



CIO WEEKLY 08/03/26

איך סביר להתייחס למלחמה בהשפעתה על תיק הנכסים הישראלי

- **בניהול הון צריך תמיד לקחת כמה תרחישים ולתת לכל אחד מהם סבירויות באחוזים:** יש כמובן כמה תרחישים, אבל תרחיש מרכזי עם סבירות לא נמוכה היא עלייה רצינית בכושר ההרתעה של ישראל, וכתוצאה מכך ירידה בסיכון בטחוני כללי בעתיד. תרחישים שעד לפני שנתיים היו דמיוניים נהפכים להיות בעלי סבירות לא נמוכה. שלום של ישראל עם מדינות ערביות מוסלמיות ומזרח תיכון אחר לגמרי מתחילים להיות מגולמים בשווקים. בנוסף, אם אני נכנס לראש של שוואי ישראל, הרצון שלהם בשנים הקרובות להיות אויב של צהל והמוסד – אמור לרדת משמעותית. קחו דוגמא של אחד כמו ארדואן – הוא אמור לקבל את הרושם שזה מאוד מטופש לעבור את הגבול באיומים עלינו. אויבים רבים שלנו שעדיין חיים – יודעים שזמנם קרב.
- **יש לזה משמעויות נמרזות:** פרמיות סיכון נמוכות יותר – שהתחילו ליפול כבר לפני שנה וחצי, כתוצאה מכך מחירי היוון נמוכים יותר, קטלוג של המדינה כשוק מפותח אמיתי, שווי גבוה יותר של נכסים, וגילום של השקעות זרות עתידיות גבוהות יותר. ישראל ללא איראן, ללא חיזבאללה, ללא חמאס, עם בריתות בעתיד עם מדינות ערביות גדולות וקטנות – זה כאמור מזרח תיכון חדש וישראל אחרת. אבל בואו נירגע, חלק לא קטן מזה התחיל להיות מגולם כבר לפני שנה.



איך סביר להתייחס למלחמה בהשפעתה על תיק הנכסים הכללי

- **קונקרטי, התרחיש המרכזי עדיין צריך להיות מלחמה של חודשים, לא מעבר לכך, ללא תרחישי קטסטרופה**
המלחמה הזו נזילה, יכולה ללכת לכל מיני כיוונים, וסיכונים שאנחנו לא יודעים להעריך ברור שקיימים, אבל צריך לקחת הנחות עבודה, זה חלק מתפקידנו. ניהול סיכונים ולא הימנעות טוטאלית מסיכונים היא הדרך הנכונה לאורך זמן.
- **מחירי האנרגיה וההגנה לתיק מהתרחשויות קיצון** – התפוצצות של מחירי האנרגיה, גז ונפט, נשארים בעיני תרחיש קיים, לא תרחיש מרכזי. הסיכון להתממשותו בעיניי הוא לא מיצרי הורמוז אלא נזק רציני לתשתיות הגז והנפט באזרה. הסיפור של סגירת מעברים לאוניות הוא לדעתי זמני, ולא קבוע, הוא חד אבל הוא יכול להתהפך בקלות. תרחיש של פגיעה בתשתיות אנרגיה משמעותיים הוא הסיכון, הוא יכול להתממש, ואין לנו הכלכלנים דרך להעריך עד כמה זה יקרה. הדרך להגן על תיק הנכסים במקרה כזה הוא מתכות יקרות, מתכות תעשייתיות, חברות אנרגיה, ולמתוחכמים מאוד מוצר על תעריפי הובלה ימית.
- **תרחיש שבו הנפט נשאר מעל 80 דולר בחודש וחצי הקרובים ואחרי זה מתחיל לרדת** – נשמע לי תרחיש שהסבירות שלו היא מעל 50%. התנאי יהיה שלא יהיה נזק גדול לתשתיות אנרגיה רציניות באזור. מצב של כאוס רציני עם נפט של מעל 100 דולר, אבל יורד לאחר מכן – הוא תרחיש שלדעתי צריך לתת לו 30-40% סיכוי, ומשבר נפט רציני של נפט שעולה מאוד גבוה ונשאר שם – הוא תרחיש קיצון, והוא יפגע מאוד בשווקים. עם זאת, הסקירות שקיבלתי ממנתחי שוק האנרגיה – מדברות על יכולת הפקה גדולה של מדינות רבות והיכולת שלהם לפצות בהפקה מוגדלת ובשחרור רזרבות – והיא תוכל לבוא לידי ביטוי/
- **מניות אנרגיה ישראליות** : בשנת 2014, מחיר מניית ניו מד אנרגי הגיעה למחיר של כ 20 ₪. ומאז הוא התחיל לרדת בחדות. אלא שאז, בשנת 2020 קרה משהו בלתי ניתן לחיזוי – פרצה הקורונה שהורידה את מחירי האנרגיה לרמה מגוחכת שגילמה כאילו לא נצטרך יותר אנרגיה. מחיר חבית נפט הגיע ל 0 ביום מסוים. זה לא סביר. ניו מד ירדה



למחיר של 3 שקלים. זה לא נעים לבעלי המניות לראות ירידת מחיר של 90%. לאחרונה – חזר המחיר לרמות של 2014. זו עלייה של פי 10. אבל המסר פה הוא אחר – ההזדמנויות מגיעות לאחר ארועי קיצוץ בשווקים שאותם לא ניתן לחזות. כשהם מגיעים – חשוב לנצל אותם. הזדמנויות כאלו מגיעות. ניו מד היא לא המניה היחידה בתחום שחוותה תנועות מחיר כאלו. גם רציו. משום שזה ארוע מאקרו, לא ארוע של חברה בודדת.

- **מטבעות** - הדולר והפרנק השווייצרי סביר שמתחזקים במצבי עולם כאלו, בגלל הריצה למטבעות הנחשבים בטוחים, יחד עם "מטבעות אנרגיה" כמו הדולר הקנדי והקורונה הנורווגית. הסיפור הזה גם הוא – יכול להיות קצר טווח מאוד ולא מגמה. לפני כמה ימים, הבנק המרכזי של שווייץ שלח אימייל ובו מעין הודעה שהוא מוכן להתערב אם המטבע השווייצרי יתחזק יתר על המידה. אני מזכיר לכם שהיחלשות הדולר באה לידי ביטוי גם מול הפרנק השווייצרי – כ-15% בשנה האחרונה, וכמובן במצבי עולם כאלו – כולם נזכרים ששווייץ היא המדינה האחרונה בעולם שתהיה מעורבת איךשהוא... אבל עצם האפשרות שתהיה התערבות של בנקים מרכזיים בתנועות המטבעות – מוסיפה קצת לאי הוודאות בשווקים. אם אני מנסה להביט קדימה – יש פה אמנם כמה תרחישים אבל אם השפעות המלחמה על השווקים תלך ותדעך, הדולר יחזור לסדר.

- **אג"ח** – בישראל, הם עולים, עקב ירידה בפרמיית הסיכון. בחול, יש מומנטום לאג"ח ממשלת ארצות הברית. זה תמיד מעניין – מצד אחד מחירי נפט גבוהים מביאים לצפייות אינפלציה גבוהות יותר וכתוצאה מכך לתשואות גבוהות יותר ומחירים נמוכים יותר, ומצד שני – יש ריצה למקום בטוח כמו אלו הממשלתיות של המדינות הגדולות.

- **מניות** – אם למדנו משהו מההיסטוריה, הוא שמצבים כאלו תמיד מביאים לירידה זמנית בערך החברות, לאחר מכן התייצבות וחזרה לנרטיב הכלכלי ולתימחורים כלכליים, כאשר בשלב הראשון מניות אנרגיה הם המגן הטבעי מעלייה מחירי האנרגיה. אבל כדאי גם לזכור ששוק המניות נוטה לתמחר ביום יום הסתברויות יותר מעובדות. עלייה במחירי האנרגיה לזמן ארוך הוא סיכון שהשוק יכול לתמחר בצורה מוגזמת, להביא לחששות של סטגפלציה, ולהביא לתמחורים חדשים בשווקים. כדאי לקחת את הסיכון הזה בצורה מוגבלת.

- **עם זאת, מה שחשוב היא נקודת ההתחלה למשבר כזה, כלומר התמחר בשווקים:** ולא מעט מדדים היום נסחרים במחירים שהם לא הזדמנות. במצב עולם כזה, לא כדאי לרדוף אחרי מצבים זמניים. בכלליות – תיק מניות איכותי צריך לעבור גם תקופות כאלו. הביטוי על התמונה הרחבה יותר לשנה ולשנתיים הקרובות. משפחות עם תיק מניות ישראלי ללא חשיפת יתר לטכנולוגיה נכנסו למצב הזה במסלול טוב מאוד.



- **זהב וכסף** - כמעט כמו תמיד, ההתנהגות של זהב וכסף במצבים כאלו היא של ביקושים אבל העובדה שהשווקים לא מגלמים משבר נפט חריף ומלחמה גדולה מאוד, ושיש עלייה בנכסים אלו כבר תקופה ארוכה בגלל חולשת הדולר – מגבילה את עליית הזהב והכסף. הם עולים גם ללא קשר למלחמה. הזהב עלה בחודש האחרון ב 4% בלבד, ועם זאת – ב 40% בחצי השנה האחרונה. כסף - עלה בחודש האחרון ב 6%, אבל הוא עלה בקרוב ל 100% בחצי השנה האחרונה. יש סיבות נוספות לעליית מתכות יקרות אלו.
- **בגדול, הוצאות גדולות על בטחון אמורות להביא לצמיחה כלכלית נמוכה יותר בעתיד**: הוצאה תקציבית על בטחון במקום על תשתיות או חינוך – היא לא תופעה כלכלית מבורכת, זה אמור להביא לצמיחה נמוכה יותר בעתיד. זה יכול לבוא בכל מיני צורות, לא משנה אם זה מיסים או תת השקעה בתחומים אחרים.

כמה מילים על שוק האשראי הפרטי

- **אלו השקעות לא נזילות - וסיכון נזילות מתמש מעת לעת** - כתבתי בפעם הקודמת, קחו את זה בחשבון. כל נכס לא נזיל הוא לא נזיל או לא סחיר. יש לזה משמעויות. לעיתים בשרוצים למכור – פשוט אי אפשר, או שאפשר במחיר נמוך יותר משמעויות. סיכויי הנזילות במוצרים לא סחירים מתמש, הוא יכול להתמש ואנחנו רואים לאחרונה כמה ניצנים רציניים בתחום הזה.
- **החברות הגדולות בתחום הזה, blue owl, Ares, Apollo, Blackstone, KKR – הן חברות ענק שנסחרות בוולסטריוט**. מחירי המניות שלהם יורדים בחודשים האחרונים בחדות. הן היו מתומחרים גבוה מדי, והן יפגשו בקרוב בעיות בחוב שהן גייסו לחברות טכנולוגיה.



- **אנחנו רואים עלייה רצינית במימושים בקרנות *direct lending* –** עד לפני כמה חודשים, הם דווקא גייסו כסף, היום אנחנו רואים עלייה בביקוש לפדיונות, משיכות כסף, וחלק מהקרנות עלולות להתקשות לספק את הנדילות הזו.
- **חלק מקרנות החוב הללו מגיעות מוכנות:** ללא מינוף גדול בתוכן, עם כריות נדילות, עם חיתום טוב, ללא מתן אשראי לכל אחד. היקף גבוה של פדיונות בקרן אשראי לא אמור לפגוע בשווי אחזקה של מי שנשאר להחזיק בקרן. מנגנון פדיון מוקדם שקיים בכל קרן פרטית טובה – מיועדת להגן במצבים כאלו. בניגוד לשוק הסחיר, הקרנות הללו מנטרלות את הבעיה הזו על ידי מגבלת פדיון
- **סיכון הנדילות גדל, וצריך לוודא שאנחנו מוגנים:** אין נכס חסר סיכון בכל העולם הזה. אשראי פרטי בא לתרום לתיק הנכסים מכמה זוויות – שוק לא קורלטיבי, תשואות גבוהות יותר, תנודתיות נמוכה יותר וגיוון ענפי. איזה אחוז מהתיק נמצא במקומות הללו, מי המנהלים, מי עומד אחריהם, מה ניהול הסיכונים בקרנות, ועד כמה אתם זקוקים לנדילות – אלו שאלות שיש לשאול היום.

ברכה ובמחויבות,

גיא חכמי

המידע המופיע במסמך זה מספק מידע כללי בנושא שוק ההון ומכשירים פיננסיים ומהווה הצגה כללית של נתונים, אינו מהווה "הצעה לציבור", אינו מהווה ייעוץ השקעות או שיווק השקעות והוא אינו מהווה תחליף לייעוץ השקעות המותאם לנתוניו וצרכיו של כל אדם, ו/או תחליף לבדיקה מקיפה ויסודית של כל מוצר ומוצר. אין באמור במסמך זה משום הבטחת תשואה או רווח; תוצאות העבר של קרן, נייר ערך או כל השקעה אחרת, אינן מבטיחות את תוצאותיה העתידיות של ההשקעה. המידע עלול לכלול מידע צופה פני עתיד, כהגדרתו בחוק ניירות ערך, תשכ"ח



1968- מידע כאמור עלול לכלול, בין היתר, תחזיות, מטרות והערכות אשר עשויים להתייחס לאירועים או עניינים עתידיים, אשר התממשותם אינה ודאית. אנו עוסקים במתן שירותי Family Office (wealth management) ללקוחות כשירים בעלי הון גבוה. ההשקעה בניירות ערך או בנכסים פיננסיים מתאימה למשקיעים כשירים בלבד.