדודה להפחית את התלות שלנו במכשיר, ונהפוך, בסבירות גבוהה, לאנשים יותר רגועים, בטוחים וחופשיים. לנודיסטים חדשים. פרידה מהנייד, ולו לכמה שעות, עלולה להיראות כמשימה קשה לחלק מהמשתמשים. בדיוק בעבורם אני יכול להמליץ על אתגר "משועמם ויצירתי". בחור בשם אורי אשכנזי נתקל ביוזמה בשנת 2015 בפודקאסט New Tech City (שכבר אינו קיים), והחליט לגייר אותה על מנת שעוד אנשים יוכלו להתוודע אליה ולחוות אותה. ההצטרפות לאתגר היא פשוטה, כל שעלינו לעשות זה להירשם באמצעות כתובת המייל שלנו, ולאחר שנאשר שאנחנו לא רובוט, נזכה לקבל סדרת מיילים יומית שנמשכת שבוע אחד בלבד, עם מיני-אתגר בכל בוקר, שיסייע לנו לבלות פחות עם הנייד, להיות יותר 'משועממים' ומכאן גם שהרבה יותר יצירתיים. הבוקר קיבלתי את המייל האחרון בסדרה. אני לא אעשה ספוילרים למי שמתכוון להירשם, רק אציין שמדובר בקונספט חביב, באתגרים שמנוסחים היטב, ובמיילים שמעוררים מחשבות או לפחות מעלים חיוך. מומלץ בחום.

קשיים בנשימה, רעידות, חוסר התמצאות והזעה הם רק חלק מהסימפטומים הפיזיים עליהם מדווחים הנבדקים, ולצדם תחושות של פחד, תלות, דכאון, דחייה ודימוי עצמי נמוך. כמעט כאילו איבדו איבר מגופם. גם אם תופעות אלה נשמעות לנו מוזגמות, וייתכן שהן באמת מאפיינות בעיקר משתמשים כבדים, הרי שמרביתנו נצטרך להודות שיציאה מהבית ללא מכשיר נייד עלולה לגרום לנו כיום, ולכל הפחות, חוסר נחת מסוים. באופן אישי נתקלתי בתחושה זאת לראשונה לפני כעשור - יצאתי לעבודה בבוקר כהרגלי ורק בשלב מאוחר מידי הבנתי שלא לקחתי עמי את הטלפון הנייד. עכשיו,



מדור תרבות

ד"ר צוריאל ראשי, אוניברסיטת בר-אילן. כתב: אפי פרידמן



אוניברסיטת בר-אילן



# הכתובות על הקירות

הזה מומחש היטב במלחמת החורמה של גורמים חרדיים במה שמכונה 'פגעי הטכנולוגיה', קרי החדירה העמוקה של האינטרנט והסמארטפונים לקהילה החרדית. הפשקווילים גויסו לקרב המאסף כנגד התופעה, אבל התוצאה הייתה מן השפה ולחוץ. במרחב הציבורי הייתה התנזרות מסמארטפונים והתופעה זכתה לגינוי מקיר לקיר, אבל במרחבים הפרטיים, בבית ובעבודה, חרדים רבים מחזיקים במכשיר כזה בסתר."

## סוד קסמים

הפשקוויל הראשון צץ ברומא של המאה ה-16 כאמצעי מחאה נגד הכנסייה. הכרוז האנונימי נקרא באיטלקית פסקואנו, ביטוי שהתגלגל ברחבי אירופה והפך בקרב היהודים לפסקוויל, מילה המזכירה בהגייתה את המילים 'פתקי אויל' ביידיש. החפץ חיים כותב באחד מספריו שהפסוק 'מכה רעהו בסתר' מתייחס לכותבי הפסקווילים. ייחודו של הפשקוויל בהיותו אנונימי לחלוטין. השפה האלימה הננקטת בו, לעיתים, מתאפשרת בזכות אנונימיות זו. לכתוב הפשקוויל אין כללים ואיש לא מציב לכותבים האנונימיים גבולות.

דוגמה זכורה היטב היא מקרה שר התקשורת אריאל אטיאס מש"ס, שבשנת 2007 יצא נגד תחנות הרדיו החרדיות הפיראטיות ו"זכה" בפשקווילים צעקניים "אריאל אטיאס מוסר", כלומר נכנס תחת "דין מוסר" המוכר ביהדות כסנקציה כלפי מי שמלשין על רעהו לשלטונות. הפשקווילים הופצו בכל ריכוזי מצביעי ש"ס, כולל בקרב הלא דתיים שבהם. במקרה אחר פורסמו פשקווילים בגנות זמר מזרחי, שהופיע מול קהל מעורב. הנוסח "מה עשית ברחוב נכון ביום חמישי בשעה 20:30?" שלח לזמר "רמז דק", כי מעשיו הפרטיים, שכנראה לא עלו בקנה אחד עם תדמיתו הציבורית, יפורסמו.

הפשקווילים אינם נחלתה הבלעדית של שכונת מאה שערים. הם מתנוססים על הקירות בשכונות דתיות בערים אחרות בישראל. בעיר החרדית אלעד פורסם פשקוויל כנגד חגי עמיר, אחיו של הרוצח יגאל עמיר, שהתכוון להתארח בעיר. כמה מתושבי השכונה שלא אהבו את הרעיון, יצאו בנוסח תקיף, המאיים בשם רבני העיר בגל מחאה, אם רק יעז להופיע בעיר אלעד, ש"אינה עיר מקלט", כלשונם.

"הפשקווילים הם כלי ביטוי קיצוני של אנשים קיצוניים במיוחד", מדגיש ד"ר ראשי, "אבל המסרים שלהם נכנסים למעגל השיח בצורה שאינה מאפשרת, גם למתונים ביותר, להתעלם מהם. אם נתבונן בהם לעומק ונרחיק ראות מעבר למסרים הבוטים גרידא, אפשר ללמוד מהם רבות על הטבע האנושי והתקשורת האנושית, ללא חסמים, סינון ועריכה מכל סוג שהוא. בכך טמון גם קסמם."

בשחור על גבי לבן ובאותיות דפוס, שולחים הפשקווילים לציבור החרדי מסרים חדים, המזהירים אותם מפני משהו או מדרבנים אותם לנקוט פעולה. למרות החזות המיושנת, השפעתו ויעילותו של כלי תקשורת זה, שכבר יצא את גבולות שכונת מאה שערים, אינן פוחתות עם השנים.

מה באמת מחזיק את קירות הבתים הרעועים בשכונת מאה שערים? בדיחה ירושלמית גורסת שהתשובה היא הפשקווילים, אותן מודעות רחוב, המכסות את קירותיה של השכונה החרדית. המודעות כתובות בשפה ארכאית, מתובלת בביטויים מקראיים ובמעט יידיש. העברית המשובשת כמובן אינה משתפת פעולה עם אליעזר בן יהודה ודוברי העברית המודרנית.

תחת הכותרת האלמותית "גיוואלד" נדרשים הפשקווילים לנושאים עדכניים, ונקודת מבטם משלבת אחריות ציבורית והשגחה מוסרית קפדנית במיוחד; למשל: "להיזהר ולהישמר מסכנת האיפון, האי-פאד והבלעק-בערי, מכשירים חדשים אשר לא שערם אבותינו וכבר המיטו שואה רוחנית על כאלו שהחזיקום ופגעו בכרם ישראל סבא". מנעד הנושאים רחב: החל מקריאה להפגנות כנגד חילול שבת וגיוס לצבא, וכלה במקרים קהילתיים-מקומיים, כגון השכרת דירות בשכונה לאנשים לא ראויים, או, להבדיל, פדופילים. מדי פעם מתהדרים הקירות גם בפשקווילים מפתיעים, כגון הקריאה להחרים את המים של המדינה הצינונית - או להיזהר מקונגל ירושלמי מסוים.

## גינני מקיר לקיר

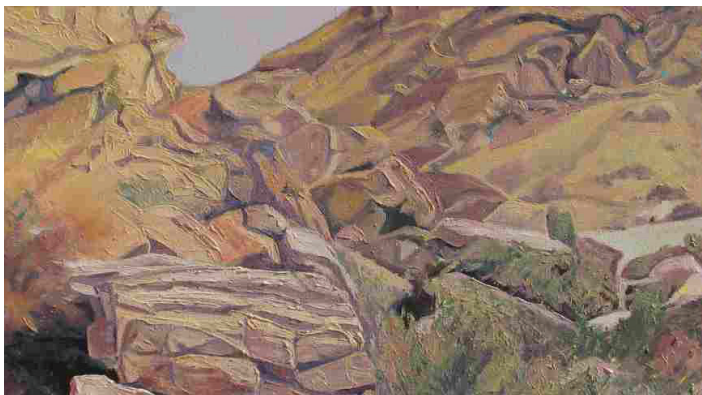
"הפשקווילים הם כלי התקשורת היחיד שפועל בישראל ברציפות עוד מימי התורכים", אומר ד"ר צוריאל ראשי מבית הספר לתקשורת באוניברסיטת בר-אילן, שחקר את התופעה, "המדיום הזה לא מתמודד עם סכנת סגירה כמו ערוץ 10, עם קשיים כלכליים כמו 'הארץ', או עם קשיים רגולטוריים כמו 'ישראל היום'. אינך צריך להיות בעל הון או איל תקשורת כדי להשמיע את קולך. די לנסח את הגיגך על הכתב ובכמה גרושים הם יובאו לידיעת הציבור, ללא צנזורה או ביקורת". לפשקוויל השפעה גדולה על הציבור החרדי בכל מישורי החיים, כולל בסוגיות של דת ומדינה, וכוחו עשוי לגבור על אמצעי התקשורת המסורתיים. דוגמה לכך היא פרשת מתווה הכותל, שנועדה להסדיר את התפילה במקום. בתחילה הושגה פשרה בין התנועות הרפורמיות לח"כים החרדים, שאף זכתה לתמיכתם הפסיבית של כלי התקשורת החרדיים הממסדיים; ואולם מתקפת נגד על גבי פשקווילים יצרה לחץ ציבורי שהביא לביטול המתווה. יחד עם זאת, הציבור החרדי אינו הולך כעיוור אחר הפשקווילים, ולעיתים גם כוחו של הפשקוויל מוגבל. "בשנים האחרונות מתרחב הפער במגזר החרדי בין מה שנהוג בציבור, לבין מה שנהוגים בד' אמות", מבחין ד"ר ראשי, "הפער



מדור תערוכות  
צילום ואמנות



# התעמקות תערוכה מאת רון גנג



התעמקות היא ערך.

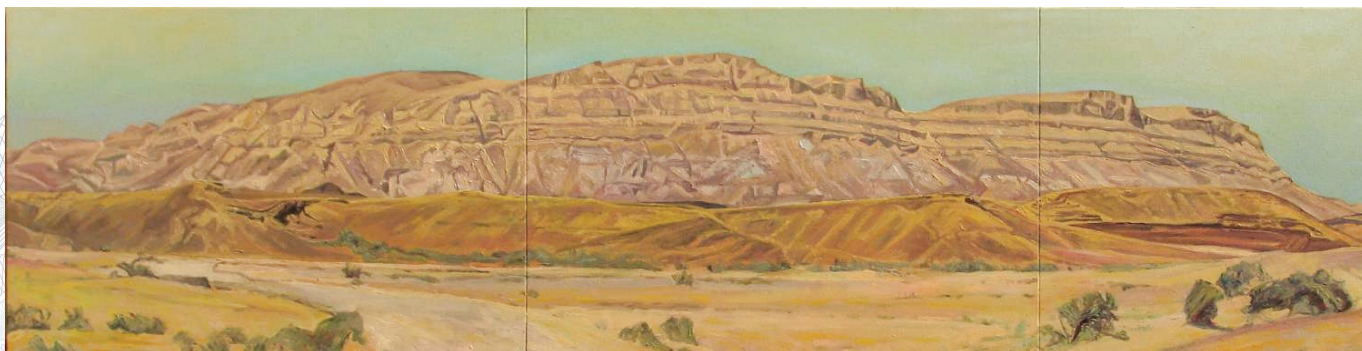
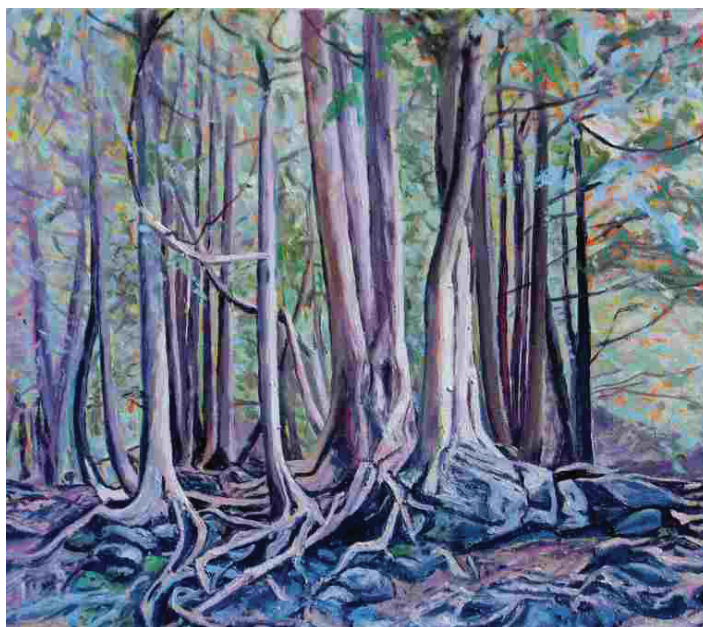
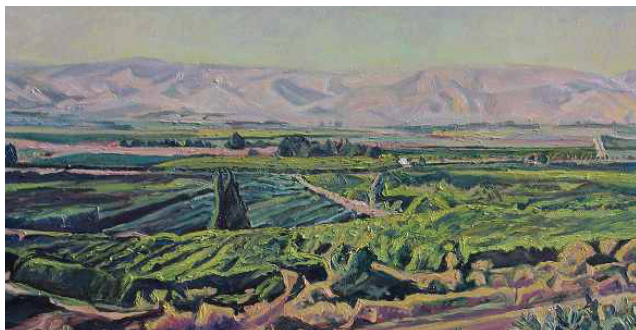
היא נובעת מהתחושה שיש הרבה יותר ממה שנראה במבט ראשון. כמו בהיכרות עם בני אדם, ניתן לגלות אוצרות בלתי-נדלים ככל שחודרים עמוק יותר.

רון מצייר כביכול אותם הנופים כבר עשרות שנים. עם זאת, בכל פעם אותו מקום נראה לו אחר, חדש. הוא חש שלא ראיתי אותו נכון בפעם הקודמת. ייתכן שזה לא אותו המקום כפי שהיה: העונה השתנה ותהליכי הטבע עשו את שלהם. כל יום אחר מקודמו - באור ובאטמוספירה יש שינויים - לפעמים גדולים, ולפעמים עדינים. הם נקלטים על ידי העין הרגישה. ולא נשכח את הצד השני של המשוואה: הצופה המתעד. גם הוא לא בדיוק כפי שהיה אתמול: המצבים האישיים שלו גורמים לו לתת תשומת לב ודגש לחלקים ולפרטים שונים במציאות שמולו.

היצירה נבנית על ידי הצייר והנושא המצוייר בצוותא. רון גנג בצעירותו ספג את תורת העבודה של אהרון דוד גורדון. עם עלייתו ארצה שקע בעבודה חקלאית והרגיש את בניית הקשר המוחשי עם האדמה. אותו קשר ממשיך עם ימים הארוכים שמבלה בציור בחיק הטבע.

רוב העבודות מתעדות את הסביבה הקרובה שלו ובוצעו בשטח מהתבוננות בלתי-אמצעית וחיבור עם הטבע. הטבע הוא הכל - הוא המקור, ההשראה, והמורה. בו תמונים סודות, אתגרים ופתרונות. צריך להתמסר.

רון מצייר הרבה את אותם הנופים שוב ושוב. כמו שנגן מנגן אותה יצירה שנים רבות בהתמדה ומגיע להבנה עמוקה יותר של אותה היצירה. הוא מפתח את יכולת ההבעה שלו. זה מה שמעניין אותו וזה הפך לדרך חיים.



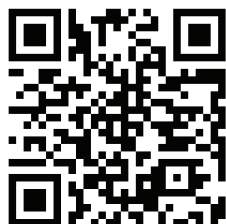
# מאזינים השקעות



## ערוץ הפודקאסטים של קבוצת פיננסים

ערוץ הפודקאסטים מופעל לרווחת הציבור הרחב לטובת העשרת ידע בתחום ההשקעות באפיקים השונים. יוזמת ומפעילת הערוץ הינה חברת פיננסים ניהול הון פרטי בע"מ העוסקת ביעוץ השקעות.

בערוץ ניתן להירשם בניידים לקבלת עדכונים על העלאת פודקאסטים חדשים בוואטסאפ



[www.podcasts.finance-inst.co.il](http://www.podcasts.finance-inst.co.il)



יקב סומק  
יקב משפחתי בזכרון יעקב  
סיורים וטעימות יין

הרצל 16, זכרון יעקב, 04-6397982  
[www.somek-winery.co.il](http://www.somek-winery.co.il)



# מגזין הבנקאות הפרטית

## גישה ישירה למוצרים ולשירותים

מגזין הבנקאות הפרטית מופק משנת 2011 עבור לקוחות הבנקאות הפרטית של כל הבנקים



לקבלת המגזין למשך שנה ללא תשלום וללא התחייבות ללקוחות הבנקאות הפרטית:



[www.bankautpratit.co.il](http://www.bankautpratit.co.il)