

מגזין הבנקאות הפרטית

משנת 2011

ינואר 2019

הפסל והאמן זמי שמרלינג

גלריית הבנקאות הפרטית, עמ' 32
ותמונת השער: הפסל:

”באתי, ראיתי, ניצחתי”

לאן נוסעת המכונית האוטונומית

דורי אורין
עמ' 20

פרופיל של רוצח בדם חם

פרופ' עמוס תנאי
ופרופ' עידו עמית,
עמ' 24



תובנות

משנת 2018

דר' איתי גלילי, עמ' 4

תחזית וסקירה לקראת 2019

מיכל יוזפסון, עמ' 6

השקעות אימפקט

אלון קיבה, עמ' 10

שוק ההון לאחר 9 שנות גאות

אריאל אוסטרייכר, עמ' 16

אפליקציית

מאזינים השקעות



חדש!! אפליקציה חדשה מבית קבוצת פינגסים, בה ניתן להאזין לפודקאסטים חדשים מידי שבוע, לצפות בסרטונים מכנסים של קבוצת פינגסים ולעיין בכל מהדורות "מגזין הבנקאות הפרטית". באמצעות האפליקציה תוכלו להירשם לכל פעילויות קבוצת פינגסים וליהנות מהזמנות לכנסים, מסרטונים בנושאי השקעות ושוק ההון, הודעות על פודקאסים חדשים ועוד...



אפליקציית "מאזינים השקעות" היא יוזמה של חברת פינגסים ניהול הון פרטי בע"מ מקבוצת פינגסים. האפליקציה מיועדת לציבור הרחב לטובת העשרת ידע בתחום ההשקעות באפיקים השונים. מנחה הפודקאסטים באפליקציה הינו ד"ר איתי גלילי מנכ"ל החברה.

להתקנה היכנסו לחנויות גוגל ואפל וחפשו - "מאזינים השקעות"



תוכן העניינים

תוכנות משנת 2018

4 ד"ר איתי גלילי, פיננסים ניהול הון פרטי

סקירה ותחזית שנתית 2019

6 מיכל יוזפסון, מנהלת מערך ייעוץ השקעות פיננסים ניהול הון פרטי

השקעות אימפקט

10 אלון קיבה, יועץ השקעות, פיננסים ניהול הון פרטי

השקעות כשרות

12 רון רביזדה, יועץ השקעות, פיננסים ניהול הון פרטי

מה הקשר בין בית, דטה ומשכנא

14 אסף הדו, שותף מנהל ב- KYC Capital

שוק ההון - לאחר 9 שנות גאות

16 אריאל אוסטרייך, דיימונד קפיטל

העלייה המינורית של ישראל למקום ה-49 במדד קלות עשיית עסקים (Doing Business) היא בבחינת שמחת עניים.

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

לאן נוסעת המכונית האוטונומית

20 דורי אורין, דוקטורנט בתכנית למדע, טכנולוגיה וחברה

האמבולנס הגנומטרי שיתקן לנו את הגנים

22 פרופ' דן פאר, אוניברסיטת תל-אביב

פרופיל של רוצח בדם חם

24 פרופ' עמוס תנאי ופרופ' עידו עמית, מכון וויצמן למדע

הקושי להודות בטעויות

26 חוה אוסטרובסקי, פסיכותרפיסטית MSW

נווה צדק - מסע אל האמא של תל-אביב

28 אילן שחורי, עיתונאי, איש תיירות וחוקר תולדות ארץ ישראל

30 אסף בן דור, שירותי אדריכלות ותכנון

גלריית הבנקאות הפרטית

32 תערוכה מאת הפסל זמי שמרלינג

**דבר יושב ראש קבוצת "פיננסים"
מר אורי גלילי
ינואר 2019**



קוראים יקרים,

שורות אלו נכתבות ביום האחרון של השנה האזרחית. אם תמיד יש סיכון בתחזיות הרי שהיום בוודאי שקשה לכתוב דברי חכמה שייתכן מאד שיתבררו כשטות גמורה תוך זמן קצר. הדבר נכון לגבי הכלכלה, השקעות וגם לגבי תוצאות הבחירות הקרובות. נראה לי שצפויות הפתעות בשני התחומים ואלה אינן מצטמצמות לישראל בלבד.

לגבי העבר אני מרגיש על קרקע בטוחה יותר באומרי שבמידה רבה החמצנו בשנים האחרונות לנצל כל כך טוב לרפורמות מבניות ושיפור התשתיות. קיימות גם התחייבויות בסכומי עתק להוצאות עתידיות - כגון רפורמות תיאורטיות בנמלי ישראל או במשק החשמל. הדבר יקשה על מימון שינויים הכרחיים בתחומים רבים, אציין שניים - מערכת הרפואה הציבורית ושרותי הרווחה/עובדים סוציאליים. הצד החיובי הוא שנחסכה מאתנו חצי שנה של כלכלת בחירות שאת עלותה קשה לדמיון. הרבעון האחרון ובמיוחד החודש האחרון היו עגומים מבחינת המשקיעים, באפיקי השקעה שונים נרשמו הפסדים. השאלות רבות: מדובר בתיקון או תחילת נסיגה? מה תהיה ההשפעה על הכלכלה הראלית? הממשלות והבנקים המרכזיים ימשיכו במדיניות של יציאה הדרגתית ומבוקרת מהבועה הפיננסית שמלווה אותנו מ-2008 ועוד ועוד...

מפת הסיכונים לא השתנתה מהותית, כאשר שווקים יורדים מופיעות הזדמנויות אך מאידך גדל הסיכון של האטה בצמיחה. על סמך המידע הנוכחי ההעדפה שלי היא לדבוק במסגרות ההשקעה האישיים שקבענו לעצמנו ולחפש הזדמנויות רק בשוליים. יתרות נזילות עדיין אינן מילת גנאי. יש לשקול השקעות אלטרנטיביות גם כשהן פחות נזילות.

ברצוני לאחל לכולנו שנת השקעות מוצלחת וכלכלה טובה. 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 בלוך / דפוס: בריף-זיו-בלוך

מנכ"ל: ד"ר איתי גלילי
מו"ל: קבוצת פיננסים גג בע"מ
טל: 07777-83044, פקס: 07777-83045
אז"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/שיועץ 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 לבירור 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/שיועץ 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 והמו"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.



תובנות משנת 2018

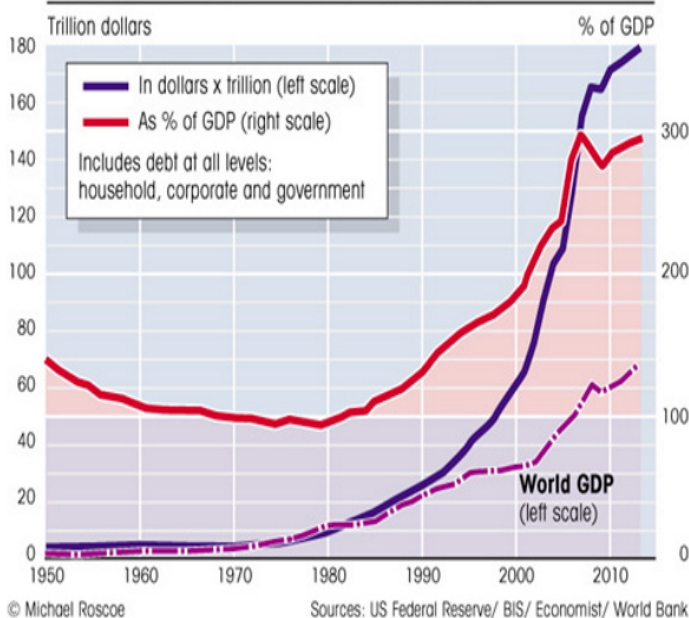
החוב הזרות שהונפקו בבורסה בת"א. איגרות חוב אלו הונפקו על ידי תאגידים אמריקאים (בעיקר מתחום הנדל"ן). עליית הריבית בארה"ב, האטה בשווקי הנדל"ן בשילוב אירועים ספציפיים של חדלות פירעון גרמו לירידות ניכרות באפיק השקעות זה (שכיב בשנת 2017). בניגוד לביטקוין וקנאביס אשר נתפסים כאפיק ספקולטיבי, השקעה באג"ח לנדל"ן נשמע למרבית המשקיעים כאפיק סולידי. בפועל, מדובר על חוב אשר ניצל את חוסר האחידות בדירוגי האשראי בישראל מול העולם. מרבית המנפיקים הזרים היו מקבלים דרוג אשראי נמוך יותר בשוק ההון האמריקאי ("המגרש" הביתי של החברות בארה"ב) וכתוצאה היו נדרשים לשלם ריבית גבוהה יותר מהתנאים להם התחייבו לחוסכים בישראל. מרבית איגרות חוב אלו הסתתרו בקרנות נאמנות 10/90 המשווקות כאפיק השקעה סולידי וכתחליף לפיקדונות. הצצה בטבלאות קרנות נאמנות מסוג זה תציף מספר רב של קרנות נאמנות שירדו בשנת 2018 באופן חד ספרתי גבוה ואף דו ספרתי. המשקיעים בקרנות הופתעו לרעה מעוצמת הסיכונים והביאו לפדיונות גבוהים מאוד במהלך חודש דצמבר.

עשור של ריבית נמוכה הסיט משקיעים לחפש השקעות בנתיבים מסוכנים וזאת בתקווה לתשואות גבוהות כתחליף לאפיקי ההשקעה המסורתיים. שנת 2018 התחילה בעליות נאות בשווקי ההון והיה נדמה שמגמת העליות של שנת 2017 תמשכנה. אך כבר בשלבים הראשונים של השנה המגמה התחילה להתהפך. הירידות הבולטות ביותר נרשמו בתחומים שנחשבו לאטרקציה גדולה בשנת 2017. הירידה המצטברת הגבוהה ביותר בשנת 2018 הייתה בתחום המטבעות הדיגיטליים (בראשן הביטקוין). בתחילת השנה ראינו מידי יום אנשים עומדים בטור לכספומטים לביטקוין. נפתחו זירות מסחר לתחום ואף מספר חברות בורסאיות שינו את ייעודן העסקי לתחום. בשלהי 2017 הביטקוין הגיע לשווי של כ-14,000 \$ ונכון לכתבת שורות אלו מחירו 3,800 \$ בלבד. יש לציין שמרבית המשקיעים הסולידיים התקשו להבין את ההבטחה בעולם הדיגיטלי וסביר שיעיקר הנזק נגרם למשקיעים ספקולטיביים בלבד. תחום אחר בעל פוטנציאל כלכלי עתידי היה חברות בתחום הקנאביס. בדומה לביטקוין, גם בנושא זה, צצו חברות אשר נכנסו לבורסה (או חברות נסחרות ששינו את פעילותן לתחום זה). כמוכן שהמרחק

בין תחום פעילות כלכלי עם פוטנציאל לבין הקמת חברות רווחיות יכול להיות מקרי. אך כמו במקרים רבים שימש סיפור נח לגיוסי הון מהקהל הרחב. שנת 2018 מסתיימת בירידות חדות במניות אלו בארץ ובעולם. לאחרונה הרשות לני"ע מצאה לנכון לפרסם למשקיעים הודעה מפורטת עם דגשים, זאת על רקע הגידול במספרן של חברות הקנביס הרפואי הציבוריות, ומכיון שמדובר בתחום פעילות מתפתח המושפע ממגוון של גורמי סיכון מהותיים. יש חשיבות לכך שהמשקיעים יקדישו את תשומת הלב הראויה לבדיקת ההשקעה בתחום זה. להבדיל מתחום זה, שנת 2018 תיזכר כשנה שבה צף הסיכון של שוק איגרות



Total global credit-market debt owed



© Michael Roscoe

Sources: US Federal Reserve/ BIS/ Economist/ World Bank

התרופה המומלצת על ידי הבנקים המרכזים הנה יצירת אינפלציה. משמעותה שחיקת הערך הנומינלי של כספי האזרחים. (האינפלציה אינה נתפסת כ"תספורת" אלא רק במספרים גבוהים באופן יחסי). העניין יכול להיות סמנטי, אך יש חשיבות רבה לפסיכולוגיה כיצד הדברים נתפסים בקרב הציבור הרחב. עד כה, הבנקים המרכזיים של ארה"ב ואירופה הצליחו לייצר אינפלציה חיובית (בניגוד ליפן) תוך כדי תמיכה בצמיחה כלכלית, על אף שזו אינה מאוד גבוהה. מה המשמעות של כל זה למשקיעים? רמת החוב בעולם צפויה להישאר גבוהה בשנים הקרובות. במצב כזה הבנקים המרכזיים יתקשו מאוד להעלות ריבית ולכן ריבית ראלית נמוכה תמשיך לתמוך בכדאיות ההשקעות הפיננסיות. כמוכן שבמצב כזה הרגישות למשברים גדלה והתנודתיות צפויה לעלות. התמדה באפיקי השקעה מסורתיים, מובנים ושקופים הנה האפשרות הטובה ביותר לחסכון ארוך טווח. עדיף להתמקד בתשואות ראליות הגיוניות מאשר לבנות על ציפיות מוגזמות שגוררות הפסדים כבדים.

תחת ההנחה שהשגת תשואות חיוביות בריבית נמוכה וסביבה עסקית מאתגרת, תישאר מלאכה קשה, יש לבחון ביתר זהירות כל אפיק השקעה. בחירת מנהלים טובים בכל אפיק הינה אסטרטגיה מומלצת. ההגדרה של מנהלים טובים, מניסיוני, הינה על סמך ותק וניסיון, אסטרטגיה ברורה לאפיק ההשקעה. דגש נוסף בבחירת מנהל, הנה המיקוד שלו באפיק ההשקעות. ככל שמנהל ההשקעות ממוקד באפיק ספציפי, כך יקל עליו לזהות הזדמנויות ואיומים להשיג תשואות חיוביות.

התובנה משלל האירועים המתוארים לעיל הנה פשוטה: עולם של ריבית נמוכה יוצר כרית אגרסיבית מאוד של שיווק פנטזיות לציבור הרחב.

אפשרויות השקעה מסוכנות יכולות להיות רלוונטיות לעיתים רחוקות וברב המקרים הסיכוי להיפגע מהשקעות אלו גבוה מאוד. איני רוצה לעסוק בהרחבה בנתונים כלכליים ותחזיות השקעה פרטניות (שכן יש לנו כתבה ייעודית ומורחבת לנושא בהמשך המגזין) אלא לדון בהיבט הרחב יותר של התופעות הגלובאליות אותם אנו רואים.

ברמה הפוליטית השיח במדינות רבות בעולם מקצין ושם דגש על פרוטקציוניזם כלכלי ונסיגה מהגלובליזציה. תהליך זה הובל עלי ידי נשיא ארה"ב אך מחלחל למדינות רבות. מלחמת הסחר של ארה"ב מייצרת חוסר וודאות ומתחים פוליטיים שקשה לאמוד בשלב זה.

הבטחת נשיא ארה"ב לצמיחה כלכלית גבוהה, אינה צפויה להתגשם בשנת 2019 אלא אף לרדת ביחס לשנת 2018. החרפת מלחמות הסחר (בעיקר מול סין) יכולה אף לגרום לירידה נוספת בקצב הצמיחה. דוגמאות נוספות למגמות הבידול מומחשות היטב באנגליה אשר מתבוססת בקשיי ה"ברקזיט". גם הממשלה החדשה באיטליה מחפשת דרכה באמצעות התקוטטות מול האיחוד האירופי. בעת כתיבת שורות אלו, ראש הממשלה שלנו מתארח בברזיל לכבוד טקס השבעת הנשיא החדש, אשר גם הוא מדגיש גישה לאומנית ובדלנית ביחסים הבינלאומיים. נימה פופוליסטית חריפה מגיעה גם מהנשיא החדש במקסיקו.

המתח הפוליטי מדיני אותו אנו חווים הנו תולדה של משבר האשראי משנת 2008. משבר זה לא הסתיים ואף רחוק מלהסתיים. המשבר היה מאוד גדול וגרם למדינות המפותחות בעולם להעמיס על עצמן חובות כבדים מאוד במטרה לשמר את הפעילות הכלכלית. למעשה, כיום, רמת החוב בעולם גבוהה יותר מלפני עשור והיקף החוב מקשה על המדינות לספק שירותים ציבוריים איכותיים וזמינים. לא רק שהיקף החובות גדל, גם הפערים החברתיים גדלו ויצרו מתחים במדינות רבות בעולם.

הבעיה המרכזית עמה צריך להתמודד הנה כיצד מורידים את שיעור החוב של מדינות? בניגוד להליך של הסדר חובות ("תספורת") של חברות ואנשים פרטיים, שמיטת חובות של מדינות הינן טראומטיות מאוד ויכולות ליצור הרס פיננסי כתוצאה מחוסר אמון של הציבור הרחב.

הדרך המרכזית המאפשרת למדינות להחזיר חוב הנה צמצום הוצאות, הפחתת גירעון, העלאת מיסים, קיצוץ קצבאות וכו'. כל אלו גורמים לירידה בביקוש ומכניסים את השווקים להאטה ואף למיתון (כלומר החרפת המצב).



מדור פיננסי

מיכל יוזפסון, מנהלת מערך ייעוץ השקעות פיננסים ניהול הון פרטי



סקירה ותחזית שנתית 2019

שנת 2019 תתמתן לשיעור של 2.3%. בהתבסס על הערכות אלו, שיעור האבטלה צפוי להמשיך לרדת לרמה של 3.5% והאינפלציה תעמוד סביב 2%. הפד מעריך שמספיקות 2 העלאות ריבית בשנת 2019 על מנת לשמור על יציבות מחירים ומשק בתעסוקה מלאה.

אין אינדיקטורים המצביעים על מיתון, הנתונים הכלכליים ברובם טובים. שיעור גבוה מהצמיחה בארה"ב מתבסס על צריכה פרטית. סעיף זה נתמך בשוק עבודה חזק. הכלכלה האמריקאית עדיין מייצרת מספר משרות במוצע כפול ממה שצריך על מנת לשמר שיעור האבטלה נמוך, גם אם בקצב איטי יותר והשכר ממשיך לעלות. **אירופה.** הכלכלה האירופאית צפויה לסיים את השנה עם צמיחה של כ-2% וצמיחה של 1.9% ב-2019. הצמיחה מונעת בעיקר מביקושים מקומיים גבוהים, כתוצאה משיפור בשוק העבודה ועלייה בשכר שתומכים בצריכה פרטית. תחזית הצמיחה התמתנה בעיקר בשל איומים חיצוניים, השפעתה של מלחמת הסחר ופגיעה בייצוא כתוצאה מכך. המדיניות המוניטרית נותרה מרחיבה על אף שהתוכנית לרכישת אגח ע"י הבנק המרכזי הופסקה והריבית השלילית לא צפויה לעלות עד לחודש ספטמבר 2019. פופוליזם הוא הסיכון הגדול באירופה. נראה שמתחים פוליטיים ביבשת בלתי נמנעים על רקע המבנה של האיחוד. נראה שהמשבר עם איתליה בנושא התקציב נפתר, נותר לראות כיצד יתפתח נושא הברקזיט ולקוות שתימנע יציאה של בריטניה ללא הסכם עם האיחוד.

ישראל. הכלכלה הישראלית ממשיכה לצמוח אם כי הצמיחה התמתנה ברבעון השני והשלישי של השנה. הצמיחה בשנת 2018 צפויה לעמוד על פי הערכות בנק ישראל על 3.7% ובשנת 2019 על 3.6% אם כי זה נראה אופטימי מדי וההערכה שהצמיחה תתכנס לשיעור של כ-3%. המדד המשולב למצב המשק ממשיך להצביע על המשך התרחבות כלכלית. שוק העבודה חזק ומאופיין בשיעור ההשתתפות והתעסוקה גבוהים, שיעור אבטלה נמוך ועלייה בשכר. שיעור האינפלציה ב-12 חודשים האחרונים עלה ב-1.2%. שיעור זה אמנם גבוה מטווח היעד התחזית, אך הוא נמוך וצפוי להישאר ברמה נמוכה. בנק ישראל העלה את הריבית לראשונה מאז 2015 לרמה של 0.25%. לאור הערכה שהצמיחה צפויה להתמתן ולאור הערכה

שנת 2018 הסתיימה עם ירידות שערים חדות בשווקי המניות ומימושים באפיק החוב הסחיר. התנודתיות שצפינו הגיעה במלוא העוצמה, כאשר המניע לירידות הינו החשש מהאטה כלכלית.

לאחר שנים של מדיניות מוניטרית מרחיבה מאוד והזרמת נזילות מאסיבית לשווקים, הבנקים המרכזיים באירופה ובארה"ב מצמצמים את תוכניות ההרחבה הכמותיות, בארה"ב נמצאים במסלול של העלאות ריבית ואף בישראל עלתה הריבית לראשונה מאז 2015. החשש העיקרי של המשקיעים הוא העלאת ריבית בקצב מהיר מהרצוי כתוצאה מהערכה שגויה של הבנק המרכזי בנוגע למצב הכלכלה, מה שיביא לאטה כלכלית ולגלישה למיתון. אינדיקטורים כגון ירידת מחירי הנפט והשתתחות עקום התשואות של אג"ח ממשלת ארה"ב, המרמזים על כך שהכלכלה אינה חזקה כפי שהפד טוען, ליבו את חששות המשקיעים והביאו לירידות שערים חדות בשווקים.

נושאים גיאופוליטיים כגון מלחמת סחר ארה"ב סין והברקזיט וכן חשש מהאטה כלכלית בסין, מהווים גורמי סיכון להמשך צמיחה של הכלכלה העולמית.

בנושא עקום התשואות כאינדיקטור מקדים למיתון. התהפכות העקום הצליחה לחזות 7 מיתונים ב-50 השנים האחרונות. בממוצע לקח בין 9-10 חודשים מרגע שהעקום התהפך ועד ששוק המניות הגיע לשיא ולאחר מכן ממוצע של כ-5 חודשים מרגע הגעת שוק המניות לשיא ועד להתחלת מיתון. כמובן שמדובר בסטטיסטיקה ובממוצעים אבל ע"פ אינדיקטור זה, נראה שיש עוד זמן.

קשה לנבא מתי יגיע המיתון. המצב הנתון הוא שהשווקים מתאימים עצמם למציאות שבה קצב צמיחת רווחי החברות מאט, צפויים המשך לחצים אינפלציוניים והמדיניות פיסקאלית והמוניטרית תומכת פחות מאשר בעבר. בשווקים מתבצעות התאמות להידוק התנאים הפיננסים וחוששים מהאטה משמעותית בעקבות כך.

ארה"ב. הידוק התנאים הפיננסים בחודשים האחרונים, במקביל לצמיחה חלשה מחוץ לארה"ב הביאו את הבנק המרכזי בארה"ב להוריד את שיעור הצמיחה הצפוי ואת תחזית האינפלציה. ע"פ הבנק המרכזי בארה"ב הצמיחה בשנת 2018 תתכנס לכ-3% ובשנת

600) בשיעור חד של כ-13% בסיום 2018. בבחינת מאקרו, ההערכה הינה שהחולשה ברבעון השלישי היתה זמנית. הביקוש המקומי חזק ונתמך ע"י שוק העבודה, החברות מגדילות השקעות וריווחיהן צומחים בשיעור חד ספרתי בינוני. התמחור של השוק האירופאי, כמו יתר הכלכלות המפותחות, נמוך בהשוואה לשוק האמריקאי ומגלם פסימיות רבה של המשקיעים. על פניו מצב זה יכול להצטייר כהזדמנות. באירופה יש סיכון מבני שלא מאפשר לכלכלה לפרוץ, אינו מבסס ביטחון ופוגע בביצועי השוק באופן עקבי. בשלב זה של המחזור, אף שהמשבר בין איטליה לאיחוד הסתיים, בהינתן הברקזיט בפתח, נעדיף לנקוט עמדה של לחכות ולראות.

מתעוררים. השווקים המתעוררים הניבו ביצועי חסר בשנת 2018 וסבלו מירידות חזקות של כ-18% בעיקר בשל גורמים חיצוניים הקשורים בהעלאת הריבית בארה"ב והתחזקות שער הדולר ובשל האטה בשוק הסיני. יש מקום להבחין בין הכלכלות ולא להתייחס אליהן כמקשה אחת. יש להתמקד בכלכלות חזקות, בעלות מאזן שוטף יציב וריביות מקומיות גבוהות על מנת שיוכלו להתמודד טוב יותר עם שינויים בריבית הדולרית ולספוג זעזועים. בשל האטה הצפויה בסחר העולמי יש להתמקד בשווקים ובחברות שמתבססות על גידול בביקוש המקומי. הסביבה נותרת קשה והתנודתיות יכולה להימשך, אך השלכות מלחמת סחר מגולמות במידה מסוימת בשווקים, ההסתברות שסין תחווה נחיתה קשה הינה נמוכה לאור התמריצים של הממשל. הפסקת העלאות הריבית בארה"ב בהמשך 2019 יכולה להוות רזז לעליות בשווקים אלו. שווקים אלו, נראים אטרקטיביים במונחי צמיחה, ותמחור למשקיעי הטווח ארוך.

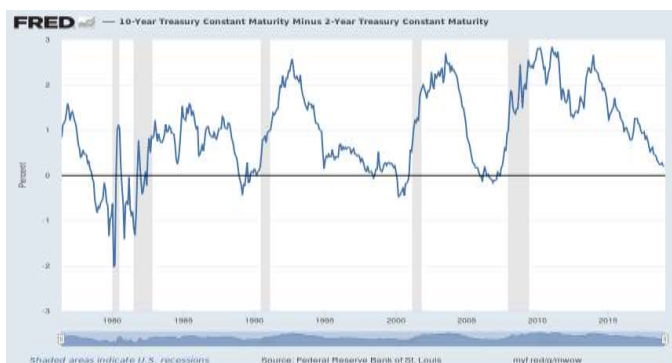
ישראל. השוק המקומי הניב ביצועי יתר ביחס לשווקי המניות האחרים בעולם, כשמדד ת"א 135 ירד מתחילת השנה ב-3.68%. קיימת שונות בין ביצועי המדד המוביל לביצועי שאר שוק המניות אשר היו חלשים משמעותית, כאשר מדד יתר המניות ירד בכ-10% במהלך השנה. על אף ההערכה שגם בישראל נראה התמתנות של הצמיחה, ההנחה הינה שסביבת הריבית תישאר נמוכה (גם אם התיינה עליות ריבית), תמחור המניות אינו גבוה והיעדר אלטרנטיבות לתשואה בשקלים תומכים בהשקעה במניות, על אף הצפי לתנודתיות בטווח הקצר.

שווקי המניות מגלמים תחזיות פסימיות מאוד. אמנם הנתונים הכלכליים שפורסמו חלשים מעט מהמצופה אבל הצמיחה של הכלכלה העולמית צפויה להיות חיובית בשנה הקרובה גם אם איטית יותר.

שאינפלציה צפויה להישאר נמוכה, הערכתנו הינה שהריבית תעלה בהדרגה ובקצב איטי בניסיון לנרמל את רמות הריבית.

ההערכה הינה שהריבית תעלה באופן מתון והדרגתי ותהייה תלויה נתונים כלכליים. על אף הצפי להאטה בשנת 2019 ההסתברות למיתון אינה גבוהה בהינתן אינדיקטורים מקדימים על מצב המשק וכן בהתבסס על נתוני שוק העבודה.

העלייה בחוסר הוודאות מדגישה את הצורך בהשקעה בנכסים איכותיים, החזקה של נזילות ואג"ח ממשלתי כבולם זעזועים ושילוב נכסים אלטרנטיביים כמקור לתשואה בלתי תלוי והפחתת התנודתיות.



מניות

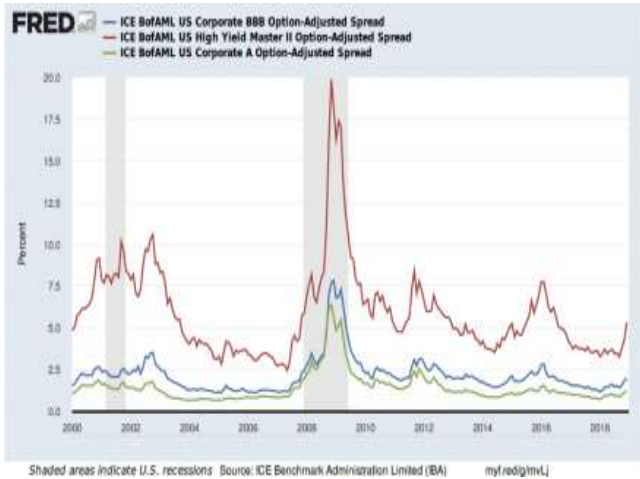
ארה"ב. מדד ה-S&P500 ירד בשיעור של כ-7% במהלך 2018. קצב צמיחת רווחי החברות לשנת 2018 צפוי לעמוד על כ-25%. בשנת 2019 קצב צמיחת רווחי החברות צפוי להתמתן ולעמוד על 8%. הירידה בקצב צמיחת הרווחים תנבע כתוצאה מגידול בעלויות (מימון ושכר) של החברות והתפוגגות השפעת הרפורמה במס על שיעור הגידול. קצב גידול רווחים גבוה במקביל לירידת שערים בשוק, הביא לירידת מכפיל מדד ה-S&P500 העתידי ל-14.2, המגלם תשואת רווחים של 7%. בשלב זה יהיה נכון להתמקד בחברות גדולות עם מאזנים חזקים. החברות הקטנות, נסחרות בתמחור גבוה משמעותית ושיעור גבוה מהן סובל ממינוף גבוה ועליית הריבית תפגע בתוצאותיהן. בבחינת סקטורים, לאור הערכה להמשך עליית ריבית נראה שקצת מוקדם מדי לעבור לסקטורים דפנסיביים, המעניקים תזרים, כגון תשתיות וצריכה בסיסית ולהתמקד בסקטורים כגון פיננסים ואנרגיה שהם אומנם מחזוריים אבל נמצאים בתמחור נמוך וצפויים ליהנות מצמיחה חזקה ברווחים.

אירופה. נתוני מאקרו חלשים ברבעון השלישי של השנה, השפעת מלחמת הסחר ופופוליזם הביאו לירידת מחירי המניות (stoxx

המשך בעמ' הבא >>

הבנקאות הפרטית

סקירה ותחזית שנתית 2019 המשך מעמ' קודם <<



אנו נמצאים בשלב מאוחר של המחזור הכלכלי שלב זה מאופיין בתנודתיות גבוהה, אשר צפויה להימשך גם בשנת 2019. ההיסטוריה מלמדת שניתן להשיג ביצועים טובים בשוק המניות גם בשלב זה.



שווקי החוב

אג"ח חברות high yield עד לחודש נובמבר אפיק זה הניב ביצועים חיוביים בניגוד לביצועי שוק אגרות החוב המדורג. עם העלייה בחששות למיתון בארה"ב, חשש מהאטה בסין, ירידה במחירי הנפט (פוגע בתוצאות חברות אנרגיה וביכולת החזר החוב) פרמיות הסיכון גדלו והתשוואות עלו. אפיק זה נסחר בתשוואה שנתית לפדיון של 8.1% ומרווח של כ-5.4% מעל הממשלתי לתקופה דומה בהשוואה לרמת תשואה של 5.8% בתחילת השנה ופרמיית סיכון של 3.5%. המצב מזכיר את התנהגות אפיק זה בסוף 2015 ותחילת 2016 בו שוק האג"ח הלא מדורג ספג הפסדים כבדים בשל ירידת מחירי הנפט וחשש ליכולת החזר של חברות האנרגיה. על אף התרחבות המרווחים, עליות ריבית יכולות להביא לעליה נוספת בתשוואות ובפרמיות הסיכון. בתסריט כזה, עם העלייה בפרמיות סיכון והתשוואות יהיה מקום להגדיל חשיפה לאפיק זה.

אג"ח שווקים מתעוררים. נקוב דולר נסחר בתשוואה שנתית לפדיון של כ-7% ומרווח של 4.26%. גם כאן חל גידול משמעותי במרווחים. כלכלות אלו מתנהלות ברמות חוב נמוכות יותר מאשר כלכלות מפותחות ועל אף סיכון של תנודתיות יהיה מקום לשלב השקעות אלו כאשר מחליטים על הארכת מח"מ של התיק (מאופיין במח"מ של כ-7 שנים).

אג"ח ממשלת ישראל. לאחר שנים של עליות, שוק האג"ח הממשלתי הניב השנה תשואה שלילית וירד בשיעור של כ-1.4%. בניגוד למצב בארה"ב, בישראל עקום התשואה תלול יותר משמע קיים פיצוי על הארכת תקופת ההשקעה. בבחינת הריבית במשק, הערכתנו הינה שהריבית לא צפויה לעלות באופן חד. על אף היות העקום תלול יחסית, שוק האג"ח הממשלתי יכול להיחלש עם

אג"ח ממשלת ארה"ב. עליית הריבית בארה"ב, הפכה את שוק האג"ח בארה"ב למקור אטרקטיבי להכנסה. התשוואה על אג"ח ממשלת ארה"ב לחצי שנה עומדת על 2.5% במונחים שנתיים. עקום התשוואות בארה"ב שטוח ולא קיים פיצוי על הארכת מח"מ (הפער בין אג"ח 2/10 משנים הצטמצם ועומד על 0.11%).

בתיקי מט"ח, במקרה של עליית בתשוואות באפיק הממשלתי על רקע העלאות ריבית יש מקום להשקיע במח"מ ארוך יותר, כדי להתמודד עם תנודתיות שמקורה בהאטה בצמיחה בשלב מאוחר של המחזור וכמקור לרווחי הון עתידיים למקרה שהעקום יתהפך. **אג"ח חברות דולרי בדירוג השקעה.** שוק אגרות החוב בארה"ב סבל מביצועים שלילים בשנת 2018 כתגובה לעליית ריבית. בעשור האחרון שוק אגרות החוב הקונצרני המדורג בדירוגי השקעה הכפיל את עצמו לרמה של 5.2 טריליון \$.

מאז 2009 אג"ח חברות בשכבת דירוג **BBB** צמח ותפס נתח של כ-48% משוק אגרות החוב המדורגות, כאשר הגיוסים בהרבה מקרים נעשו לצורך מימון רכישות של חברות. המינוף של חברות בדירוג זה עלה משמעותית והחשש בהינתן האטה כלכלית, שהירידה ברווחים תגדיל את המינוף, תקטין יחס כיסוי החוב ותביא לקושי בניסו כספים. מצב זה יביא לגל של הורדות דירוג לדרגת אג"ח זבל. שוק אג"ח **high yield** ייאלץ לספוג כמות גדולה של אג"חים והמצב יגרום למרווח בין דירוגי ה-**A** ו-**BBB** להתרחב ולתשוואה על אותן אגרות חוב לעלות. בשל סיכון זה, יש מקום להתמקד באג"ח איכותיות בדירוגי השקעה **A** ומעלה ולנצל בהמשך השנה עלייה בתשוואות להארכת מח"מ וקביעת ריבית גבוהה.

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

תחזית ארוכת טווח הנתונים נכונים לתאריך 27.12.2018

אפיק/נכס	תשואה צפויה מתחת לממוצע	ניטרלי	תשואה צפויה מעל לממוצע	תשואה צפויה עודפת	שינוי מרבוען קודם
שוקי מניות					
ארה"ב		●			□
ישראל			●		□
מתעוררים			●		□
אירופה		●			□
שוק האג"ח					
ישראל ממשלתי		●			▲
ישראל חברות דירוג השקעה		●			□
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.

המשך עליות ריבית בישראל ועם עליית הריבית בארה"ב ועל כן ייתכן שעוד קצת מוקדם להאריך מח"מ בשלב זה, נעדיף מח"מ קצר עד בינוני.

אג"ח חברות ישראל. לאחר שנים של עליות מחירים וירידת תשואות באפיק האג"ח בישראל, מה שהחל כזחילה של תשואות כלפי מעלה כתוצאה מעליית ריבית בישראל, הסתיים בירידות חדות ומהירות בשוק האג"ח ופתיחת מרווחים על רקע פדיונות כבדים בקרנות נאמנות ותעודות סל בדצמבר. בשל הגידול בהשקעה באמצעות תעודות סל וקרנות נאמנות מעורבות, הפדיונות באו לידי ביטוי במכירה רוחבית ויצרו הזדמנויות השקעה בנכסים איכותיים, שנסחרו בניגוד לעבר בתשואה אטרקטיבית. מאז שוק האג"ח תיקן כלפי מעלה, אך הערכתנו הינה שהתנודתיות תימשך ואנו צופים עליית תשואות והתרחבות במרווחים.

לאור הערכה שעליות הריבית בארץ ובארה"ב תהיינה מוגבלות, בהמשך יהיה מקום לנצל עליות בתשואות כאשר יש חולשה בשווקים, להאריך מח"מ בהדרגה ולקבע ריבית גבוהה יותר באג"ח באיכות גבוהה (דירוגי השקעה) באופן סלקטיבי. אנו יוצאים מנקודת הנחה שגם בתסריט של משבר גדול רב החברות המדורגות בדירוג השקעה גבוה תעמודנה בהתחייבויותיהן.

לסיכום: שלב מאוחר במחזור הכלכלי. שינויים צפויים בהסכמי הסחר העולמיים מובילים לתנודתיות גבוהה שתימשך גם לתוך 2019. אין אינדיקציה למיתון בטווח הקצר, אך יש מקום לזהירות. עלייה בחוסר הוודאות מדגישה את הצורך בשילוב נכסים איכותיים בתיק ההשקעות באפיק המניות והאג"ח. יש מקום להחזיק רכיב של נזילות על מנת לספוג את תנודתיות או זעזועים צפויים בשוק ולצורך ניצול הזדמנויות השקעה לטווח ארוך במידה ותיווצרנה. במקביל, ההקצאה לנכסי סיכון כגון מניות ואג"ח צריכה להתבצע לנכסים בהם יחסי הסיכון/סיכוי אטרקטיביים, להימנע מנכסים בהם upside-ה מוגבל אבל הפוטנציאל להפסד גבוה.

אנו עדיין תומכים בגישת השקעות של ניהול אקטיבי וסלקטיבי בכל האפיקים. חוסר הוודאות והעלייה בתנודתיות מדגישים את הצורך בפזרן השקעה לנכסים שאינם מסורתיים. יש לשלב אפיקי השקעה אלטרנטיביים כמקור לתשואה בלתי תלויה בביצועי שוק המניות והאג"ח ועל מנת למתן את תנודתיות התיק. בתחום זה יש מקום להתמקד בהשקעה בחוב שאינו סחיר המנוהל ע"י גופי השקעה המתמחים במתן אשראי באופן ישיר, אשר מגלם פוטנציאל תשואה גבוה, תוך פיזור סיכון, ברמת ביטחונות גבוהה ותנודתיות



מדור פינסי

אלון קיבה, יועץ השקעות פיננסיים ניהול הון פרטי



השקעות אימפקט

	Donor/ Investor Type	Screening	Impact Intent	Returns
Philanthropy	Charitable Donor	Compliance, mission	Full	None
	Strategic Philanthropy	Impact, effectiveness	Full with leverage	None - Low
	Venture Philanthropy	Impact, scalability	Full with leverage	None - Low
Impact Investing	Direct Impact	Impact first, then financial	Significant	Moderate
	Indirect Impact	Financial first, then impact	Some	High
Investing	Sustainable Investor	Financial + positive ESG screen	Modest	High
	Socially Responsible Investor	Financial + negative ESG screen	Neutral	Maximized
	Financial Investor	Financial	None	Maximized

שבעיקרו חובק גם את הרצון להנבט תשואה ורווחיות גבוהה וגם שם לעצמו מטרה לשיפור אספקטים ערכיים ו/או סביבתיים. למרות כי מדובר במיזמים עם ערך חברתי, מעורבים בהם מודלים עסקיים ולכן הם לא מתאימים לזירה הפילנתרופית.

השקעות מסוג אימפקט מאופיינות בוורסטיליות - הן

מספקות הון לטיפול בבעיות חברתיות ו/או סביבתיות, הן יכולות להיעשות גם בשווקים מתפתחים או מפותחים, ובהתאם ליעדי המשקיעים הן יכולות להתמקד בטווח של תשואות מתחת לשוק עד לשיעורים גבוהים.

לדוגמא, חברת בריזומטר היושבת בחיפה הינה חברה ששמה לעצמה מטרה לשפר את איכות החיים של מיליארדי בני אדם, ע"י מתן מידע מדויק ואיכותי אודות איכות האוויר. בבחינה גלובלית למעלה מחצי מהתושבים החיים באזורים אורבניים חשופים לרמות זיהום אוויר הנחשבות ללא בריאות. הסטארטאפ הישראלי פיתח מוצר המאפשר לצפות בנתוני זיהום האוויר בסביבתך באופן פשוט ויעיל. נראה כי ניתן והבנה של זיהום האוויר יכול לשנות ולשפר את חייהם של חלק גדול מהתושבים בעולם. לאחרונה החברה הצליחה לגייס סכום של כד מיליון דולר, סבב המימון יאפשר לחברה להמשיך ולפתח פתרונות שכבר בשימוש על ידי חברות בתחום הקמעונאות והפארם ברחבי העולם.

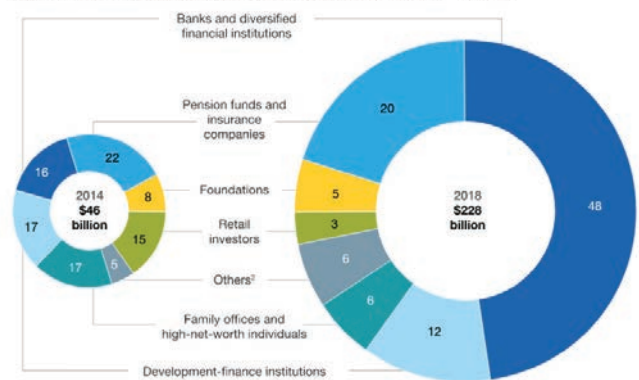
עוד דוגמא מעניינת של השקעה מגיעה מאפריקה שם חברת ההשקעות LeapFrog אפשרה לחברת - AllLife להאיץ את צמיחתה ולשווק את מוצריה ושירותיה בתמורה לרכיב ממניית

בשנים האחרונות ישנו הד ציבורי שהולך ומתעצם סביב השקעות אימפקט, מצד אחד המודעות הולכת ומתפתחת לסגנון השקעות זה אך מצד שני עולה השאלה מה הכוונה בהשקעות אימפקט?! בהשקעות אלה כמות המשקיעים ואיכותם הולכת וגדלה, יחד עם זאת המגזר עדיין נמצא בחיתוליו. על פי הערכות של ארגון המשקיעים הבינלאומי להשקעות אימפקט כיום מנוהלים למעלה מ-200 מיליארד דולר בתחום זה, סכום זה מהווה כמעט הכפלה של הסכום אשר היה מושקע בשנה שעברה ועל פי הערכות בנק ההשקעות ג'י פי מורגן, פוטנציאל ההשקעות בתחום יכול לגדול לעד כטריליון דולר והרווח הצפוי מהשקעות אלה יכול להגיע לכחצי מהסכום בטווח זמן של 10-שנים.

אנסה לפשט ולהסביר את המושג ולהציג מספר דוגמאות מהתחום. בשנת 2007 המונח "השקעות אימפקט" הוטבע ע"י קרן רוקפלור (Rockefeller), להשקעות שמהותן לייצר תשואה כספית ורווח חברתי, ערכי וסביבתי.

השקעות אימפקט\השקעות חברתיות הם סוג של מודל עסקי

Impact investing assets under management by investment source,¹ % of total



¹Assets under management reported as of beginning of year. Figures combine direct investments into companies, projects, or real assets and indirect investments made through intermediaries such as fund managers. Data are based on the Global Impact Investing Network's annual investor surveys and not intended to be exhaustive. ²Includes funds of funds, sovereign wealth funds, and others.

McKinsey & Company | Source: Global Impact Investing Network; McKinsey analysis

ידי פריד, בוש, ובאסן (Journal of Sustainable Finance & Investment) נמצא קשר חיובי בין השקעה סביבתית, חברתית וממשל תאגידי תקין לבין הגורמים והביצועים הפיננסיים של החברה בסבירות של כ-90% מתוך למעלה מ-2,000 מחקרים אמפיריים שנערכו בין השנים 1970 ו-2014. אם בעבר השקעות אימפקט התבצעו באמצעות מנגנונים שנועדו למשקיעים מוסדיים ומתוחכמים בלבד, כיום ישנן דרכים עבור המשקיע הפרטי להשתתף בהשקעות אלו. בתי



החברה. חברת **AllLife** מנגישה ביטוחי חיים לסובלים מסכרת ו-**HIV**, מאז ההשקעה הראשונה שבוצעה בשנת 2010, החברה יותר מאשר הכפילה את הכנסותיה השנתיות, פתחה מוקד טלפוני שני, הרחיבה את הצוות הבכיר שלה והציגה מוצרים חדשים. לאורך כל ההתרחבות הזו, **AllLife** המשיכה לספק מוצרי ביטוח איכותיים המותאמים לצרכים של אלו החיים עם סוכרת או **HIV / AIDS**. רוב לקוחותיה של **AllLife** בעבר לא הצליחו להשיג ביטוח או יכלו לעשות זאת אלא רק במחיר גבוה מאוד, ובכך למעשה נמנע מהם לקבל הלוואות לרכישת בית, לפתוח עסקים או לעסוק בפעילויות כלכליות אחרות הדורשות ביטוח. על ידי מתן ביטוח לאנשים אלה, **AllLife** מסייעת להם לחיות חיים ארוכים ופרודוקטיביים.

השקעות המובילים בעולם הבינו את הפוטנציאל השיווקי במוצרים אלה ופתחו קרנות הנסחרות בבורסה (קרנות סל - **ETF**), הם כלים טובים למתחילים המעוניינים להתנסות בסוג זה של השקעות - מכיוון שהן מציעות עמלות נמוכות ונותנות את האפשרות לבצע השקעות במגוון רחב של סוגים, מניהול כללי של השקעות לטובת הציבור לדוגמה קרן הסל - **iShares MSCI Global Impact** השואפת לעקוב אחר מדד המורכב מחברות בעלות השפעה חיובית, המניבות את רוב הכנסותיהן ממוצרים ושירותים, אשר נוגעים לפחות באחד האתגרים החברתיים והסביבתיים העיקריים בעולם, כפי שזוהו על ידי האו"ם, ועד לרמה של השקעות בנושא ספציפי לדוגמה תעודת הסל המשקיעה בחיזוק מעמד האישה בחברות אמריקאיות **Barclays Women in Leadership** מדד המספק חשיפה לחברות אמריקאיות בעלות מנכ"לית או שישנם לפחות 25% נשים החברות בדירקטוריון החברה (הנכללות במדד זה חייבות גם לספק שווי שוק מסוים, נזילות וקריטריונים אחרים).

הדרך הפילנתרופית של נתינה לצדקה היא כבר לא הדרך היחידה להשפיע ולתרום. השקעות אימפקט נתפסות כעת כדרך מפתח לשינוי חיובי, השקעות אלו צברו תאוצה בקרב מגוון רחב של משקיעים, ביניהם המוסדות הפיננסיים הגדולים ביותר: קרנות הפנסיה, מנהלי העושר הפרטי, בנקים מסחריים ומוסדות מימון לפיתוח ומשקיעים פרטיים כך למעשה אנו מבינים שפוטנציאל התשואה של השקעות אלה דומה לפוטנציאל בהשקעות מסורתיות.

עוד חברה בעלת ערך ציבורי שידעה לייצר מכך ערך פיננסי למשקיעיה היא מרכז **Drishti-Eye** ההודי הפועל על מנת להעניק טיפולי עיניים מקיפים לחלק בלתי מטופל של האוכלוסייה. בהודו יש כ-12 מיליון עיוורים, וב-80% מהמקרים ניתן היה למנוע עיוורון במקרה של אבחון וטיפול מוקדם. באמצעות שילוב של בתי חולים, מרכזי ראייה ומרפאות עיניים ניידות, מרכז **Drishti-Eye** מסוגל להגיע לחולים שלא הייתה להם בעבר גישה לטיפול עיניים איכותיים. אוטובוס המרפאה העכשווי של **Drishti-Eye**, עם ציוד המופעל על ידי פאנלים סולאריים, מאפשר להם להגיע לאזורים כפריים חסרי תשתית בסיסית. האוטובוס מספק גם תחבורה לבית החולים לחולים הזקוקים לניתוח. החברה הצליחה ליצור מודל ספציפי לשווקים אלה על ידי מתן טיפול עיניים איכותי בעלות נמוכה. מרכז **Drishti-Eye** היה זקוק להשקעה כדי לממן את התרחבותו למקומות חדשים ולשכור עובדים. ההשקעה של לוק קפיטל - קרן אשר מקדמת צמיחה כוללת בהודו על ידי ביצוע השקעות הון לטווח ארוך, אפשרה ל-**Drishti-Eye** להתרחב מבית חולים אחד לשלושה בתי חולים ושלושה מרכזי ראייה.

ישנה טעות נפוצה כי בעסק שמטרתו כפולה: ההשפעה חיובית על החברה ותשואה פיננסית יהיו לרוב ביצועיים נמוכים יותר. עם זאת, מחקרים אקדמיים הוכיחו כי מה שטוב עבור האדם והסביבה הוא גם טוב עבור ביצועים עסקיים. כך למשל, במחקר שנערך על



רון רביזה, יועץ השקעות פיננסים ניהול הון פרטי



השקעות כשרות

האם רפורמת קרנות הסל - כשרה?

בסוף שנת 2018 יושמה בישראל רפורמה מורכבת במסחר בתעודות סל על מדדי השקעה. אפיק השקעות זה פופולרי מאוד, בשל עלויות הניהול הנמוכות וכן במקרים רבים מהווה השקעה פאסיבית אשר ביצועיה טובים מניהול אקטיבי של מנהלי השקעות. במסגרת הרפורמה נעשה שינוי לפיו תעודות סל הפכו לקרן סל (כלומר קרן נאמנות המחזיקה סל של מניות או איגרות חוב לפי הגדרת מהות הסל). צעד זה נעשה כדי לשפר את ביטוחן המשקיעים, בפיקוח בשקיפות ובניהול הסיכונים של המוצר. בעבור משקיעים דתיים רפורמה זו יצרה גם סוגיה בדבר הכשרות של המוצר החדש.

השקעות כשרות - מורה נבוכים

בכדי שמשקיע דתי יוכל להשקיע במוצרים פיננסים יש צורך בקיום "היתר עסקה". לפי דין תורה אסור ללוות ולהלוות ריבית. ישנו איסור מדאורייתא ("נשך") ללוות ולהלוות ריבית בין יהודים עקב החשש מאי גמירות הדעת כלומר הלווה לא מסכים באופן מלא או לא לוקח בחשבון את תשלום הריבית למלווה. איסור ריבית כולל כל אופני תשלומים שנכללים במושג "המתנת מעות" כמו למשל הבטחת מחיר נמוך עקב הקדמת מעות (תשלום במזומן), תוספת חיוב עקב פיגור או איחור בתשלום (קרדיט).

הפתרון המקובל לעסקאות עם ריבית בכדי שיהיו מותרים לפי ההלכה הוא עריכת "היתר עסקה" זהו הסכם הנערך בין הצדדים בו מגדירים את העסקה כהשקעה המניבה רווחים ולא הלוואה לכן, כנגד ובשווי כספי ההשקעה או החוב, המקבל משתף את המשקיע בעסקיו כלומר מקנה לו שותפות בכל עסקיו המניבים רווח. בכך זכאי המשקיע לקבל רווחים כפי יחס כספו. רווחים אלו אינם ריבית אלא מהווים כדיבידנד על חלקו בעסקים. בשונה ממניות שבעל המניה זכאי לכל הרווחים לפי ערך אחזקתו בהיתר עסקה יש תקרה לרווחים שהמשקיע זכאי להם וזו הריבית הנקובה בהסכם שכל רווח מעבר למה שסוכם ביניהם שייך למקבל. נמצא שלעולם המשקיע לא יקבל יותר מהסכום והאחוז שנקבע ומה שהוא מקבל הינו רווח מחלקו ולא ריבית. מאידך, במקרה שהמקבל יפסיד בעסקיו יש באפשרותו לפטור את עצמו מנתינת רווח ואף מהקרן מאחר שלא לקח הלוואה ולא התחייב ריבית הרי כל שלא הרוויח או הפסיד יוטל ההפסד על המשקיע.

אומנם, בכדי להוכיח זאת צריך המקבל לעבור תהליך לא פשוט של בירור (הנעשה בין הצדדים בפני בי"ד מוסכם) כפי שסוכם בשטר וכל עוד לא

עבר את התהליך נדרש יחויב המקבל לתת למשקיע מה שסוכם ביניהם. נמצא, כי במקרים רגילים המשקיע יקבל את הסכום והאחוז שסוכם בין הצדדים כרווחים המותרים על פי ההלכה ולא כריבית.

יישום ההיתר

כל פעילות פיננסית מבוססת על ריבית, לכן כל בנק בארץ חתום על היתר עסקה. לולא כך לא היה להם לקוחות דתיים. כמו כן, רוב חברות המנפיקות אג"חים חתומות על היתר עסקה בכדי לאפשר השתתפות בהנפקות שלהן ובמסחר בהן. נוסף על כך, גם המדינה חתומה על היתר וגם מספר לא מבוטל של חברות ציבוריות חתומות על היתר בכדי שהפעילות שלהם תהיה כשרה לפי ההלכה.

סוגי מוצרים להשקעה

בשוק קיימים מוצרים שונים כמו: מניה, אג"ח ממשלתי וקונצרני, פיקדונות וקרנות נאמנות. בהשקעה באג"ח ממשלתי ישראל ובפיקדונות בנקאיים בארץ אין בעיה משום שהם חתומים על שטרי היתר עסקה. השקעות בחו"ל - כל עוד זה נעשה בין יהודי לשאינו יהודי הרי שהדבר מותר. לגבי שאר המוצרים, יש לבדוק כל מוצר ומוצר טרם ביצוע ההשקעה בו עקב הדינאמיות בשינויים שבהם. מוצר נוסף הינו תעודת סל אשר בתיקון 21 לחוק השקעות משותפות בנאמנות שונה לקרן סל.

בהתייחס לרפורמת קרנות הסל - טרם הרפורמה המשקיעים החזיקו תעודות סל, כלומר המשקיע החזיק תעודה המבטיחה לספק לו את הביצועים (לטוב ולרע) של הנכסים אותה היא מחזיקה. במצב החדש המשקיע מחזיק בקרן סל, כלומר מחזיק באופן ישיר את נכסי ההשקעה הפרטניים (אחזקה מרוכזת כסל).

לאחר חלות תיקון זה אין כבר ויכוח על כשרות ההשקעה, ולכל הדעות לא יועיל היתר עסקה להיתר השקעה בנכסים שאינם כשרים, שהרי המשקיע בהכרח נהיה שותף גמור גם בנכסים האסורים. החלת החוק בפועל הוא בהדרגה ומשתנה לפי סוגי התעודות. (יש לציין כי קיימות קרנות סל כשרות בשוק בגופים רבים) עם השנים וההתפתחות הטכנולוגית, נוספו מוצרי השקעה חדשים כמו הלוואות P2P (הלוואות בין אנשים), DIRECT LENDING (הלוואות חוץ בנקאיות), זירות FOREX (מסחר במט"ח) וקרנות HEDGE FUNDS (קרנות נידור).

לכן, יש לעקוב תמיד אחרי העדכונים בנושא, לבדוק באילו מוצרים ניתן להשקיע ובאיזו לא.

מקורות: (הרשות לניירות ערך, מכון היתר עסקה למהדרין)

Integrity
Research
Performance

קרנות נאמנות

מספר נייר שם הקרן

קרן חדשה	5128616	FOREST מניות (4B) ⁽¹⁾
	5108501	FOREST עיטם (3B) ⁽¹⁾
	5118674	FOREST 20/80 (2B)
	5108519	FOREST אג"ח (1B) ⁽¹⁾
	5125265	FOREST 10/90 (1B)
	5116629	FOREST אג"ח מדורג (0A) ⁽¹⁾
	5106562	FOREST (0A) ⁽¹⁾ אגם

⁽²⁾ "דבר מנהל הקרן:

בימים אלו של תנודתיות גבוהה, אנו מאתרים יותר ויותר הזדמנויות השקעה. ככל שהשווקים ירדו אנו מעריכים כי נוכל להיות פחות ופחות שמרנים ולמצוא יותר נכסים אטרקטיביים לקניה. כמובן, שלא ניתן לתזמן את השוק אך לגישה מנהל הקרן כדאי בדרך כלל לקנות בצורה מתודית אל תוך הירידות. חשוב לזכור: שוק יורד ותנודתי בדרך כלל סיפק ויכול לספק, הזדמנויות מעולות למשקיע המתוחכם לטווח ארוך..."

צרו קשר עם חברת פורסט:

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



פורסט קרנות נאמנות בע"מ הינה מנהל הקרנות. סימן קריאה בשם הקרן מצייין כי על פי מדיניות ההשקעות שלה, עשויה להיווצר בה חשיפה לסיכון אשראי הנובע מחשיפה לאג"ח שאינן מדורגות בדירוג השקעה (כהגדרתו להלן) או מפעילות בנגזרים עם או באמצעות תאגידים אשר נמנים עם קבוצת סיכון האשראי השניה, או מהפקדת מזומנים ופיקדונות אצל תאגידים כאמור, או משווי נייר ערך חוץ שהושאל באמצעות חבר בורסה ישראלי אשר אינו עונה על התנאים הקבועים בקבוצת סיכון האשראי הראשונה (להלן - חשיפה לבנקים ובורוקרים), בנסיבות או בשיעורים הבאים: שיעור כולל של חשיפה לאג"ח שאינן מדורגות בדירוג השקעה וחשיפה לבנקים ובורוקרים עשויה לעלות על שיעור החשיפה המרבי של הקרן למניות, כעולה מפרופול החשיפה של הקרן; שיעור החשיפה לבנק או ברוקר מסויים עשויה לעלות על 10% משווי נכסי הקרן ושיעור החשיפה לבנקים ובורוקרים עשויה לעלות על 20% משווי נכסי הקרן (והכל ללא קשר לפרופול החשיפה של הקרן למניות; לעניין זה, קבוצת סיכון אשראי ראשונה או שניה - כהגדרתה בנספח להוראה למנהל הקרנות והנאמנים בדבר סיכוני קסטודי וסיכוני אשראי מיום 23.8.2018, אג"ח שאינן בדירוג השקעה - אגרת חוב קונצרנית ו/או אג"ח שהנפיקה מדינה שאינה מדינת ישראל, שאינה מדורגת או שהיא מדורגת בדירוג נמוך מ-BBB) או דירוג מקביל לו. ביחס לקרן FOREST אג"ח מדורג (0A)⁽¹⁾, במידה יורד דירוגן של איגרות החוב המוחזקות בקרן מתחת לדירוג-BBB או דירוג מקביל לו. לאחר שהקרן יצרה חשיפה אליהן, באופן שהשקעות הקרן חרגו ממדיניות ההשקעות שלה, יתאים מנהל הקרן את נכסי הקרן למדיניות ההשקעות בתוך תקופה של 10 ימי חישוב מחירים ממועד שינוי הדירוג. דרגת החשיפה המרבית מהשווי הנקי של נכסי הקרן חברת למניות: 0 - ללא חשיפה למניות, 1 - עד 10%, 2 - עד 30%, 3 - עד 50%, 4 - עד 120%; למט"ח: A - עד 10%, B - עד 30%. (2) להערכת מנהל הקרן, בהתאם לנתונים וניתוחים כלכליים, אין התחייבות תשקיפית למח"מ מסוים של נכסי הקרנות. פרסום זה אינו מהווה הצעה לרכישת יחידות בקרנות ואינו מהווה תחליף ליעוץ/שיווק השקעות ו/או מס המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים לכל אדם. רכישת יחידות נעשית בהתאם לתשקיף הקרן/הדוח השנתי של הקרן ותשקיף מנהל הקרן שבתוקף ולדיווחים המידיים. אין בתשואות הקרנות ו/או בדירוגן ו/או במיקומן בעבר כדי להבטיח תשואה ו/או דירוג ו/או מיקום דומה בעתיד. (1) הקרן Forest מניות (4B) הציעה יחידות לראשונה ביום 12.12.18, בהתאם להוראות הדין הקרן מחוייבת להתאים את הנכסים בהתאם למדיניות ההשקעות שלה עד ליום 26.01.19.



מה הקשר בין בית, דטה ומשכנתא?

במעבר חד להיום, משהו השתנה? ובכן, כן - ומאוד! סביבת ריבית עולה, צפי רווחיות נמוך, מחירי כניסה גבוהים להשקעות אשר מגלמים סיכון גבוה יותר ורגולציה כבדה יותר על השקעות. איך זה נראה ומרגיש בפועל? תנודתיות בשווקי ההון, ירידות מחירים ונכסי נדל"ן לקניה במחירים גבוהים הכמעט לא מגלמים רווח הון. כאן בדיוק השקעות של חוב מנוהל מתפקדות בצורה הטובה ביותר ומציגות ביצועים עודפים.

אני עוצר לרגע אחד כדי לספר לכם על גורם שינוי אדיר נוסף בחיינו הפרטיים, ואיך הוא משנה גם דפוסי התנהגות בשווקים של ההשקעות: מדובר כמובן על טכנולוגיה. בעשר שנים האחרונות היתה קפיצה מאוד גדולה בצורת השימוש שלנו בטכנולוגיה; ה"סמארטפון" (אייפון מס 1) הושק באמצע 2007, השימוש באינטרנט לצריכה קמעונאית זינק (אמזון, אסוס) ושימוש בנתונים דיגיטליים (ביג דאטה) תפס תאוצה ובנוסף לכך, דור המילניום שמאיץ את כל התהליכים האלו ותופס את העולם כשטוח וחסר גבולות (בניגוד להיררכיות ולגבולות שדורות קודמים מכירים וחוו). כל אלו גם תרמו לעולם החוב והאשראי.

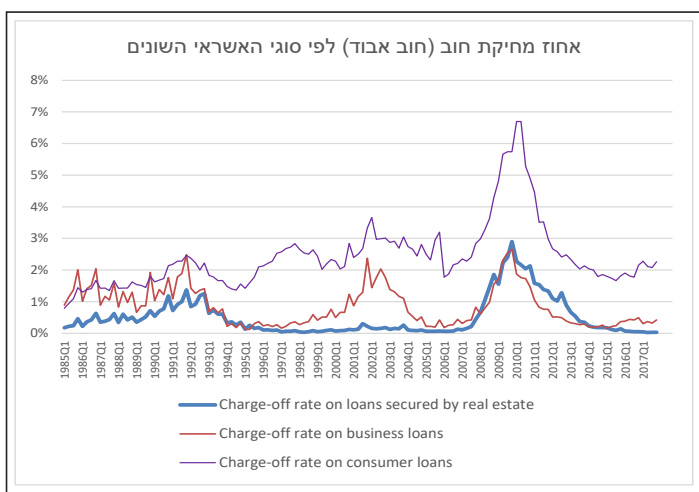
בעזרת טכנולוגיות של כריית מידע, בכמות גדולה, במהירות גבוהה עוד יותר וברמת דיוק שהולכת ומשתפרת ומצד שני רגולציה שהכבידה מאוד על השולטים בעולם החוב - הבנקים, שוק האשראי החוץ בנקאי צומח בקצבים מרשימים ומחליף דה-פקטו, את השחקנים הותיקים.

דוגמאות: במקום להתקשר לבנקאי או לרשום צ'ק, אני משתמשים באפליקציית בית/פפר, במקום ללכת לבנק ולבקש משכנתא או בודקים גם את חברות הביטוח, וגם יזם/קבלן פונה היום לא רק לבנק כי אם לחברות אשראי חוץ בנקאי (נאו, פיניסולה) או לקרנות חוב למיניהן וכו' וכו'. ארה"ב מובילה בתחום זה מכיוון שנתונים על צרכנים ולוויים מתחילים להיאסף בשלב מאוד מוקדם של חייהם וכך יש הרבה מאוד מידע שניתן לנתח כדי להבין מה הסיכון הגלום באותה עסקת הלוואה. אם נתמקד לרגע בתחום הנדל"ן, מאז המשבר קמו מאות חברות

כישראלים, או אולי אפילו יהודים, חונכנו תמיד לקנות נכס, תמיד רוצים להיות "בעלי הבית" ותמיד מתנדבים להיות בעלי דאגות ("מרבה נכסים מרבה דאגה"). קניית נכס אצלנו היא דבר טבעי, וכיוצא מכך גם לקחת הלוואה/משכנתא לאותה קנייה. אך בזמן שרובנו מתמקדים בנכס לקנייה לא שמנו לב עד כמה החוב בגינו הוא משמעותי ומעניין.

רוב חיי הבגירים עסקתי בחוב ובסוגים שונים של אשראי, ואני מודה שאני אוהב מאוד השקעות חוב. בכתבה קצרה זו אנסה להסביר ולהדגים למה אני מוצא את ההשקעה בחוב כה אטרקטיבית, ובמיוחד בתקופה זו. מה ההבדל המשמעותי בין השקעה בנכס מסויים להשקעה בחוב לאותו נכס? בצורה מאוד פשטנית, כאשר קונים נכס או רוצים להשיג רווח הון גבוה על החזקתו והשבחתו ובתמורה, אנו לוקחים על עצמנו את מלוא הסיכון בגין אותה השקעה (נכס לא מושכר, עיכוב בהיתרים, שינוי אזורי אשר משפיע על מחיר הנכס וכו'). כאשר מעמידים חוב לאותו נכס או בעצם מגלים סוג של תמונת ראי לקניה, קרי אנו מצד אחד מוותרים על רווח ההון אך מצד שני מורידים סיכון משמעותי מההשקעה - אנו משעבדים את הנכס אלינו (אנו בעצם מחזיקים אותו) ובנוסף אנו גובים ריבית עבור העמדת החוב, וריבית זו יכולה להיות אטרקטיבית מאוד. בהנחה שאנו מבצעים את השקעתנו בחוב בצורה טובה, אנו גם מרויחים "על הדרך" יציבות תזרימית וניהול השקעה פשוט יחסית.

מאז המשבר של 2008 שווקי העולם מציגים עליות שערים ומחירים בשלל מוצרי השקעה - ממניות ועד נכסי נדל"ן. אנו לא נרחיב על הסיבות לעליות כי כבר דובר מספיק על כך, רק נציין את הריבית הנמוכה ונקודת המחירים הנמוכה מיד לאחר המשבר. ואכן, רוב כספי המשקיעים פנה בעשר השנים האחרונות להשקעות אשר צופות רווחי הון גבוהים - הן נדל"ן והן מניות - מכיוון שראו לנגד עיניהם פוטנציאל רווח גבוה. אף אחד לא דיבר ולא רצה לדבר על חוב, כולם רצו לקחת סיכון עם רווח. ואכן, כאמור, השקעות אלו הניבו תשואות יפות מאוד. אך נראה כי פוטנציאל זה מומש במלואו.



תגודתיות גבוהה ואנו חווים לעיתים הפסדים בתיק ההשקעות. זו דווקא התקופה שהשקעות חוב מציגות אלטרנטיבה יציבה בעלת יחסי סיכוי-סיכון טובים מאוד. כל זאת, כמו בכל דבר בחיים, שההשקעה נעשית עם בדיקה ומעקב מקצועי. וזו הסיבה, קוראים יקרים, שאני שמח לעסוק בחוב ואשראי, במיוחד בתקופות כאלו!

אשראי חוץ בנקאיות (Private Lender), חלקן טכנולוגיות לחלוטין אשר, בדומה לאשראי צרכני, מתפקדות כפלטפורמות; מצד אחד מעמידות אשראי ליזמים/קבלנים ומצד שני נותנות אפשרות למשקיעים להשתתף באותן הלוואות. אחד הנתונים שמעניין לציין, ושבשונה מאוד מההתנהלות שהביאה למשבר, התעשייה הזו מתנהלת ללא מינוף! כלומר, כל דולר של השקעה הינו דולר אחד שניתן כהלוואה.

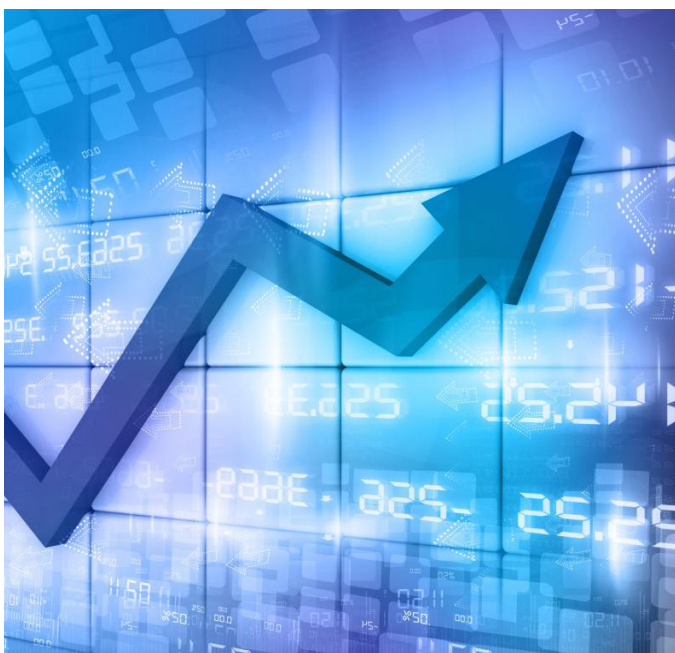
גם נתוני הבנק המרכזי (FED) משקפים עד כמה בטוחה יחסית הלוואה בשיעבוד נכס נדל"ן לעומת הלוואה של אשראי צרכני או הלוואה לעסקים (בלי לומר דבר רע על אף אחד מהם, אני מאוד מסמפט את שניהם). בגרף משמאל ניתן לראות את נתוני הבנק המרכזי משנת 1985 אשר מציג את ההפסד המצטבר שהיינו חווים אילו השקענו בכל ההלוואות בשוק וללא מינוף. ניתן לראות שהלוואות מגובות נדל"ן (בכחול) מציגות את הביצועים הטובים ביותר, קרי ההפסד הנמוך ביותר והיציבות הטובה ביותר.

אז כדי לסכם ולארוז הכל יפה יפה:

בתקופה בה אי הודאות גוברת, הריבית עולה, השווקים מציגים



שוק ההון - לאחר 9 שנות גאות



ההתאוששות שלאחר המשבר לצד הרחבות כמותיות וסביבת ריביות אפסית דחפו את השווקים והניבו במרבית המקרים רווחים נאים, הן באפיקי המניות והן באגרות החוב. לרוב, הגאות בשוק ההון לא נמשכת יותר מ 4-5 שנים ולכן בשנים האחרונות אנו רואים יותר ויותר מנהלי השקעות המכינים את לקוחותיהם לשנה מאתגרת. ב-2018 זה סוף סוף קרה. זו בהחלט לא השנה הקשה ביותר בשוק, אך ייחודה הוא בכך שכמעט ואין נכס סחיר- ממניות דרך אג"ח ממשלתיות, קונצרניות וסחורות - שלא הניב תשואה שלילית.

ניתן למצוא לא מעט סיבות למימושים בשוק: עליית הריביות בארה"ב ובכמה שווקים נוספים, מלחמת סחר בין סין לארה"ב, אי יציבות פוליטית במספר מדינות ועוד. לרוב, אחרי מימוש משמעותי בשוק מתפתח שיח ער סביב שוק המניות ועולה השאלה האם הוא אטרקטיבי. עם זאת, יש לזכור כי שוק המניות מהווה לרוב רכיב משני בתיק השקעות סטנדרטי ועל כן ברצוני להפנות את הזרקור לרכיב המרכזי והוא האג"ח. כמעט כל אפיקי האג"ח - ממשלתי ועד אג"ח זבל, חוב בכיר וחוב נחות, שווקים מפותחים ושווקים מתעוררים - כולם סיימו את השנה בירידות.

מי שעוקב אחר שוק האג"ח יודע שבהסטוריה המודרנית מעולם לא היו שנתיים רצופות של ירידות בשוק האג"ח. האם הפעם המקרה שונה, או שמא לאחר שנים של ירידת תשואות וסגירת מרווחים סוף סוף ישנה שוב הזדמנות בשוק? האם המחירים זולים או שמא אנו לפני גל אדיר של פשיטות רגל אשר יצדיק את פתיחת המרווחים?

מבלי להכנס למקרה הפרטני של כל חברה וחברה, לדעתנו שנת 2019 היא בהחלט שנה לניצול הזדמנויות בשוק האג"ח.

• מרבית הכלכלות נמצאות במצב טוב, דוחות החברות טובים באופן יחסי ואינם מלמדים על עליה בשעורי חדלות הפרעון.
• לאחר שנתיים של העלאות ריבית בארה"ב, תהליך זה צפוי להאט ואף להעצר ב-2019.

• התשואה לפדיון הגלומה בחלק מאפיקי האג"ח, גבוהה מהממוצע ההיסטורי וכמעט כפולה מהתשואה בה נסחרו אותם אפיקים בינואר 2018.
אחד השווקים שאנו מסקרים בהרחבה מזה כמעט עשור הוא שוק החוב הקונצרני האסייתי.
מאז ומעולם נסחר שוק זה בפרמיות על פני מקביליו בשאר העולם. ב-2018, על רקע החששות ממלחמת הסחר ועל רקע המימוש הכללי בשווקים מתעוררים, נפתחו פרמיות אלו עוד יותר והגיעו לרמות שיא של 3 שנים.
אם נסתכל על הגרף העליון בעמוד הבא, נוכל לראות שהיום בעבור חשיפה לאג"ח אסייתי (בדירוגי B) נקבל פיצוי של 405 נקודות בסיס ביחס לאג"חים בדרוג זהה בארה"ב ועוד במח"מ קצר משמעותית. לטעמנו, מדובר בפיצוי אטרקטיבי ביותר גם במונחים היסטוריים, ואציין בהקשר זה, כי גם בדירוגים השונים התמונה דומה.

בעליה דרמטית בשעורי חדלות הפרעון, התיקון במחירי אגרות החוב לא מבושש להגיע וזו הסיבה לתשואות היתר של אפיק זה בשנים: 2012 ו-2016.

עם כל הזהירות והחששות, אנו בהחלט צופים תמונה דומה בשנה הקרובה.

חשוב לציין כי שוק החוב האסייתי אינו היחיד אשר חווה השנה את הלחץ הנגרם מיציאת כספים וממכירה מאסיבית של אגרות החוב.

תהליך דומה אירע כמעט בכל אפיקי ה-High Yield, Subordinated-Debt ואפילו כאן אצלנו בשוק החוב הישראלי.

כמעט כל מאמר מקצועי או שיווקי מסתיים בהצהרה "תשואות העבר אינן מרמזות על תשואות העתיד..."

בשוק החוב כמעט תמיד העבר מרמז על העתיד - אך בקורלציה שלילית. שנים קשות בהן יורדים המחירים ועולות התשואות הגלומות, הן אלו אשר מכינות את הקרקע ומייצרות את ההזדמנויות.

Asia Credit Spreads vs US Corporates

Asia B corp. bonds offer 4% higher yield vs. US B corp. bonds (ex. fin), while duration is shorter by 1 years*



Index	Spread over Treasury	Duration	YTM (%)
JACI Corp B	872	2.8	11.6
US HY B	476	3.8	7.6
Current Spreads	396		

Source: J.P.Morgan
* As of November 2018

אנ"חים הנסחרים ברמת תשואות דו ספרתית משקפים חששות ניכרים מעליה דרמטית באחוזי חדלות הפרעון. אם נסתכל על אחוז החברות האסייטיות בדירוגי HY המגיעות למצב של חדלות פרעון, נראה שאסיה נהנת מאחוזי דיפולט (חדלות פרעון) הנמוכים ביותר בהשוואה לשווקים מקבילים ואפילו ביחס לארה"ב.

Asian HY: Historical Corporate Default Rates

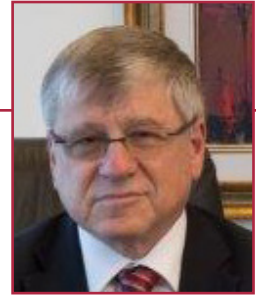
Not what you were thinking...

	Asia	US	EM Europe	Latin America	Middle East & Africa	% EM HY Debt Stock (ex. 100% quasis)
2005	0.0%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2006	0.4%	0.9%	0.0%	0.1%	0.0%	0.2%
2007	0.0%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2008	0.6%	2.3%	0.9%	4.3%	0.0%	1.9%
2009	9.1%	10.3%	17.1%	5.7%	4.7%	10.7%
2010	1.7%	0.8%	1.7%	1.8%	0.4%	1.6%
2011	0.0%	1.7%	0.7%	1.1%	0.0%	0.6%
2012	2.7%	1.3%	5.2%	3.6%	0.2%	3.5%
2013	1.2%	0.7%	2.3%	10.6%	0.0%	4.3%
2014	1.5%	2.9%	4.0%	6.5%	4.6%	3.8%
2015	3.1%	1.8%	2.5%	5.7%	4.0%	3.8%
2016	1.0%	3.6%	3.6%	9.2%	5.7%	5.1%
2017	0.9%	1.3%	3.1%	2.0%	3.2%	2.0%
1H 2018	3.1%	3.7%	4.5%	5.6%	3.8%	3.5%
Annual Average	1.81%	2.46%	3.26%	4.01%	1.90%	2.93%

Source: J.P.Morgan

להערכתנו, התשואה בה נסחרות האנ"חים איננה באמת פועל יוצא של חשש עמוק מחדלות הקורה אחת לכמה שנים בו סנטימנט המשקיעים שלילי, כתוצאה מכך ישנה זרימת כספים מאסיבית מאפיק זה לכיוון האג"ח הממשלתיות והפקדונות וכפועל יוצא מחירי אגרות החוב צונחים והתשואה עולה.

תהליך דומה אירע גם ברבעון השלישי של שנת 2011 ו-2015. מאחר ותהליך זה אינו נתמך



רו"ח ראובן שיף

שיף הזנפרץ ושות' רואי חשבון

RSM

העלייה המינורית של ישראל למקום ה-49 במדד קלות עשיית עסקים (Doing Business) היא בבחינת שמחת עניים.

רוצה לומר: לא רק שאין כל סיבה לשמחה, אלא להיפך, האשראי עדיין מוגבל והרגולציה עדיין חונקת!

הגיעה העת להודות בעובדה, כי חסרה כאן התייחסות רצינית וטיפול אסטרטגי ויסודי בבעיה של העדר האטרקטיביות וכושר התחרות הנמוך בהשוואה למדינות אחרות ולא בכדי בשנים האחרונות ירד קרנה של ישראל כאומת הסטארט אפ ואנו חווים ירידה חדה גם בייצוא של מגזר ההייטק.

אין זה מקרי כי מספר ימים לאחר שפורסם מדד **Doing Business** לשנת 2018 התבררנו כי שיעור הגירעון התקציבי "זינק" ב-12 החודשים האחרונים ל-3.6% מהתוצר שהם כ-40 מיליארד שקלים.

על רקע החריגה בגירעון התקציבי נשמעו קולות כי יש להקטין בכל מחיר את מסגרת ההוצאה התקציבית למשרדי הממשלה או לחילופין להעלות מיסים. אני מתנגד לקו המחשבה זה של העלאת מיסים כי צעד זה יקשה עוד יותר על התנהלותו של המגזר העסקי, יקטין את הצריכה הפרטית ואת ההשקעות הזרות, יוביל לבריחת מוחות לחו"ל וכל אלה עלולים להחריף עוד יותר את כל הפרמטרים החיוניים לקיום תקין של המשק ולגרום להקטנת הצמיחה. כאן המקום לציין כי אני תמים דעים עם שר האוצר משה כחלון בהתנגדותו להעלות מיסים במטרה להקטין את החריגה בגירעון.

לזכותו של כחלון יש לזקוף את העובדה שהוא השכיל להבין את מה שכלכלנים רבים נוטים לשכוח: למדינה ולעומדים בראשה, קיימת גם אחריות חברתית ואחריות כלפי המגזר העסקי וכי תפקידה של הממשלה הוא בין השאר לדאוג לסביבה עסקית נוחה שתקל על היזמים, שמיצרים מקומות תעסוקה.

יש לערוך לאלתר תכנית אסטרטגית ארוכת טווח, המעודדת צמיחה ועידוד של השקעות פרטיות ולא לצאת ולהכריז רק באופן ספורדי על תכניות אד-הוק כגון "נטו משפחה", "נטו תעשייה" וכו'.

רק מדיניות המבוססת על ראייה ארוכת טווח תיצור סביבה עסקית ידידותית ויציבה שתשאיר את המשקיעים והמוחות היצירתיים בישראל ותהווה אלטרנטיבה ראויה לחלופות ויעדים מפתים בעולם הרחב. אשר על כן, לא רק שלא הגיעה העת לחגוג אלא שדרך ארוכה ועבודה קשה עדיין מצפה לכולנו.

הכותב הינו השותף המנהל של RSM שיף הזנפרץ ושות' רו"ח, נשיא לשכת רו"ח לשעבר.

לאחרונה התבררנו כי, לאחר הידרדרות של 25 מקומות במהלך תשע השנים האחרונות, עלתה ישראל למקום ה-49 במדד ה-Doing Business של הבנק העולמי.

במשרד האוצר חגגו כתוצאה מכך ואמרו כי הקמתה של ועדה בין משרדית שמטרתה לשפר את הסביבה העסקית בישראל נשאה פרי והיא הסיבה לעלייה בדירוג. חלקם עוד הגדילו וטענו כי מדובר בשינוי מגמה.

האם יש סיבה לשמחה או שזו בבחינת שמחת עניים?

צר לי להשבית את השמחה, אולם אני סבור כי מדינת ישראל רחוקה מרחק שנות אור מהיעד הרצוי, שהרי מקום 49 במדד קלות עשיית עסקים אינו מכובד ומכבד כלל וכלל. וודאי כשאנו משתרכים אחרי מדינות נחותות מאיתנו במדדים הכלכליים כמו: גיאורגיה, ארמניה וטורקיה.

יתירה מכך, מדד **Doing Business** אינו משקף רק מדד תחרותי בינו לבין מדינות אחרות, אלא מהווה תמונת ראי מדויקת המבטאת את כל החוליים אותם חווה המגזר העסקי בישראל.

המדד מפרט בעצם אילו מדינות נקטו צעדים שונים לצמצום הסרבול הרגולטורי והביורוקרטי ולהפחתת העלויות בכל התהליך של פתיחת עסקים.

לכאורה על מנת לאזן, יש לציין כי ישראל מדורגת דווקא במקום טוב בהקשר של הקלה בתהליכי רישום נכסים ובהגברת שקיפות האינפורמציה באמצעות שדרוג אתרי המידע שלה כך שהם נגישים יותר וכוללים מידע רלוונטי לציבור.

ברם אולם, בקטגוריה של הקמת עסק המודדת את מספר ההליכים הנדרשים להקמת עסק ירדה ישראל, בשנת 2018, ב-8 מקומות מהמקום ה-37 למקום ה-45 הפחות מחמיא.

זאת ועוד, גם בקטגוריה של קבלת אשראי לעסקים הידרדרה ישראל מהמקום ה-55 אשתקד למקום ה-60. יש להדגיש כי, החסמים העיקריים העומדים בפני מגזר העסקי ובעיקר בפני מגזר העסקים הקטנים והבינוניים, שחש זאת ביתר שאת, הם העדר נגישות מספקת למקורות אשראי, ביורוקרטיה חונקת ורמת רגישות גבוהה יותר בתקופות של צמיחה נמוכה כפי שאנו חווים כיום.

מכל האמור עולה כי בכל הפרמטרים החשובים ביותר לקיומו של עסק בריא ולהצלחתו לאורך זמן אנו ניצבים הרחק מהרף המצופה.

PSÂGOT

עבר נמזג להווה · סיפור מסע של יין
מרכז מבקרים · סדנאות יין · כנסים וארועים



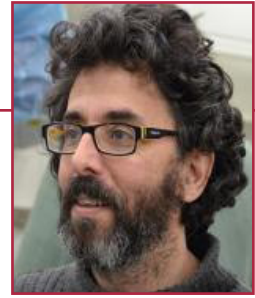


מדור טכנולוגיה ומדע

דורי אורין, דוקטורנט בתכנית למדע, טכנולוגיה וחברה



אוניברסיטת בר-אילן



לאן נוסעת המכונית האוטונומית?

הסקרנות והעניין שהרעיון עורר לא גוועו. ייתכן שקראתם מאמרים הבוחנים שאלות אתיות הנוגעות לאופן פעולתה של המכונית האוטונומית. אתיקאים, אנשי טכנולוגיה וחובבי מדע בדיוני מעלים תסריטים שונים הבוחנים את טיבה של המכונית האוטונומית ואת מערכת הערכים שלה. האם במקרה של חוסר ברירה המכונית תדרוס הולך רגל? האם בקרות המקרה היא 'תעדיף' את חייו של בעל הרכב או את חייהם של שני הולכי רגל?

אבל בעיניי אלה שאלות סרק. נכון, המכונית האוטונומית תפתח חזית נוספת (לצד מעליות, שדות תעופה ורשת החשמל) במערכה בין ההאקרים למפתחי התוכנה, אבל היא לא תירדם

על ההגה ולא תסמס בזמן הנהיגה, ובכל מקרה לא זה יהיה הרמזור שיעצור אותה. מה שבאמת מעניין בעיניי בשאלה של המכונית האוטונומית הוא השינוי שהיא תחולל בדרך החיים שלנו והאופן שבו היא תשנה את ההיסטוריה האנושית.

זו לא תהיה הפעם הראשונה. הפרברים, אותן שכונות בורגניות מהוגנות ומנומנמות שנוצרו סביב הערים ויצרו הווי חיים ייחודי, באו לעולם בעקבות כניסתה של המכונית לשימוש המוני באמריקה. גם פס הייצור המתועש, שפותח כבר במכוניות פורד מודל T והיה לסמל המודרניות ובד בבד לצורות העסקה המבטלות את הייחודי והאנושי - גם הוא התפתח יחד עם המכונית.

איך תשנה את חיינו המכונית האוטונומית? ייתכן שהיא תגרום לשינוי בפני העיר. העיר, כפי שאנו מכירים אותה, סובבת סביב המכונית. הכבישים, החניה, החניונים, זיהום האוויר. המכונית

היא לא תירדם על ההגה ולא תסמס בזמן הנהיגה. השאלה איזה שינוי תחולל בחיינו המכונית האוטונומית וכיצד היא תשפיע על ההיסטוריה האנושית.



בסצנת הסיום של הסרט "תלמה ולואיז" מבינות גיבורות הסרט כי נלכדו: נלכדו בידי המשטרה אבל גם בידי המבנים החברתיים שבהן חיו לפני צאתן להרפתקה. במקום להיכנע, הן בוחרות באפשרות אחרת: הן מאיצות את מכוניתן, פורד ת'אנדרברד פתוחה, אל מעבר לגדת המצוק. לא במקרה המכונית היא שחותמת את הסרט. לאורך כל הסרט המכונית משמשת כסמל לחופש (והיא יכולה לשאת על עצמה את הסמל הזה מכיוון שיש לה תפקיד כזה גם בחברה).

"תלמה ולואיז" (תסריט קלי קורי, בימוי רידלי סקוט) יצא למסכים לפני יותר מיובל (26 שנים ליתר דיוק), אבל כאז כן עתה, הכלי הקרוי 'מכונית' עושה כותרות. בשנת 2014 הציגה חברת גוגל דגם של מכונית אוטונומית, היינו מכונית היכולה לנסוע ולהגיע ליעדה ללא התערבות או עזרה של מפעיל אנושי. התוכניות של גוגל, כאחרות לפניו, נגנזו, אבל

שלנו. אם כך, מדוע ברור כל כך כי המכונית האוטונומית היא העתיד הקרוב שלנו? - כי היא תהיה יעילה במיוחד. המודרניזם מעלה על נס את היעילות כפרמטר מרכזי בבחינת אובייקטים (וגם בבחינת דברים אחרים, מעלותו של צעצוע פלסטיק פשוט ועד תהליכים חברתיים). המכונית כפי שאנו מכירים אותה נדמית לנו כחלק מאותו עולם מודרני, אבל המכונית בדימויה היום - כביטוי לאינדיבידואליות, למיניות ולעוצמה - למעשה אינה שייכת לעולם המודרני-תועלתני, שבו ייעודה של מכונית הוא להביא אותנו מנקודה א' לנקודה ב' במהירות וביעילות מרביים. המכונית האוטונומית מגלה וחושפת כי האיפיון של המכונית הקלאסית כאובייקט חושני ואישי, למעשה הרחיקה אותה ממחוזות המודרניזם. משבחרנו בתועלתנות - סופה של המכונית הקלאסית נכתב מראש. אני מניח שבסיומו של "תלמה ולואיז" בגרסת המכונית האוטונומית, כשתלמה נותנת את ההוראה לשעוט אל עבר המצוק, המכונית משיבה: "בקשה זו חורגת מהסכם השימוש שעליו חתמת, האם תהיי מעוניינת לצפות בפרסומות או לרכוש דבר מה עד הגעת המשטרה?"

האוטונומית והכרוך בה מעלה שאלות סביב כל הרגל שפיתחנו במהלך חיינו עם המכונית הנוכחית. למשל: מדוע להקצות למכונית מקום ליד הבית, כשהיא יכולה להגיע אלינו במועד שנדקק לה? מדוע לקנות מכונית כשאתה משתמש בה לכל היותר שעתיים ביום? מדוע להיתקע בפקקים כאשר זרימת המכוניות יכולה להתנהל בדומה לזרימת תאי דם בעורקים? אם נגזר עלינו לבזבז חלק מזמננו בגין נסיעה, האם לא כדאי לנצל זמן זה למשהו יעיל? מדוע להגביל את יכולת התנועה החופשית של אנשים בשל גילם? או בהתאם למגבלות גופניות? מדוע 'לכלוא' אנשים רק כי אינם יכולים לנהוג? כפי שאפשר לראות מרשימת השאלות, למכונית האוטונומית יש פוטנציאל לשנות את רמת המוביליות הפיזית, את הארכיטקטורה של העיר, את הדרך שבה ננצל את הזמן שלנו ואפילו את מבנה הקניין שלנו. אבל מה מבקשת המכונית בתמורה? דבר פעוט. את החופש.

המכונית, כפי שאנו מכירים אותה כיום, היא חלל פרטי בעל מיקום משתנה. ככזו, יש לה ערכים נלווים של חופש, של מיניות, של עוצמה. בכל רגע יש בידינו להיכנס למכונית ולנסוע ליעד בלתי ידוע. לעומתה, המכונית האוטונומית היא 'חיה' אחרת לגמרי. כדי לתפקד, המכונית האוטונומית עומדת בקשר עם מגוון רשתות תקשורת, הן לצורך בטיחות והן לצורך ניווט. מיקומה ידוע בכל רגע ורגע ונתוני הנסיעה שלה נרשמים ויכולים להיחשף. כמו כן, קרוב לוודאי שהמכונית האוטונומית לא תהיה בבעלותנו הפרטית, כלומר, החלל שבו אסע יהיה כזה שאני חולק עם המון זרים, בדומה למצב המבדיל בין בית פרטי למלון.

אבל יותר מכול, המכונית האוטונומית אינה 'חופשית'. בין האדם לבין מערכת הניווט ישנה מערכת מתווכת, שלא זו בלבד שתדע היכן אנחנו נמצאים בכל רגע ולאן אנו מתעתדים להגיע, אלא גם 'תאשר' ותקבל את ההחלטה הסופית. דמיינו לעצמכם, למשל, מצב שבו גוגל היא מפעילת השירות של המכונית האוטונומית והיא נקלעת לסכסוך עם עיריית נתניה על גובה הארנונה שעליה לשלם עבור משרדיה. גוגל תוכל להחליט שהמכוניות שלה לא ייסעו עוד לנתניה, ובכך 'להטיל מצור' על העיר.

יש לפיכך בסיס לחששות מפני פגיעת המכונית האוטונומית בתחושת הבעלות שלנו, בפרטיות שלנו ואפילו בחופש התנועה





מדור טכנולוגיה ומדע

פרופ' דן פאר, אונ' תל אביב



האמבולנס הנומטרי שיתקן לנו את הגנים

חוקרים באוניברסיטת תל אביב הצליחו לפתח פלטפורמה לטיפול גנטי יעיל ללא תופעות לוואי

החיסון. כדי לכוונן את פעילותם של תאי מערכת החיסון שיצאו משליטה, ביקשו החוקרים לשגר אליהם חומר גנטי מסוג mRNA (messenger RNA), שיעורר בהם ייצור של חלבון אנטי דלקתי.

לשם כך "ארזו" החוקרים את מולקולות ה-mRNA בתוך חלקיקים ננומטריים מבוססי מולקולות שומן, הנקשרים לנוגדנים ספציפיים שנפוצים בתאים עם פעילות דלקתית. כך הצליחו להוביל את הטיפול הגנטי בדיוק רב אל היעד המבוקש.

הגעת ליעד

"יתרונם הגדול של נוגדנים כנווטים לנשאים הזעירים הוא הספציפיות הגבוהה שלהם", מסבירה נופר וייגה. "נוגדן הוא

חלבון המיוצר על ידי מערכת החיסון במטרה לזהות מולקולה אחת מסוימת, ורק עליה הוא מתבית".

במסגרת המחקר החדש הוחדרו הנשאים הזעירים לגופם של העכברים החולים, והתוצאות היו מבטיחות: התסמינים הקשים של מחלות המעיים הדלקתיות פחתו במידה משמעותית.

"הפלטפורמה שפיתחנו מתאימה לטיפול גנטי במגוון גדול מאוד של

מחלות, מסרטן ועד מחלות דלקתיות ואוטואימוניות ומחלות גנטיות נדירות, ובכך חשיבותה", מסכם פרופ' פאר. "באמצעותה ניתן לשגר כל חומר גנטי לכל תא בגוף, על פי בחירתנו, ובדרך זו לעכב או לעודד ייצור של חלבונים נבחרים המשפיעים על מהלך המחלה. במחקר שפורסם בקיץ האחרון טיפלנו בדרך זו בהצלחה בעכברים עם סרטן קשרי הלימפה (לימפומה). כעת אנחנו ממשיכים לחקור ולפתח את השיטה ואת שימושיה, ומקווים שבתוך שנים אחדות היא תהיה זמינה גם לטיפול בבני אדם".



הבעיה העיקרית שמלווה כמעט כל תרופה שאנו נוטלים היא תופעות הלוואי שלה. חוקרים במעבדתו של פרופ' דן פאר, ראש המרכז לחקר הביולוגיה של הסרטן באוניברסיטת תל אביב, הצליחו לפתח פלטפורמה לשיגור מדויק של חומרים גנטיים אל התאים החולים, ללא השפעה על תאים בריאים, ולחסוך מהחולה את אותן תופעות נלוות, שלעתים עלולות לגרום יותר נזק מהמחלה עצמה. המטרה: ליישם את הטיפול גם בבני אדם בתוך שנים אחדות.

באמצעות הפיתוח החדשני ניתן יהיה להוביל חלבונים ספציפיים, שתפקידם להילחם במחלות, ישירות לתאי הגוף החולים, וכך לעזור לגוף החולה להתמודד עם מגוון של מחלות בהן סרטן, דלקות כרוניות ומחלות גנטיות נדירות.

המחקר פורץ הדרך, שהתמקד בדלקות מעיים אוטואימוניות כרוניות כמו קרוהן וקוליטיס, בוצע בהובלת הדוקטורנטית נופר וייגה, ובסיוע חוקרים נוספים במעבדתו של פרופ' פאר. מאמר אודותיו התפרסם בכתב העת **Nature Communications**.

נהגי החלקיקים הנומטריים: נוגדנים

"טיפול גנטי הוא טכנולוגיה רפואית חדשנית, הנעזרת בחומר גנטי כדי לעורר בגוף ייצור של חלבונים שנלחמים במחלה, או לחלופין לדכא ייצור של חלבונים שתומכים בה", מסבירה נופר וייגה. "האתגר המרכזי שעמד בפנינו היה להביא את החומר הגנטי באופן מדויק וספציפי לתאי היעד החולים, מבלי לפגוע בתאים בריאים בסביבה, וכך להימנע מתופעות הלוואי.

זו הפלטפורמה עליה אנו עובדים". לצורך עבודתם נעזרו החוקרים במודלים של עכברים עם מחלות מעיים אוטואימוניות כרוניות, הנגרמות בשל פעילות דלקתית מוגברת של תאים במערכת

OUR PERSONAL FINANCIAL ADVICE
BEGINS WITH ONE QUESTION:

WHAT
MATTERS
TO YOU?

juliusbaer.com



Bank Julius Baer & Co. Ltd., Tel Aviv Representative Office,
46 Rothschild Blvd., Tel Aviv, T +972 (0)3603 9111

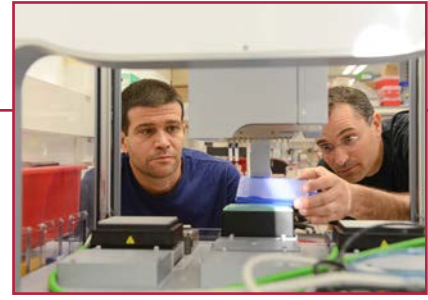
Julius Baer Financial Services (Israel) Ltd. is licensed by the Israel Securities Authority and provides its clients with investment marketing and portfolio management services in Israel and overseas. The Tel Aviv Representative Office of Bank Julius Baer & Co. Ltd. is supervised by the Swiss regulator and is not subject to the supervision of the Supervisor of Banks at the Bank of Israel.

Julius Bär
YOUR WEALTH MANAGER

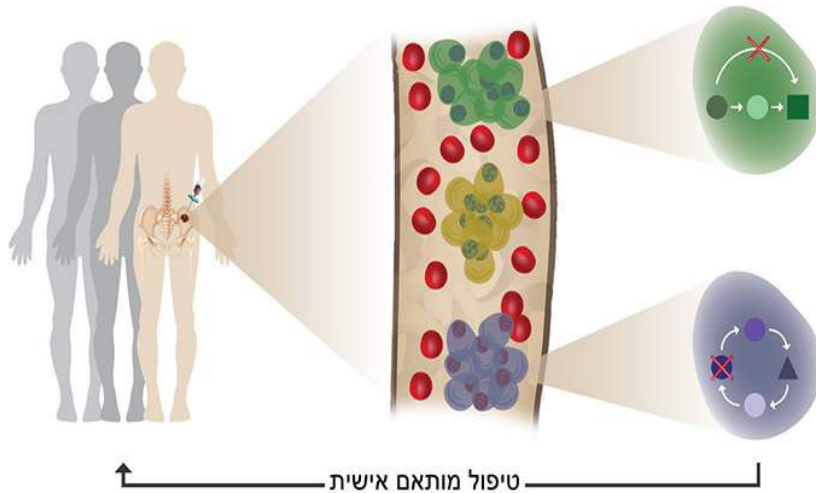


מרכז טכנולוגיה ומדע

פרופ' עמוס תנאי ופרופ' עידו עמית, מכון ויצמן למדע



פרופיל של רוצח בדם חם



מדענים ורופאים ישראלים פיתחו שיטה חדשה לזיהוי מוקדם של סרטן דם מסוג מיאלומה, שתאפשר טיפול ממוקד על-פי מאפיינים גנטיים חדשים וייחודיים של תאי הגידול

מחלות ממאירות מתפתחות כאשר תאים מאבדים שליטה ומתרבים ללא בקרה. מאמצי המחקר בעולם מכוונים לפיענוח "תוכנית האב" של תאים סרטניים - ולהבנה כיצד הם משתלטים על מסלולי גדילה המסייעים להם להתרבות ולהתפשט באופן לא מבוקר. הבנת מנגנונים אלה עשויה לסייע בפיתוח דרכים יעילות להילחם במחלה.

שיתוף פעולה בין מדענים ממכון ויצמן למדע ורופאים מהמחלקת ההמטו-אונקולוגיות בישראל, הוביל לזיהוי מדויק של הפרופילים הגנטיים ה"אישיים" של תאי סרטן דם מסוג מיאלומה נפוצה (**Multiple Myeloma**). במסגרת המחקר המשותף, זוהו פרופילים גנטיים של תאי הסרטן בארבע קבוצות חולים: חולים שהיו בשלב טרום-סרטני, חולי מיאלומה, חולים לאחר טיפול - וחולים שטופלו, הגיבו לטיפול, אך מחלתם חזרה והפכה לפעילה (**relapse**). המדענים והרופאים מעריכים שהמיפוי הגנטי האישי יסייע בעתיד בפיתוח שיטות חדשות לאבחון ולטיפול ממוקד במחלה קשה זו במסגרת "רפואה מותאמת אישית".

של החולים בה - באמצעות טיפולים אימונותרפיים; אך ברוב החולים המחלה חוזרת (**relapse**). אחד המכשולים המרכזיים בטיפול במיאלומה היא השונות הרבה בין החולים במחלה והקושי לאבחן את החולים בשלבים המוקדמים שלה ולהתאים להם את הטיפול האופטימלי. לדוגמה, חולים המזוהים באקראי בבדיקת דם שגרתית כחולים בשלב הטרם-סרטני של המחלה, נשארים במעקב רפואי ללא טיפול (**watch and wait**). כל שנה כ-1% מהם מפתח את המחלה, אך עד למחקר הנוכחי, לא הייתה דרך להבדיל בין אלה שפיתחו מיאלומה, לבין אלה שלא יפתחו את המחלה.

ד"ר גיא לדרגור, רופא וחוקר, וד"ר אסף ויינר מקבוצת המחקר של פרופ' עידו עמית במחלקה לאימונולוגיה במכון ויצמן למדע, ביחד עם קבוצת המחקר של פרופ' עמוס תנאי מהמחלקה למדעי המחשב ומתמטיקה שימושית במכון ויצמן למדע, סברו כי ריצוף אר-אן-אי בתא בודד (**single-cell RNA sequencing**) - שיטה

מיאלומה נפוצה היא סרטן הדם השני בשכיחותו. היא מתפתחת כאשר תאי פלסמה - התאים המייצרים נוגדנים בלשד העצם - מתרבים ללא שליטה ומובילים לכשל מערכות ולמוות. המחלה נחקרת שנים רבות, ובשנים האחרונות אף הושג שיפור משמעותי בהישרדות

והייחודית, שיושמה במחקר זה לראשונה בעולם, מתפרסמים היום בכתב-העת המדעי **Nature Medicine**, ויסייעו בקידום הרפואה הישראלית בחזית הטיפול בחולי מיאלומה.

פרופ' ברבש מציין שההישג הנוכחי הוא רק ההתחלה ביישום טכנולוגיות ריצוף אר-אן-אי בתאים בודדים במחקרים קליניים-גנומיים. "אנו מעורבים כעת בפיתוח שיתופי פעולה דומים בין חוקרים בבתי-חולים לבין מדעני מכון ויצמן למדע, במטרה לקדם הבנת מנגנונים, אבחון וטיפול במחלות נוספות: מסרטן ומחלות אוטואימוניות ועד לאלצהיימר".

"ניתוח גנומי בתא בודד היה מוגבל עד כה למספר מצומצם של מעבדות מחקר", אומר פרופ' עמית. "אנחנו מרחיבים את גבולות הטכנולוגיה כל העת, כך שתוכל בעתיד להפוך לכלי קליני חשוב לאבחון ולניטור מחלות ממאירות רבות בשלב הטרומ-סרטיני, או לניטור התפרצותן מחדש לאחר טיפול אונקולוגי. טכנולוגיה זו גם תתרום לפיתוח טיפולים אימונותרפיים חדשים ויעילים יותר, על בסיס מסד הנתונים העצום שנבנה על המחלה".

"זיהוי התאים הסרטניים הנדירים ואפיונם התאפשר באמצעות שיטות של בינה מלאכותית וביג דאטה (נתוני עתק), וזה הכיוון שהרפואה העתידית תצעד בו יותר ויותר", אומר ד"ר אסף וינר.

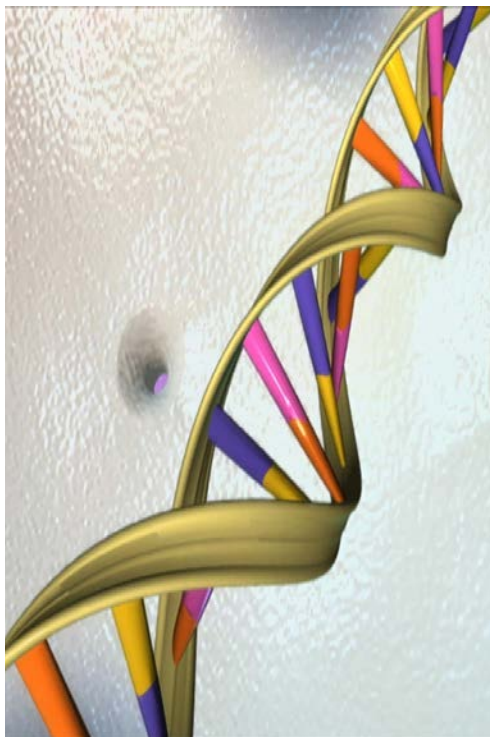
"בעתיד", אומר ד"ר לדרגו, "רופאים יוכלו לעקוב אחר המחלה בזמן אמת ולטפל בכל חולה בהתאם לפרופיל מחלתו האישי, אולי אף לפני הופעת הסימנים הראשונים".

בעלת רגישות גבוהה ביותר שחברי הקבוצה פיתחו - עשוי לאפשר גישה חדשה להבנת הגורמים להתפרצות מיאלומה נפוצה וכן לאבחון ולטיפול במחלה.

המערך לשיתוף פעולה מדעי-קליני במכון ויצמן למדע, בראשות פרופ' גבי ברבש, סייע בגיוס כל מחלקות ההמטו-אונקולוגיה בישראל לשיתוף פעולה עם מדעני המכון במחקר הייחודי הזה.

שיטת המחקר החדשה מאפשרת לחוקרים לרצף אר-אן-

זיהוי התאים הסרטניים הנדירים ואפיונם התאפשר באמצעות שיטות של בינה מלאכותית וביג דאטה, וזה הכיוון שהרפואה העתידית תצעד בו יותר ויותר



אי באלפי תאים בודדים מדם החולה, או מלשד העצם שלו, וכך לקבל את הפרופיל הגנטי של אר-אן-אי בכל תא בנפרד. באמצעות ריצוף עשרות אלפי תאים מאנשים בריאים שעברו ניתוחי החלפת מפרק ירך, תיעדו המדענים בתחילה את "הפרופיל התקין" של תאי פלסמה נורמליים; קבוצת הבריאים היוותה את קבוצת הביקורת. תאי הפלסמה של קבוצת הביקורת היו דומים מאוד אלה לאלה, והציגו פרופיל גנטי אחיד ותקין של תאי פלסמה נורמליים. השוואת הדפוס הנורמלי לדפוסים שזוהו בחולים, הראתה שלכל חולה דפוס גנטי ייחודי - בחלק מהמטופלים אף נצפו כמה "שבטים" (Clones) של תאים עם פרופילים גנטיים שונים באותו החולה.

בשיטה הייחודית שפותחה במחקר, אפשר לזהות גם בדם, אפילו מספר קטן ביותר של תאים ממאירים, וזאת, גם בשלב מחלה מוקדם מאוד, טרום-סרטיני. זיהוי תאים בבדיקת דם יוכל להחליף את ביופסיית לשד העצם הפולשנית (והכואבת) לצורך מעקב אחר החולים האלה. בדיקת דם פשוטה תאפשר זיהוי מוקדם, אבחנה מדויקת והחלטות מושכלות יותר באשר לטיפול, בהתבסס על פרופיל המחלה ה"אישי" של כל חולה. המחקר והאנליזה הגנטית הרגישה



מדור פסיכולוגיה

חיה אוסטרובסקי, פסיכותרפיסטית MSW



הקושי להודות בטעויות

הדבר גורם לכך שהוא יהיה עסוק בלהוכיח כיצד הוא לא טעה וכולם אשמים בטעות. לדוגמא: הוא תמיד עונה לטלפון בנהיגה ורק בגלל שמישהו העיר לו על כך, התרחשה התאונה... אנשים אלה יתעמתו וימשיכו להתעקש או להתקיף את כל מי שינסה להתווכח ולהוכיח להם שטעו. יותר מכך, הם יזלזלו וימעיטו בדעתו של האחר ובעובדות שהוא מציג.

מעצם מעשיהם החוזרים, יש לאנשים אלה סוג של קושי רגשי. לכאורה, האדם נראה כמי שדבר אינו יכול לערער את בטחונו והערכתו העצמית הגבוהה, הוא תמיד יודע הכל וכל הזמן, תכונות אותן נוטים לקשר לעוצמה וכוח. למעשה, ההפך הוא הנכון, הם לא משופעים בעוצמה וכוח אלא בנוקשות מחשבתית וקושי רגשי בהתאמה לסביבה. לעיתים מלווה אותם חוסר בטחון מול האחרים ופחד מפני פגיעה בדימוי העצמי שלהם. התוצאה הינה תגובה תוקפנית כלפי אלה שמתחשקים פולשים למרחב האישי שלהם ומנסים לערער אותו. תגובתם היא לא תמיד מתוך בחירה מודעת. אלא תגובה הישרדותית הבאה להגן על האגו הפגיע שלהם. פגיעותם רבה עד שאינם מרגישים שיש להם רשות מטעם עצמם לטעות. סוג של פרפקציוניזם ונרציסטיקת קשה. התנהגות זו עלולה לנבוע מילדות שבה עמדו תחת ביקורת קשה ומתמדת מצד הסביבה הקרובה, בעיקר ההורים. האופן היחידי בו יכולו להגן על עצמם היה להתעקש על העובדות כפי שהיא/הוא הילד רואה אותן. עקרונית אנשים שאינם מסוגלים להודות בטעויותיהם, נמצאים במקום חלש בו אינם יכולים לשאת את הרעיון שאינם מושלמים, שאפשר לטעות לפעמים משום שלטעות היא תכונה אנושית. ובעיקר פוחדים להיפגע ומשקיעים בהתאמת המציאות החיצונית למציאות הפנימית שלהם ובכך מיישבים בתוכם את הקונפליקטים הפנימיים.

תגובתנו לאנשים אלה תלויה בנו והיא אישית. הטעות שאנו עושים היא בחשיבה שסירובם, התעקשותם ונוקשותם לא להודות בטעויות, נובע מעמדת כח, בטחון עצמי מפרז, זלזול באחרים וכו'. סיבות לקושי להודות בטעויות נובעות בדיוק מהסיבות ההפוכות: מקושי רגשי והעדר כוחות פנימיים להתמודד עם העובדה שטעו.

אחד הגורמים המהווים אבן נגף ביחסים, זו המציאות המתוארת לעיל. קשה לחיות במחיצתו של אדם שאיננו יכול להודות בטעויותיו, בעיקר כאשר כל אחד מהצדדים עומד על דעתו וחשוב לו שיעשה סוג של צדק. אך כאשר אנו מבינים שהדברים נובעים מחולשה ולא מחוזקה, אולי יהיה קל יותר לראות את האדם מאחורי ההתנהגות ולחפש פתרונות שיביאו לרגיעה במערכת. אפשרות נוספת היא לפנות לטיפול כדי לברר את הסוגיות שעומדות מאחורי התנהגויות מסוימות.

חיה אוסטרובסקי, פסיכותרפיסטית MSW

חלק בלתי נפרד מהחיים, הוא גם לטעות. ישנם אנשים שהאפשרות להודות בטעות הוא בלתי אפשרי עבורם. הם ננעלים על דעתם, לא נותנים לעובדות לבלבל אותם. נכון שאנשים אלה מכעיסים ומתסכלים, אך הסיבות להתנהגותם עמוקות יותר מאשר מה שנראה על פני השטח.

ישנן טעויות קטנות יומיומיות וגדולות יותר שאפשר לחיות איתן פחות או יותר בשלום. אך ישנן טעויות קריטיות אשר עלולות לעלות במחיר כבד, כמו לדוגמא לענות לסולארי או להודעה כתובה תוך כדי נהיגה, למרות שהסובבים מבקשים בכל פה לא לעשות זאת. האדם בטוח שהוא יצליח גם לנהוג וגם לענות להודעה והתוצאה עלולה להיות הרסנית.

אף אחד לא נהנה לטעות. מדובר בחוויה רגשית, שאיננה תמיד נעימה. השאלה כיצד מגיבים כאשר מסתבר שטועים. ישנם אנשים שיזדרזו להודות ויקחו אחריות מלאה או חלקית על טעותם. ישנם אחרים שיודו בחצי פה ובמרומז שטעו והיו צריכים להחליט אחרת, קשה להם להודות אבל בסופו של דבר מבינים שטעו ולא נורא להודות ולתקן את הטעות במילים או במעשים.

לעומתם, ישנם אלה המסרבים בכל תוקף להודות בטעותם, גם מול הוכחות חד משמעיות ומוחלטות. אנשים אלה יסבירו באופן עיקש שהם לא טעו והאחרים טועים בפרשנותם. יותר מכך, האדם ילחם בצדקתו תוך שכנוע עצמי שהוא אמנם איננו טועה ומרגיש שנעשה לו עוול כשמנסים להוכיח לו שטעה. הוא ינסה לשנות לכאורה את המציאות וליצור תמונה שתתאים למציאות האישית שלו. התנהגות זו היא אחד מאבני הנגף המהותיים ביחסים זוגיים, הורים, משפחתיים ובינאישיים.

מה קורה כאשר אדם מתווכח עם העובדות ואיננו מסוגל להודות שטעה? מה המנגנון הרגשי שאיננו מאפשר להודות בטעות, גם כאשר ברור שנעשתה טעות? למה התנהגות זו חוזרת על עצמה כל הזמן? למה קשה להודות בטעות?

התשובה לכך קשור מבבנה האישיות ולתחושת העצמי של האדם. ישנם אנשים שבבסיס אישיותם ישנו אגו פגיע, הערכה עצמית לא גבוהה וצורך להצדיק את קיומם. הם אינם יכולים לשאת את המחשבה והאפשרות שהם טועים מידי פעם. הודעה בטעות תהווה ערעור בבסיס אישיותם. רגשית זו איננה אפשרות עבורם. מדובר במקום בו מנגנוני הגנה נוקשים נכנסים לפעולה ומונעים מהאדם להודות בטעותו. לשם כך, הוא מעוות ומשנה את המציאות כדי להפוך אותה סבילה ופחות מאיימת עבורו. תפקידם של מנגנוני ההגנה במקרה זה, הוא שמירה על האגו השביר באמצעות שינוי העובדות והתאמתם (שלא במודע) לסיפור שהאדם יכול לשאת מבלי להרגיש אשמה או כשלון לנוכח טעותו. הדבר דומה לרקדן שכשל ואומר: "זה לא שהרקדן לא יודע לרקוד, אלא שהרצפה עקומה".




SoméK
ESTATE WINERY

**יקב סומק
יקב משפחתי בזכרון יעקב
סוירים וטעימות יין**

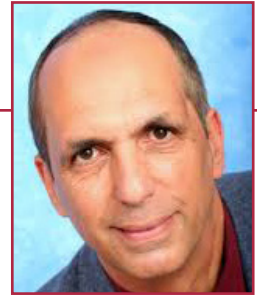
הרצל 16, זכרון יעקב, 04-6397982
www.somek-winery.co.il



מדור תיירות ופנאי



אילן שחורי, עיתונאי, איש תיירות וחוקר תולדות ארץ ישראל



נווה צדק - מסע אל האמא של תל אביב

התרבות סוזאן דלאל שהביא לפריחתה המחודשת של השכונה. בשכונת נווה צדק כיום שפע של אתרים היסטוריים בולטים: פינת הרחובות פינס ולילנבלום, עדיין ניתן לראות את חזית ראינוע עדן, בית הקולנוע עצמו שפעל עד אמצע שנות ה-70 נהרס, אך המעטפה נשתמרה מתוך כוונה לשלבה בבניין עתידי. מייסד אחוזת בית ות"א עקיבא אריה וויס, היה המתכנן של הראינוע הראשון שהוקם ביוזמתו של מאיר דיזנגוף עוד ב-1913, לאחר שראה מבנה דומה בעת ביקורו באלכסנדריה. זה היה המוסד המפואר ביותר בסביבה ערב מלחמת העולם הראשונה. למעלה מאלף כיסאות הובאו מווינה, גג הראינוע היה פתוח והסרט הראשון שהוקרן בו היה "ימי פומפיאה האחרונים". את השם "עדן" העניק למקום הסופר שמחה בן ציון ואת המילה ראינוע, חידש במיוחד לכבוד בניין הזה, אליעזר בן יהודה. בסמוך לראינוע עדן, ניצבים הבתים התאומים של אהרון שלוש. מייסד השכונה הקים לשני נכדיו הבוגרים זוג בתים זהים לחלוטין כדי שלא יקנאו אחד בשני. אחד המבנים הופגז בעת התקפת חיל האוויר המצרי על ת"א למחרת הכרזת העצמאות.

כמה בתים משם, ברוקח 21 פעלה בתקופת העלייה השנייה מערכת "הפועל הצעיר" ובו התגוררו עורך הפועל הצעיר יוסף אהרונוביץ ומי שהייתה רעייתו הסופרת דבורה ברוך. הבית שכונה שנים רבות "בית הסופרים" התפרסם גם בשל העובדה שהסופר יוסף חיים ברנר השכיר חדר בקומה השנייה בבניין. לאחר שנות הזנחה רבות שופץ הבניין על ידי משפחת הצייר נחום גוטמן ובמקום נפתח מוזיאון גוטמן. בקצה הרחוב, רוקח 2, ניצב ביתם של שלמה ורבקה אבולעפיה. שלמה, נכדו של הרב חיים אבולעפיה מחדש היישוב היהודי בטבריה, הגיע לנווה צדק יחד עם אהרון שלוש ואף הקים את ביתו בסמוך אליו. בקומה השנייה של הבית השכיר אבולעפיה חדר צנוע לסופר שמואל יוסף עגנון, שם כתב את הרומן הגדול שלו "תמול שלשום" על החיים בנווה צדק וראשית ימיה של ת"א.

אחד הסמלים של שכונת נווה צדק הוא גשר הרכבת (גשר שלוש) המחבר בין נווה צדק ליפו. הגשר הוקם בעת ייסוד קו הרכבת ב-1892 אך נבנה מחדש על ידי הבריטים ב-1918 לאחר ששדרגו את פסי המסילה הצרים לסטנדרט האירופאי. מאחורי בית שלוש מצוי מרכז סוזאן דלאל, מרכז התרבות התל-אביבי לבלט ותיאטרון. בסוף המאה ה-19 שימש המקום כקריית החינוך העברית הראשונה באזור יפו על מגרש שהיה שייך לכ"ח (חברת כל ישראל חברים). במקום הוקמו ב-1909 בית הספר אליאנס לבנים ובית הספר לבנות שמאוחר יותר נשא את שם מנהלו יחיאל יחיאלי. במתחם פעל גם הסמינר למורות ע"ש לוינסקי, שעבר מאוחר יותר לרחוב בן יהודה. בתקופת מלחמת העצמאות שימש בית ספר אליאנס מטה של האצ"ל. ברחבה המחברת בין שני בתי הספר, הוצב לוח זיכרון למייסדי השכונה מפסיפס של תמונות, מעשה ידיו של האמן דוד טרטקובר הגר כבר שנים בשכונה.

עשרים ושתיים שנה לפני הקמת אחוזת בית (תל אביב), החלה ההתיישבות בשכונת נווה צדק. במקביל ליציאת השכונות היהודיות מתוך חומות העיר העתיקה של ירושלים, ביקשו היזמים שמעון רוקח ואהרון שלוש להביא לתהליך דומה גם ביפו. נווה צדק ושכונת "נווה שלום" שהוקמה שלוש שנים אחריה נחשבות ובצדק ל"אמא ואבא" של תל-אביב.

היוזמה להקמת שכונת "נווה צדק" היתה של שמעון רוקח, ראש קהילת יהודי יפו ומייסד האגודה "עזרת ישראל", בסוף המאה ה-19. יחד עם אחיו אלעזר סייע ליהודי יפו שגרו אז בצפיפות איומה ובתנאי תברואה ירודים רוקח חבר לבעל הקרקעות אהרון שלוש וכבר ב-18 בינואר 1886 נחתם ספר התקנות של השכונה החדשה, שאמורה היתה להיות חלק מהעיר יפו ושמה נלקח מדברי הנביא ירמיהו: "כֹּה-אָמַר ה' צְבָאוֹת, אֱלֹהֵי יִשְׂרָאֵל, עוֹד יֵאמְרוּ אֶת-הַדָּבָר הַזֶּה בְּאֶרֶץ יְהוּדָה וּבְעָרֶיהָ, בְּשׁוּבֵי אֶת-שְׁבוֹתָם: יִבְרַכְךָ ה' נוֹה-צֶדֶק, הַר הַקֹּדֶשׁ".

תחילת ההתיישבות בשכונה הצפונית של יפו החלה שנה וחצי לאחר החתימה על התקנות ומקובל לראות בתאריך 14 באפריל 1887 (כ' בניסן תרמ"ז) כיום ייסוד השכונה. אגב, בדיוק באותו יום, 22 שנה מאוחר יותר, התקיימה הגרלת המגרשים לאחוזת בית, הנחשבת כיום ייסוד תל-אביב. ארבעים ושמונה חברים נרשמו לשכונה החדשה. אהרון שלוש עצמו גר באותה עת בבית בודד צפונית ליפו על אדמה שהייתה בבעלותו. גם האדמות עליהן הוקמה נווה צדק היו בבעלות משפחת שלוש. שלוש מכר חלק מאדמותיו במחיר נמוך ובתנאי שהבנייה תחל מיד. אחד הסעיפים בתקנון השכונה היה שוויון מוחלט בין החברים ובהגדרה שהתקיימה זכו 10 משפחות להיות הראשונים שיקימו בה את ביתם. אהרון שלוש, שהתגורר בגבול השכונה טרם הקמתה, הצטרף לשכונה החדשה מעט מאוחר יותר ובנה בה את ביתו המפואר.

בניית השכונה התבססה על עיקרון של קואופרטיב כשכל מתיישב מפקיד בכל חודש סכום כסף וזאת עד לסיום הבנייה ולהשתכנותם של כלל המתיישבים. תוך שנה הוקמו עשרת הבתים הראשונים של נווה צדק צפונית-מזרחית ליפו ובמרכזה נחפרו מיד שתי בארות מים. עם הזמן נבנו שכונות נוספות מסביב לשטח המקורי.

בתקופת העלייה השנייה נווה צדק פורחת ורבים מהאינטלקטואלים של בני עלייה זו מבקשים לגור בה, סופרים ואנשי רוח כמו הרב קוק, הסופר ש"י עגנון שלימים זכה בפרס נובל לספרות (התגורר בשכונה בשנים 1909-1912 והיטיב לתאר את הוויתה, נופיה ודמויותיה בספרו תמול שלשום), המורה ש. בן-ציון, הסופרת דבורה בארון, המוציא-לאור יוסף אהרונוביץ, הסופר יוסף חיים ברנר, המשורר דוד שמעוני והצייר נחום גוטמן.

ערב מלחמת השחרור סבלה נווה צדק מהתקפות ערביי יפו ובשנות החמישים והשישים הלכה והתדרדרה עד שבסוף שנות השבעים השקיעה עיריית ת"א בשכונה עשרות מיליוני שקלים, מה שהוביל להקמת מרכז

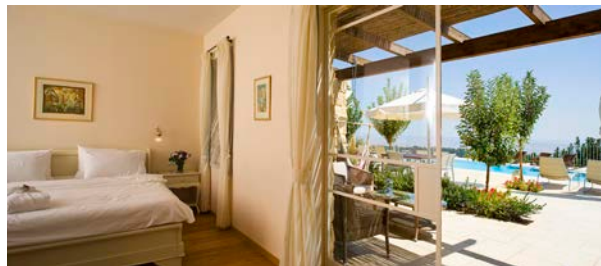
אחוזה יסמין

בראש פינה, מול נוף הכנרת התכול והרים הנושקים לשמיים, ניצבת אחוזת יסמין המרהיבה. באחוזה סוויטות גדולות ומרווחות בעיצוב שקט ונעים. אנו דאגנו לכל פרט ופרט באירוח באווירת שלווה ונינוחות, יחד עם שירות ומקצועיות. הסוויטת מתאימות לזוגות, משפחות עם ילדים, וקבוצות קטנות. לראש פינה סיפור מרתק על חזון, עלייה, הפרחת שממה, מאבקים עקשנים וסוף טוב. ראש פינה מציעה אתרי בילוי, גלריות, מוזיאונים, פסטיבלים ומסעדות לצד אתרי טבע רבים ואטרקציות מגוונות.

לפרטים והזמנות: 054-6149887

www.jasminehouse.co.il

 JasmineMansion





מדור תירות ופנאי

אסף בן דור, שירותי אדריכלות ותכנון



האבן הירושלמית ומשמעותה כיום

ופחות מסיבית. שכן הצורך לשאת קומות מעל הלך ופחת, אבל המשקל שהוצב מעל הקומות התחתונות הלך וגדל.

"והאבן הזאת אשר שמתי מצבה יהיה בית אלוהים" (בראשית כ"ח)

ימיה של האבן כחומר בניין הם כימי הציביליזציה האנושית. לצד חומרי בניין אחרים ששמשו את האדם, תפסה האבן את המקום החשוב ביותר. היא איננה נרקבת כמו העץ, ולא מתפוררת כמו החימר, אלא משתמרת לאורך זמן. גם המרקם שלה לא מאבד מחינו, לעיתים קרובות אף ההיפך, הוא מקבל ברק וחדן רב עם השנים. המסיביות של האבן, יחד עם אי התבלותה, מעבירים אלנו דרך האבן תחושה של נצח. אין תימה אפוא שבמקומות רבים בעולם שמשה האבן לבניית מקדשים, או מצבות. יחד עם זאת שמשה האבן לעיתים קרובות, גם לבניית בתי מגורים. במקומות בהם היא מצוייה יותר, השתמשו בה כמובן יותר.

החל מהעולם העתיק, אתגרה האבן את המהנדסים והבנאים, וחייבה אותם לחפש דרכים שונות ומגוונות, להתמודד עם תכונותיה. למשל הפודיום (משטח מוגבה) של המקדש היווני שנועד לייצר בסיס יציב, על מנת, שהעמודים שהוצבו עליו לא ישקעו באדמה. בסיס העמוד אשר נועד להעביר את עומסי העמוד המסיבי לפודיום. כותרות העמודים, ליצור בסיס רחב, להצבת הקורה המסיבית והקרניז להרחיק את מי הגשמים. הקשת הרומית נועדה לתת מענה לקירוי מפתחים רחבים יותר מאלה שהציעו המקדשים היוונים, זאת על ידי סידור האבנים באופן קעור, אשר אינו מאפשר לאבנים ליפול (האמת ניתנת להאמר שקשתות הופיעו עוד לפני הרומיים, אבל הרומיים היו אלו שניסחו זאת לראשונה באופן גיאומטרי ועשו בה שימוש נרחב). את אותו דבר אפשר לומר על הקמרונות לסוגיהם שהתפתחו בימי הביניים.

כאשר החלו לבנות קומה על גבי קומה, כפתה האבן על המהנדסים והבנאים לדאוג שהפתחים ימוקמו זה ע"ג זה, על מנת שלא תהייה מסה כבדה מדי מעל מפתח. הבנייה בקומות התחתונות נעשתה עם אבנים מסיביות יותר, שיכלו לעמוד יציב על הקרקע וליצור בסיס לקומות העליונות יותר. ככל שגבה הבניין, נעשה שימוש באבן פחות



בתמונה העליונה: פלאצו מדיצי - ריקארדי, פירנצה, אדריכל: מיקלצו די ברתולומאו: אבן מסיבית בעיבוד גס בקומות התחתונות, הולכת ונעשית עדינה בקומות העליונות.
למטה: פלאצו קייריקטי ויצ'נצה, אדריכל אנדריאה פלאדיו, מסה על גבי מסה, מפתח מעל מפתח מבסיסי העמודים ועד לראשי הפסלים.

זאת! נתלה לוחות אבן על קירות הבטון כאילו היו כל חומר חיפוי אחר. פטורים נהייה מלתת מענה לבעיית המפתחים שעל האבן לקרות, כך ניתן אינטרפרטציה מודרנית לאבן.



תמונות בית חדש מירושלים, אדריכל דוד שרקי. שימו לב לגודל המפתחים. אבן במתכונת הישנה מעל מפתח הייתה כמובן נופלת, אלא שאנחנו יודעים שהאבן קשורה לבטון ולכן היא מחזיקה ותמשיך להחזיק. כמו כן שימו לב לשימוש בבטון חשוף ולעמודי ברזל. אין כאן כוונה "לשקר" כאילו הייתה זו הבנייה באבן הישנה והטובה. יש כאן בנייה מודרנית למשעי, כשהאבן משמשת לה חיפוי.

המשך בעמ' הבא >>

דרך כל סגנונות הבנייה שעשו שימוש באבן, ממצרים העתיקה דרך האדריכלות היוונית והרומית הקלאסיות, הבנייה הרומנסקית, הגותית, אדריכלות הרנסנס, הבארוק והניאו קלסיציזם. כולם היו צריכים להיענות לאתגר שהציבה בפניהם האבן ותכונותיה. הגם שהתכנים התרבותיים לאורך כל התקופות האלה השתנו לבלי הכר, ועמם גם הטעם האדריכלי. האבן ותכונותיה המשיכה לכפות את הסדר שלה. סדר שלפחות מבחינה הנדסית היה נכון.

אפשר לומר שכל הצורות הגיאומטריות שסקרנו ועוד, נולדו לא כדי לקשט את הבניין אלא לענות על צורך הנדסי. נוצר אפוא קשר בל יינתק בין החומר לבין הצורה.

בשלהי המאה ה-19 החל שימוש גובר והולך בבטון מזויין. חומר זה מאפשר סטרקטורות אחרות לגמרי, מאותן סטרקטורות שחייבה האבן ותכונותיה. כך הפכה האבן מחומר בנייה לחומר חיפוי. תהליך זה לא התרחש כמובן.

ביום אחד. הוא החל לקראת סוף המאה ה-19 ונמשך במאה ה-20. עם ההתייעלות בתהליכי ייצור ושינוע הבטון והברזל. כיום כמעט שלא נעשה שימוש באבן כחומר בנייה, אלא כחומר חיפוי בלבד. הסיבות לכך הן רבות ומגוונות. העלות של חציבת אבנים גדולות ושינוען לצורך בנייה תהייה עצומה ביחס לשימוש בבטון. הבטון המזויין מעניק יכולת מרשימה יותר לבנייה לגובה. יחד עם זאת הבטון כחומר קונסטרוקטיבי תופס הרבה פחות שטח, וחוסך לנו מטרים רבועים רבים וחיוניים. וכמובן שיש חשיבות עצומה לבידוד ואיטום הבית, דבר שמתאפשר יותר כאשר הבנייה מבטון.

תקופת המעבר בה התחלפו חומרי הבנייה מאבן לבטון וברזל, חופפת למדי את התקופה של היציאה מחומות העיר ירושלים, של האוכלוסיות היהודיות ושאינן יהודיות בירושלים. כבר בימי המנדט הבריטי נחקק, חוק המחייב חיפוי אבן בבניינים שנבנו בירושלים. חוק שאומץ מאוחר יותר על ידי הרשויות בישראל. גם הטכנולוגיה של שימוש באבן עברה תמורה גדולה. לא עוד חציבת אבן אבן עם פטיש ואזמל. היום נחצבים הסלעים בעזרת כלים כבדים ומוכנסים למכונה, הפורסת את הסלע לפרוסות בדומה למכונה לפריסת לחם. אחר כך מוסיפים לאבן טקסטורה על פי הזמנה.

אנו רואים, שמצד אחד, חומרי הבנייה הקונסטרוקטיביים, הזולים, היעילים והמועילים ביותר כיום, הם בטון וברזל. מצד שני חומר החיפוי, שאנו מחוייבים אליו מכוח החוק הוא האבן. לאחר שנפרם הקשר בין חומר לצורה, והוליד לא מעט כיעור.

כיצד נתמודד היום עם בנייה שנעשית בבטון אבל בחיפוי אבן? ישנן למעשה שתי דרכים מועילות, ואין לי כל כוונה לשפוט ביניהן. דרך ראשונה לבוא ולומר: האבן היא רק חומר חיפוי ואנחנו לא נסתיר



מדור תירות ופנאי

האבן הירושלמית ומשמעותה כיום

המשך מעמ' קודם <<

דרך שנייה היא יותר סנטימנטלית ביחס לעבר: והיא לבנות על פי מה שהיה נכון בעבר. דהיינו שימוש באותן הצורות שהיו כורח הנדסי בעבר. לא מספיק להוסיף קשת פה וקרניז שם. הקומפוזיציה של הצורות צריכה להיות תואמת את האופן, שבו איתגרה האבן בעבר את האדרכלים, המהנדסים והבנאים.

הגם שהאבן כבר לא משמשת יותר לבנייה, היא מתגלה כחומר חיפוי מצויין. ניתן באמצעות הקדשת מחשבה, וניסיון לחבר שוב בין החומר לצורה. להשקיע מעט יותר אהבה לכל פרט בחזית. כל זה בהתאמה ליכולות הכלכליות. אנו לא חייבים לעשות חזית מוזרה או צעקנית, רק כדי להיות מיוחדים. ניתן גם ליצור חזות נאה, התפורה לפי מידותיו של הלקוח, על כל המיוחדות והשונות שלו.

לא במיקרה המילים פנים ופנים בשפה העברית נכתבות עם אותן אותיות. דומני שיש לכך משמעות רבה. קיים קשר בין פני הבניין לבין המתרחש בפנים. בבחינת תוכו וכרו, השקעת מחשבה בחזות החיצונית, והתאמתה לבית, תשפיע בהכרח על הקשר שלך לביתך. כמו שגם תשמח את עוברי האורח שיראו את חזית הבית. ממש כשם שחיוך על הפנים, עשוי להשפיע על התחושות הפנימיות כמו גם על הסביבה.



תמונת בית חדש אחר בירושלים: אדריכלים סלומון משה ואסף בן דור. כאן נעשה שימוש בקשתות או באבן טרפזית כדי לקרות מפתחים, כמו בבנייה הישנה. "עמודי האבן" אשר עליהם נשענות הקשתות הם רק אבן לחיפוי, מאחוריהם פרופילי ברזל הנושאים את התקרה. וכן אומנות אבן להחזקת המרפסת הזיזית שעשויה בטון ומחזיקה את עצמה הייטב בלעדיהן. גם כאן קיימת הקפדה למיקום מסה מעל מסה, אומנות המרפסות לא יבואו מעל פתח.



אורלי מרקוביץ הפקות וייצוג מוסיקאים בינלאומיים מציגה:

הבלט הקנדי הגדול ממונטריאול "ונדטה" סיפורי המאפיה האיטלקית עם 50 רקדני הבלט הקנדי הגדול ממונטריאול בהטבה בלעדית ומיוחדת ללקוחות מגזין הבנקאות הפרטית



מופע מחול סוער, מרתק ועוצמתי שמהווה מסע לעולם האפל של המאפיה בשיקגו. ולסים, Valse Foraine, פיאצולה, נינו רוטה, באך, טלמן, מוסיקה לסרטים ועוד...

יצירת תיאטרון-מחול חדשה של הכוריאוגרפית אנאבל לופז אוחואה תשוקה בוערת, אהבה, כעס, תאוות בצע, קנאה ותסכול מבעד לעינייה של בת משפחת פשע איטלקית בעולם העומד על סף שינוי חברתי. יצירת בלט חדשה עטורת סיפורים הלוקחים אותנו למסע מרתק לתוך עולמם האפל של המאפיה האיטלקית.

במבצע מיוחד לבנקאות פרטית
277 ש"ח לכרטיס-אולם (במקום 376 ש"ח בקופה)
255 ש"ח לכרטיס-אולם (במקום 346 ש"ח בקופה)
180 ש"ח לכרטיס-יציע מרכז(במקום 246 ש"ח בקופה)
130 ש"ח לכרטיס-יציע שמאל/ימין (במקום 196 ש"ח בקופה)

יום חמישי 28.02.19 בשעה 20:00
בית האופרה-המשכן לאמנויות הבמה,
ע"ש שלמה להט (צי"ץ),
ש"ד שאול המלך 19, ת"א

רכישת כרטיסים בטלפונים: 03-9660177 או 052-9660282



תערוכה

מאת הפסל זמי שמרלינג



סיזיפוס במעלה ההר / אקריליק



הזוג הנשיאותי / אקריליק

הפסל זמי שמרלינג, יליד 1948, נולד בתל אביב וחי שם את רוב שנות ילדותו. שם קיבל את אהבתו לאמנות וספג את היסודות לעבודתו. כבר בילדותו הייתה לו נטייה לאסתטיקה, עבודות יד, עיצוב, בישול וציור. לאחר נישואיו, עיצב את בית חלומותיו והחל לקשט אותו בפסלים מתוצרת ידיו.

מיד עם שחרורו מהצבא פנה לעסקים ורק עם יציאתו לפנסיה מוקדמת פנה לאהבת חייו, האמנות והעיצוב. החל ללמוד בסטודיו לעיצוב, ובאותו זמן החל לפסל.

כבר מהתחלה היה לזמי קו משלו וסגנון אישי שילווה אותו לאורך כל יצירותיו. הפסלים הם ברובם פיגורטיביים, מפוסלים בחימר ויוצקים מאקריליק, ברונזה ובטון. האיברים אינם פרופורציונליים, עם זוויות חדות ומצד שני יש גם רכות וקווים מעוגלים (כמו החיים שהם שילוב של שושנה וקוצים).

הגוף הוא הסנטר המרכזי ואילו הראש קטן ומסתורי ואינו חושף דבר. הדמויות בזוגיות נמצאות ביחד אבל יש ביניהם אוויר, חופש, כמו זוגיות טובה שיש בה את הביחד אבל יש בה גם מקום לכל אחד לחוד.

ביצירותיו של זמי תמצאו ניגודים אשר כמו בחיים, משלימים זה את זה ויוצרים את השלמות.

הכותבת דורית שמרלינג - אשתו בת זוגו של האמן.



חברות / ברונזה



בתולת הים / ברונזה



אישה זהב / ברונזה



ביחד וכל אחד לחוד / ברונזה



גאווה ודעה קדומה / אקריליק



אבהות / אקריליק



הזוג העוצמתי / אקריליק

ייעוץ השקעות מתקדם ללקוחות הבנקאות הפרטית

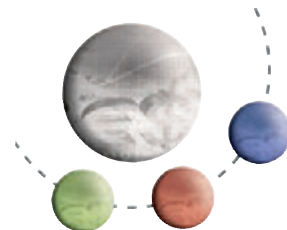


**שרותי פמילי אופיס וייעוץ השקעות מתקדם
ללקוחות הבנקאות הפרטית והבנקאות הבינלאומית.**



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

מזין
הבנק



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