



לקוחות יקרים,

אנו מודעים למועקה שאתם חשים לאחר רבעון פחות טוב אשר בא בעקבות שנה פחות טובה. יש לזכור כי היה רצף אירועים שליליים בשנה האחרונה אשר נדיר שקורה בכזאת צפיפות: צווארי הבקבוק של הקורונה, המלחמה באוקראינה ועליית מחירי הסחורות, אינפלציה, עליית ריבית, עליית תשואות וירידת מחירים, המשבר המשפטי בישראל, משבר בבנקים בחו"ל: סיליקון ואלי בנק, קרדיט סוויס ועוד.

הצד החיובי של המצב הוא שהמחירים נמוכים והתשואות גבוהות דבר שיבוא לידי ביטוי בחודשים וברבעוניים הקרובים. למשל בנק הפועלים עשה תשואה על ההון ב 2022 של 14% ונסחר כעת ב 84% ממנו. לשאלתי, אמר דוב קוטלר מנכ"ל הבנק, שכמות הפיקדונות שיצאה מהבנק זניחה לחלוטין. כלומר בהנחה שתשואה זו ממשיכה באותה רמה יש לנו נכס שמניב תשואת רווח של 16.7% או מכפיל רווח של 6. באגרות חוב נציין את אורון, חברת תשתית מצוינת, אשר אגרות החוב שלה נסחרות בתשואה 8.25% לטווח של 1.4 שנים.

שאלה שאנו מתחבטים בה היא מה השיעור הנכון של האחזקות בחו"ל. מתחילת השנה פתחו השווקים בחו"ל פער של מעל 10% לעומת מדדי המניות בישראל. חשוב לזכור שמה שהיה הוא לא מה שיהיה. היתרון של חו"ל ברבעון הראשון לא סביר שיחזור על עצמו ואף סיכוי טוב שבמידה מסוימת יצטמצם. כאמור המחירים בארץ נמוכים יחסית למרות המשבר צפי מעודכן של בנק ישראל הוא לצמיחה ראלית של 2.5% ב 2023, קצב מכובד יחסית לעולם המערבי, והחברות הישראליות בהן אנו משקיעים הן חברות אשר אנו מסקרים לעומק ומכירים ככף ידינו. חלק נכבד מהאחזקות שלנו הן חברות אשר עיקר הפעילות שלהן היא בחו"ל, טלסיס למשל מובילה עולמית בתחום של מעגלים מודפסים אשר ייהנו מעליית שער המט"ח ומהתמנות שכר העבודה בישראל. חלק משמעותי נוסף הוא חברות אמריקאיות אשר הנפיקו אגרות חוב בישראל, ספנסר לדוגמא. עם זאת עקב עליית סיכון המדינה אנחנו מבצעים הגדלה הדרגתית ומדודה של רכיב החו"ל.

יש לזכור כי חלק עיקרי של התיק הוא אגרות חוב. באג"ח חו"ל לא ניתן להשיג את התשואות שאנו משיגים בישראל, העלויות גבוהות יותר, המיסוי גבוה יותר (25% על אג"ח דולרי, לעומת 15% על אג"ח שקלי ו 25% על הרווח מעל עליית המדד באפיק הצמוד) וכי סיכון המטבע למי שההוצאות העתידיות שלו בשקלים הוא מהותי.

לסיכום אנו מנסים לשמור על האיזונים והבלמים הנכונים ומקווים שכך גם יהיה במערכת המשפטית. חג שמח.

ב.ס.ר 2, קומה 18, דרך בן גוריון 1, בני ברק | www.etzi.co.il | טלפון: 03-6000234