

בכל זאת, ימי בראשית

שוק קרנות הנאמנות עבר הרבה, אבל נמצא עדיין ממש בתחילת הדרך. פרויקט מיוחד של פורבס ישראל ומעתה תחילתה של מסורת

מאת: בועז בן־נן

נתונים: IFO (Israel Funds Observer)*

וששון. באופן מפתיע למדי, חלק גדול מהידיים האלה היו ידיים זרות. רבים ציפו ואף חששו שחברות הביטוח ישתלטו על הענק, אבל לא רק. הקרנות הזרות מוקסטון (הבעלים של פריזמה) וקרן הגידור יורק (שרכשה את פסגות אופק) רכשו כ־60% מסך הקרנות. שאלה אחת: אבל מה יצא לנו מזה? שאלה טובה. "בינתיים השוק נמצא בראשית דרכו", אומר פנחס לנדאו, מייסד דירקטור לענייני מחקר ב־IFO. בראשית דרכו? משמע קצת הזוי אחרי כל מה שעברנו. והוא מסביר, "אנחנו בתחילתו של השינוי. התוצאה של ועדת בכר הייתה בשוני הבעלות על הקרנות, והתהליך הזה הושלם. אבל מה שלא ראינו עדיין זה שינוי במנהלים, וכן, המנהלים צריכים להתחלף, אותם מנהלי קרנות ותיקים ש'נרכשו' עם הקרנות. צריך לחול גם שינוי תרבותי, כל תרבות ההשקעה והניהול צריכה להשתנות. למה? כי אנחנו צריכים לשאול, בשביל מה קיימות קרן נאמנות? התשובה עד עכשיו היא, שהקרנות שימשו כאמצעי השקעה לטווח קצר, ולכן רואים את רמות התחלופה הגבוהה. עובדת היסוד היא הגודל היחסי הנמוך של קרנות הנאמנות מהנכסים הפיננסיים של הציבור (כ־7%), אין לזה אח ורע בשום מדינה מערבית. השימוש במקרה הזה הוא לטווח הקצר. אנשים עוברים מקרן לקרן וזה משתקף גם בהתנהגות המנהלים, הם רואים את הטווח הקצר לפי האופנה הנוכחית."

אם שווה לדבר על קרנות הנאמנות? כן, שתי סיבות: האחת, כי מדובר בשוק ששווה הרבה מאוד כסף, 144 וחצי מיליארד שקל אם רוצים לדייק. והשנייה, שווה לדבר על השוק כי הוא שווה פחות מדי כסף – רק כ־7% מסך הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור.



אג"ח, אג"ח ושוב אג"ח						
93% מהנכסף שזרם במחצית הראשונה של השנה הלך לקרנות אג"ח מקומי. לנדאו: "זהו ענף עקום, לא נורמלי, פגום ולא דומה לענף הקרנות במדינות המפותחות, לא בייעוד, לא במבנה התיק, לא בתפיסת המנהלים ולא בשום דרך"						
קטגוריה	מס' קרנות 31.12.06	שווי נכסים (במיליוני ₪) 31.12.06	מס' קרנות 30.6.07	שווי נכסים (במיליוני ₪) 30.6.07	שינוי (במיליוני ₪)	שינוי (באחוזים)
כספים - שקלים	77	19,284	74	18,842	-442	-2%
כספים - מט"ח	26	4,985	25	4,100	-885	-18%
אג"ח - מקומי	374	57,428	385	88,011	30,583	53%
אג"ח - חו"ל	85	4,110	82	4,466	356	9%
מניות - מקומי	195	10,080	187	11,899	1,819	18%
מניות - חו"ל	193	10,280	195	10,635	355	3%
אחר	85	5,665	80	6,635	970	17%
סה"כ	1035	111,832	1028	144,588	32,756	29%

זוהי הפעם הראשונה ש"פורבס ישראל", בעזרתה האדיבה של חברת IFO* (Israel Funds Observer), סוקר את שוק קרנות הנאמנות. בפרויקט הנוכחי אנו מדוברים את עשר קרנות הנאמנות שהשיאו את התשואה הגבוהה ביותר בששת החודשים הראשונים של 2007, לפי שש קטגוריות השקעה שונות. ואם בהגדה של פסח מדברים על יציאת מצרים, הרי ששנים רבות יספרו על יציאת הבנקים המסחריים מאחזקותיהם בענף הקרנות, כפי שוועדת בכר דרשה. וזאת לא אגדה. וכך בסוף שנת 2006 התעוררנו על מפת בעלות חדשה לגמרי על הקרנות; הבנקים, שהחזיקו טרם ועדת בכר כ־80% מסך הנכסים שבידי הציבור, השילו את רוב נכסי הענף לידיים ארוכות, חדשות וטריות שהושטו אל הנכסים בשמחה

ראים עכשיו", מסביר גוס ומתכוון לפדינות הגדולים שחוו הקרנות בתחום האג"ח. "הציבור חושב שהשקעה באג"ח זו השקעה בטוחה", הוא אומר, ואני מהרהר בחפצינה. להזכיר, כ-20 קרנות נאמנות השקיעו את מיטב כספם של המשקיעים "הסולדידים" בחברה, והשילו אחוזים רבים משוויין. "בשוק עולה זה נחמד ובסדר להשקיע בחברות לא מדורגות", ממשיך גוס, "אבל בשוק יורד..." שלא נדע.

הכיצד קורה שרוב הכסף מושקע באג"ח? לנדאו: "אפיון נוסף שקשור לשוק הזה הוא שרוב הכסף מושקע (כמו בגאות האחרונה) באג"ח ולא במניות, למרות הגאות בשוק המניות בשנים 2005, 2006 והמחצית הראשונה של 2007. בשנים האלה לא הייתה משום מה זרימה משמעותית לקרנות מניותיות. הציבור העדיף או יותר נכון נותב לתעודות הסל. התוצאה היא שענף הקרנות התפתח גם אחרי הרפורמה בצורה עקומה, ששימשה נתיב להשקעות באג"ח ולא במניות. זהו ענף עקום, לא נורמלי, פגום ולא דומה לענף הקרנות במדינות המפותחות, לא ביעוד, לא במבנה התיק, לא בתפיסת המנהלים ולא בשום דרך".

פנחס לנדאו: "יצאנו מהבנקים, את זה עברנו. הבנקים עדיין שולטים בהפצה, אך לא בניהול. מי ששולט אלה הם... אנשי שיווק ופרסום. מה שחייב לקרות הוא שמנהלי הקרן יפתחו אסטרטגיית השקעה מגובשת יותר ולטווח ארוך, וזה בסתירה למה שקורה היום"

שאלה שנייה, האם זה ישתנה? לנדאו: "ב-IFO אנו חושבים שזה ישתנה וייתיישר לפי מה שמקובל בעולם, כי מה שקורה בעולם בסופו של דבר קורה גם פה, וכדי שיקרה, יש צורך בכמה התפתחויות חוקיות. יצאנו מהבנקים, את זה עברנו. הבנקים עדיין שולטים בהפצה, אך לא בניהול. מי ששולט אלה הם... אנשי שיווק ופרסום. מה שחייב לקרות הוא שמנהלי הקרן יפתחו אסטרטגיית השקעה מגובשת יותר ולטווח ארוך, וזה בסתירה למה שקורה היום". אבל האם השאיפות של מר לנדאו ריאליות? "השאלה היא איך זה ייעשה במציאות של היום, שבה מחליפים מדיניות השקעה כמו גרביים. חייב לבוא שינוי אצל הציבור, והשינוי הזה כרוך בעולם הפנסיה. עד היום ובמשך עשרות שנים, קרנות נאמנות הן חלק מהשוק. המון כסף הלך לחו"ל וזה התפוגג השנה לאג"ח". ומתי יקרה השינוי? "כאשר הציבור יוכל להשקיע בקרנות במסגרת החיסכון הפנסיוני. בעולם יש מסגרת פנסיונית (401k), שבה אתה הוא זה שאומר לקרן הפנסיה מה שאתה רוצה לעשות עם הכסף. במה שהקרן משקיעה, זה לא החלטה של מנהל קרן הפנסיה. אתה אומר לו במה אתה רוצה להשקיע (או על ידי ייעוץ פנסיוני), וכל אחד יכול לנהל את החשיפה שלו לפי טעמו".

אנו נשוב ונבקר את ביצועי קרנות הנאמנות בכל חצי שנה (מרץ 2008 בפעם הבאה). בעמודים הבאים תוכלו לצפות במנצחים בקטגוריות השונות.

* IFO (Israel Funds Observer) היא גוף בלתי תלוי ואובייקטיבי, המספק שירותי מחקר וניתוח של שוק ניהול הכספים בישראל – המחויב לשרת את צורכי השיווק, המחקר והניתוח של מנהלי קרנות ישראלים, יועצי השקעות ומשקיעים פרטיים. IFO מפיצה את מערכת Morningstar Direct™ – המערכת המתקדמת והמתוחכמת ביותר בעולם, המיועדת למטרות מחקר, פיתוח, ניהול השקעות ושיווק מצויים פיננסיים בשווקים הגלובליים.



או האופנה חולפת והקרן דועכת, ואז אולי מחיים אותה בגלגול חדש, וזה אומר בעצם שמקימים קרן חדשה. יש הרבה קרנות בישראל, 1,028 אם רוצים לדייק (נכון ל-31.6.07). אמנם זה קצת פחות ממספרן שנה אחת קודם, מה שמוסבר על ידי **דן גוס**, אנליסט מחקר ופיתוח ב-IFO כך: "הענף מתחיל לעשות סדר בתוך עצמו, ו-36 קרנות מווגו בשנה האחרונה. הסיבה לכך היא שנוצר מצב שבו, לאחר הרכישות הגדולות, חברות הניהול מצאו את עצמן עם קרנות דומות מאוד בפעילותן, ולכן המיזוגים". וכשבוחנים מקרוב את שוק קרנות הנאמנות, המילה "אג"ח" צצה במלוא הדרה. שוק קרנות הנאמנות הוסיף כ-32.7 מיליארד שקלים לסך הנכסים המנוהלים בו, 30 מיליארד מהם (93%! ראה טבלה) יועדו לאג"ח מקומי. "המגמה בישראל היא אג"ח מקומי", אומר גוס. מדבריו עולה כי גאות הבורסה והקלות הבלתי נסבלת של הנזילות היו המנוע. "חברות רבות ראו כי טוב והנפיקו אג"ח, אנשים קנו ללא הבחנה, ואת התוצאות

עילום: אימת בנק / Getty Images

כספים חקוקי

אתה יכול לישון בשקט

איך הקרן פסגות מק"ם + מניות נערכה לימי הריבית העולה

וכשבוחנים מקרוב את שוק קרנות הנאמנות, המילה "אג"ח" צצה במלוא הדרה. שוק קרנות הנאמנות הוסיף כ-7.32 מיליארד שקלים לסך הנכסים המנוהלים בו, 30 מיליארד (!!93%) מהם יועדו לאג"ח מקומי

אם אתה משקיע פרטי באגרות חוב והימים הם ימי ריבית עולה (לפחות כמו בזמן כתיבת מילים אלה), אתה בטח מודאג. אם אגרות החוב שלך הן לטווח ארוך, אתה מודאג כפליים. אבל אם אתה מושקע בקרן פסגות מק"ם + מניות של פסגות קרנות נאמנות, אתה יכול לישון בשקט. 80% מכספי הקרן מושקעים באגרות חוב, וזיו שמש, מנהל התחום הסולידי בפסגות קרנות נאמנות, מלמד שתחת התחום הסולידי הזה המים גועשים: "כל יום אנחנו מניידים (מוכרים וקונים) מק"מים. אפשר לייצר תשואה עודפת על ידי החלפתם המתמדת בהתאם לציפיות הריבית. אם הריבית צפויה לרדת, אנחנו יושבים על המק"ם הארוך, כי כשתרד הריבית נצא נשכרים מרווחי ההון כתוצאה מיירידת התשואות". שמש צופה שבתקופה הנראית לעין הריבית צפויה לעלות, ולכן "אנחנו מחזיקים באחזקות קצרות מועד".

אבל זה לא הכל. "העובדה ש-80% מכספי הקרן מושקעים באגרות חוב מהווה עוגן של יציבות עבור הקרן. מצד שני, העובדה ש-20% מכספי הקרן מושקעים במניות בחו"ל מאפשרת לקרן את התשואה העודפת. סקנדינביה וגם יפן וארה"ב הן מדינות שבעזרת בחירת מניות מלומדת ובררנית, מאפשרות להביא למשקיע תשואה יפה עם סטיית תקן נמוכה".

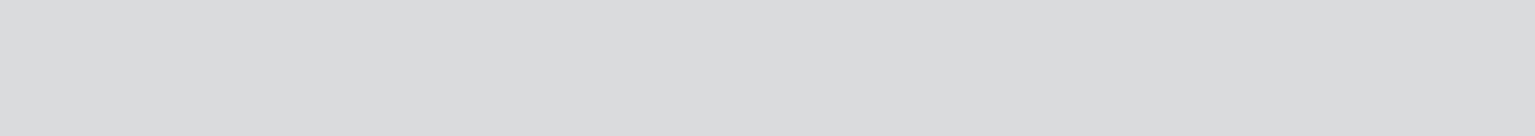
ב.ב.~



זיו שמש. מייצר תשואות עודפות ע"י החלפה תמידית של מקמ"ם

שם הקרן	מנהל הקרן	תשואה חצי שנתית (באחוזים)	תשואה ב-2006 (באחוזים)	שווי נכסים (מיליוני שקלים, 30.6.07)	דמי ניהול (באחוזים)
1 פסגות מק"ם + מניות חו"ל (פ)	פסגות קרנות נאמנות בע"מ	5.9	**	525	1.60
2 פריזמה שקלים 10 (פקו) (פ)	פריזמה קרנות נאמנות בע"מ	4.5	4.8	107	1.30
3 פריזמה (פ) צמוד 10+ (פקו)	פריזמה קרנות נאמנות בע"מ	4.3	3.7	34	1.50
4 אילנות פיקדון פלוס (ח)	אילנות בטוחה קרנות נאמנות בע"מ	3.9	**	1,140	1.10
5 פיא 90/10 (פ)	הראל-פיא קרנות נאמנות בע"מ	3.5	8.1	2,454	1.25
6 אי.בי.אי. מק"ם פלוס (פ)	אי.בי.אי. ניהול קרנות נאמנות (1978) בע"מ	3.4	*	180	0.50
7 מגדל דיקלה פוטנציאל (פ)	מגדל קרנות נאמנות בע"מ	3.3	4.6	20	1.00
8 אילנות חיסכון צמוד (פ)	אילנות בטוחה קרנות נאמנות בע"מ	3.1	2.6	34	0.60
9 ישיר שקלית קרן נאמנות 90/10 (פ)	ישיר בית השקעות (קרנות נאמנות) בע"מ	3.1	**	24	1.25
10 פיא מק"ם + אסטרטגיות (פ)	הראל-פיא קרנות נאמנות בע"מ	3.1	**	18	1.50

* קרן חדשה ** הקרן שינתה מדיניות במהלך 2006



חניות מחקומי

אינסטינקט בסיסי

לכל מטבע יש שני צדדים, והקרן הממונפת מגדל דיקלה מעו"ף כפליים דורשת ממנהלה, אורן מולקנדופ, עצבים של ברזל ואמונה בדרכו



אורן מולקנדופ. הולך בין הטיפות

הנה קרן לאנשים אופטימיים. מגדל דיקלה מעו"ף כפליים של **מגדל קרנות נאמנות**, כשמה כן היא, משקיעה במדד ת"א 25 (המעו"ף לחובבי הנוסטלגיה) עם חשיפה של בין 250%-200%, הווה אומה, שאם המדד עולה ב-10%, הקרן תעלה ב-20%. כדי להיות חשוף בכפליים מערך הנכסים, משקיעה הקרן 90% מכספה במדד, ואת השאר, 10%, היא משיגה דרך שוק האופציות והחוזים שבהם אופציות put-call הן מילים שכיחות. אבל יש גם צד שני: "אינני רוצה להתהדר בנוצות לא שלי. זוהי קרן טכנית יחסית, וכשהקרן עושה פי שניים מהמדד, זה בזכות מבנה הקרן ובזכות העלייה בשוק. כשהשוק יורד אני משתדל לרדת פחות מפי שניים", אומר **אורן מולקנדופ** מנהל הקרן, אך מודה כי "מתחילת החודש (1 באוגוסט ועד ה-15) ירד מדד ת"א 25 ב-3.44 והקרן ירדה ב-7.1%, קצת יותר מכפליים", אבל אם מסתכלים על ששת החודשים הראשונים של 2007, הרי שהמדד עלה ב-18% והקרן עשתה 41.6%.

איך מנהלים קרן מסוכנת כזאת? "אני משתדל ללכת בין הטיפות ולהיות מאוד אחראי על הכסף של האנשים. הם המעסיקים האמיתיים שלי. אני קורא להם 'בעלי היחידות שלי'", אומר מולקנדופ, 13 שנים בשוק ההון ולא, הוא לא מעדיף לנהל קרן אג"ח סולידית: "אל תחשוב שמצבם של מנהלי קרנות האג"ח יותר טוב לאחרונה, אבל זה עניין של אופי".

ב.ב.

שם הקרן	מנהל הקרן	תשואה חצי שנתית (באחוזים)	תשואה ב-2006 (באחוזים)	שווי נכסים (מיליוני שקלים, באחוזים)	דמי ניהול (באחוזים)
1 מגדל דיקלה מעו"ף כפליים (פ)	מגדל קרנות נאמנות בע"מ	41.6	14.2	145	3.00
2 אפריקה נדל"ן (פ)	אפריקה ישראל ניהול קרנות נאמנות בע"מ	39.8	*	96	2.50
3 אילנות מעו"ף בריבוע (פ)	אילנות בטוחה קרנות נאמנות בע"מ	39.3	17.9	100	3.00
4 מיטב ת"א 25 בריבוע (פ)	מיטב ניהול קרנות נאמנות (1982) בע"מ	38.7	18.2	80	2.90
5 עמדה ת"א 25 כפליים (פ)	מנורה מבטחים קרנות נאמנות בע"מ	37.8	7.0	41	2.60
6 הלמן אלדובי נדל"ן, תשתיות ומוצרים ישראלי (פ)	הלמן אלדובי קרנות נאמנות בע"מ	34.5	*	51	1.85
7 קיי.זי.איי מניות (פ)	כלל פיננסים קרנות נאמנות בע"מ	33.7	*	9	2.50
8 קיי.זי.איי. נדל"ן ישראל (פ)	כלל פיננסים קרנות נאמנות בע"מ	33.6	*	20	2.95
9 MORE מניות (פ)	גאון ניהול קרנות נאמנות בע"מ	33.3	**	45	2.80
10 פריזמה ת"א 100 דינמית (פקן) (פ)	פריזמה קרנות נאמנות בע"מ	33.0	24.5	45	2.70

* קרן חדשה ** הקרן שינתה מדיניות במהלך 2006

אופטימיזציה בין מיקוד ופיזור

זה מה שעושה גיא חכמי בקרן אילנות אג"ח חברות המרה



גיא חכמי. בעקבות המשבר, קיצור מח"מים והשקעה בריבית משתנה

תחום האג"ח היה התחום הדומיננטי בקרנות הנאמנות בישראל (ראה פתיח), ועל דרך ניהול ההשקעות בו מלמד גיא חכמי, מנכ"ל אילנות בטוחה: "בתחום הזה יש הרבה דינאמיקה והמרכיב הניהולי הוא חשוב ביותר, כי שלא כמו קרן שקלית, הוא דורש אנליזה קפדנית הן בבחירת המניות והן בבחירת האג"ח".

אילנות אג"ח חברות המרה בניהולו של **רוני פולק** היא קרן שמשקיעה לפחות 50% באגרות חוב קונצרניות ועד 50% במניות. "הקרן עושה בעצם סטוק פיקינג במניות ובוחרת לעצמה את החשיפה בהתאם לתנאי השוק. באגרות החוב אנחנו בוחרים את האסטרטגיה המתאימה ביותר של חשיפה לענף זה או אחר. מה שאני מנסה לעשות בקרן הוא אופטימיזציה בין פיזור למיקוד, שוק האג"ח הקונצרני נדרש לאנליזה פרטנית מלמטה למעלה, ויש להתייחס לכל אג"ח בנפרד".

ויש דוגמאות: "לפני חצי שנה נכנסנו ל**פאנגאיה** (באג"ח ובמניות), זיהינו חברה טובה שנסחרת בחסר ועשינו שם מאות אחוזים, עד שבנקודה מסוימת התחלנו למכור. את נקודת היציאה צריך לבחור בקפדנות וזה דורש יד על הדופק. אותו דבר קרה ב**פטרו גרופ**: נכנסנו לנייר קצת לפני שהחברה קיבלה הצעת רכש מארקדי גאיזמק ולאחר מכן מימשנו". מוזל או שכל? שכל.

וקצת על השוק: "מה שקרה בחצי השנה האחרונה בישראל הוא חלק מתמונה גלובלית שהביאה לחולשת הדולר בעולם, מה שהביא לירידה באינפלציה שהביאה להורדת הריבית, וזה גרם לעליות גדולות יותר בשוק האג"ח הקונצרני. הריבית ירדה ל-3.5, משקיעים זרים התחילו להוציא כסף ונוצר היפוך במגמות הדולר שהחל להתרוזק. עכשיו, כשהמגמה הפוכה, הציפיות להעלאת הריבית גרמו לירידה בשוקי האג"ח והמניות. על הרקע הזה, הכלכלה העולמית, שהייתה מאוד ממונפת, ועליית הריביות בעולם, נתנו את אותותיהן בשוק: נוצר משבר אשראי שהתחבר לכל מה שקרה בשוק ההון, וזה משפיע על ניהול הקרן: החלטנו לקצר מח"מים ולהשקיע יותר באגרות חוב בריבית משתנה צמודות מדד עם מח"ם קצר; החלטנו להשקיע גם במטבעות עם ריבית גבוהה (מטבעות של שווקים מפותחים, עם ריביות גבוהות מהשקל) ולהוריד החשיפה לקונצרניות עם מינוף גבוה והון עצמי נמוך, כן הן מסוכנות יותר".

ב.ב.~

				מנהל הקרן		שם הקרן	
דמי ניהול (באחוזים)	שווי נכסים (מיליוני שקלים, 30.6.07)	תשואה 2006-1 (באחוזים)	תשואה חצי שנתית (באחוזים)				
1.50	212	6.8	16.3	אילנות בטוחה קרנות נאמנות בע"מ	1	אילנות אג"ח חברות והמרה (פ)	
1.50	46	*	16.1	מגדל קרנות נאמנות בע"מ	2	די.בי.אם אג"ח לא מדורג (פ)	
1.90	353	9.9	15.1	פסגות קרנות נאמנות בע"מ	3	פסגות תיק השקעות עד 50% (פ)	
2.55	33	**	14.2	גאון ניהול קרנות נאמנות בע"מ	4	גאון תיק 50 (פ)	
2.10	147	7.3	14.1	אילנות בטוחה קרנות נאמנות בע"מ	5	אילנות מנוהלת 50% (פ)	
1.50	83	**	12.2	כלל פיננסים קרנות נאמנות בע"מ	6	ילין לפידות מט"ח דינמית (פ)	
1.50	49	**	12.1	גאון ניהול קרנות נאמנות בע"מ	7	גאון תיק 35 (פ)	
2.00	220	**	12.0	פריזמה קרנות נאמנות בע"מ	8	פריזמה המרה וחברות (להק) (פ)	
2.05	721	13.5	11.5	הראל-פיא קרנות נאמנות בע"מ	9	פיא המרה וחברות (פ)	
1.90	163	*	11.4	כלל פיננסים קרנות נאמנות בע"מ	10	ילין לפידות תיק אג"ח חברות + 50 (פ)	

* קרן חדשה ** הקרן שינתה מדיניות במהלך 2006

כספים חו"ל

אחד או אפס, ויוצא הרבה

מנהלי הקרן עמדה שקל/דולר בינארית משתמשים באלגוריתם מתמטי



רון אביגדור. אין לו רגע דל

אמנם **רון אביגדור**, מנכ"ל **מנורה מבטחים קרנות נאמנות** נבון, אך אין לו בעיה להודות: "קשה לנו מאוד לחזות את תנודות המטבעות בעולם". הצניעות הזאת היא שסללה לקרן עמדה שקל/דולר בינארית את ההצלחה. "זוהי תובנה שלא לכולם יש", הוא מודה. "להרבה מנהלי השקעות ישנה היומרה הזאת, לנבא נבואות בקשר למטבע, אך הנבואות מתנפצות, ותמיד יש משהו שמפריע".

אביגדור וחברו **יהודה יורגראו**, מנהל השקעות בכיר באג"ח, מלמדים על הקרן: "החלטנו לכן להוציא את שיקול הדעת, והמרנו אותו במודל מתמטי שיווה לנו אחת מהשתיים: לחשוף את כספי הקרן במלואם לדולר, או שלא לחשוף אותם בכלל לדולר". ההחלטה מתי לצאת ומתי להיכנס, אם כך, אינה נתונה לשיקול הדעת של המנהל.

קרן עמדה שקל/דולר בינארית מתחייבת בתשקיף שלה לאחת מהשתיים: או להיות חשופה לדולר בשיעור שבין 95%-105%, או בשיעור שבין 5%-5%. כשהיא חשופה, לפחות 90% מנכסיה מושקעים באג"ח הממשלתיות של ארה"ב (T-bills), פיקדונות ומזומנים דולריים. על מנת לקבל חשיפה מלאה, משקיעים אביגדור ויורגראו גם באופציות וחוזים עתידיים על שער השקל/דולר.

הקרן הושקה בסוף מרץ 2006, ותזכורת: אלה בדיוק הימים שבהם הדולר החל את הירידה המפורסמת שלו. "המודל הזהיר אותנו שהדולר מפתח מגמה שלילית ארוכת טווח", הם נזכרים, "המודל הוציא אותנו מהחשיפה לדולר. בכל התקופה של השקל החזק (מרץ 2006 עד מאי 2007), במשך שנה וחצי כמעט, הקרן חסכה למשקיעים את הירידה בשער הדולר ופתחה פער ענק בין תשואות הדולר לבין תשואות הקרן". וכשהדולר החל לעשות סימנים של התאוששות, חזרה הקרן למטבע הדולרי בהינף חרב: "המודל הכניס אותנו חזרה", אומר אביגדור. "בסוף מאי השנה, הקרן זיהתה את שינוי המגמה ונכנסה בחשיפה של 100%".

ותוצאות יש: מתחילת השנה ועד 2 באוגוסט עלה הדולר ב-2.7%. הקרן, לעומתו, עלתה ב-6.8% אותה התקופה. הסיבה: הקרן לא הייתה שם בירידות הדולר של עד מרץ. בעיות במודל המתמטי? "יש כמה, למשל איך להתגבר על התנודות שווה במודל, שעלולות לבנוי משניוניים קטנים". בימים אלה עסוקים במנורה מבטחים קרנות נאמנות בשיפורים של המודל המתמטי. וקצת על המקצוע ושוק ההון: "זה כמו סוס פראי. כל פעם שאתה מצליח לאלף אותו, הוא שם לך ברז. אין רגע משעמם". מאמינים לו, לאביגדור.

~ב.ב.

שם הקרן	מנהל הקרן	תשואה חצי שנתית (באחוזים)	תשואה ב-2006 (באחוזים)	שווי נכסים (מיליוני שקלים, 30.6.07)	דמי ניהול (באחוזים)
1 עמדה שקל/דולר בינארית (פ)	מנורה מבטחים קרנות נאמנות בע"מ	5.1%	(1.3%)	12	1.70
2 פיא פצ"מ יורו (ח)	הראל-פיא קרנות נאמנות בע"מ	4.8	3.9	35	0.80
3 פריזמה פצ"מ יורו (פקן) (פ)	פריזמה קרנות נאמנות בע"מ	4.8	3.9	17	0.50
4 פסגות אג"ח בינלאומי (פ)	פסגות קרנות נאמנות בע"מ	4.6	(1.3)	576	1.30
5 להק יורו אגרסיבית (פ)	פריזמה קרנות נאמנות בע"מ	4.2	0.8	7	1.30
6 פסגות מדדית + עד 10 (פ)	פסגות קרנות נאמנות בע"מ	3.6	3.0	23	1.25
7 פסגות פצ"מ דולר נזיל (פ)	פסגות קרנות נאמנות בע"מ	3.5	(4.7)	124	0.60
8 פריזמה פצ"מ נזיל (להק) (פ)	פריזמה קרנות נאמנות בע"מ	3.4	(4.7)	701	0.70
9 אפריקה פצ"מ עד 14:00 (פ)	אפריקה ישראל ניהול קרנות נאמנות בע"מ	3.4	*	111	0.60
10 פקן פצ"מ נזיל (פ)	פריזמה קרנות נאמנות בע"מ	3.4	(4.6)	79	0.70

* קרן חדשה ** הקרן שינתה מדיניות במהלך 2006



דורון כהן. דברים שקורים בסין לא רואים מכאן

מניות חו"ל

בסין צריך לחטט טוב טוב

יי טאנג, מנהל הקרן אדמונד דה רוטשילד סין, מסביר איך צולחים את השוק הסיני בכבוד. וגם, מה באמת עובר על סין

הממוצעת, מהלך אשר הגדיל את הביקושים לצריכה הפרטית בשיעורי צמיחה דמוניים. לדוגמה: 5% מהסינים החלו לצרוך עוף פעם בשבוע, דבר שהפך את סין ליבואנית העופות הגדולה בעולם. כל שוקי המערב שואפים לייצא לכלכלה הסינית הצומחת על חשבון מסחר עם שוקי המערב. במקביל, סין היא יבואנית הסחורות הגדולה ביותר בעולם (החל מתיירס וכלה בפלדה, בראז, נחושת וכו'). סין שמרה גם על רמת אינפלציה של כלכלה מערבית מפותחת (כ-1.5% בשנת 2006) ויצבות בריבית הבנק המרכזי הסיני (כ-6%). המספרים יפים ומעוררי התפעלות, אבל טאנג אומר שהשינוי עמוק הרבה יותר – ומתחיל בצורת החשיבה.

"הסינים הבינו שזה לא 'לטובתם' להישאר מבודדים", מסביר טאנג. "מדובר בתהליך ארוך, שאת פירותיו החל המערב לראות ביתר שאת השנה: העוינות, החדשנות והאדישות המיתולוגית החלו להתחלף בפתיחות, קבלה אטית ונכונות לשמוע וללמוד. משפטים כמו: 'אולי הם יודעים דבר או שניים שאנחנו יכולים ללמוד מהם...' או 'נראה יש משהו בכלכלה הקפיטליסטית שיכול להתאים לנו...' כבר לא הזויים".

התפתחויות אלה לא פסחו על הבורסות השונות בסין, שהניבו לאחרונה מספר הנפקות ענק, אשר תשואותיהן למשקיעים יביעו על המדינה שתעמוד במרכז ההשקעות הגלובליות בעתיד. כבר היום הבורסה הסינית רותחת, הציבור הסיני לוקח אשפטים כדי להשקיע במניות – ונראה מיליארד סינים לא טועים, ויש להם הסובלנות והסבלנות לראות איך המדינה שלהם "עוקפת" תוך כמה שנים את המעצמה שנחשבה לגדולה, למובילה ולחזקה ביותר. עוד התפתחות כלכלית חשובה שמשפיעה כבר עכשיו, אבל תשפיע ביתר שאת בעתיד, היא האפשרות שהעניקה הממשלה הסינית בפעם הראשונה לכ-39 משקיעים זרים, להשקיע במניות מסוג A בבורסות "המקומיות" (בשנחאי ושנזן), שמאז ומתמיד היו סגורות ומסוגרות בפני משקיעים זרים.

ב.ב.

סיני מכיר את סין, ולכן ינהל את קרנות הנאמנות שמשקיעות בסין. בכלל באדמונד דה רוטשילד ניהול קרנות נאמנות מאמינים כי "דברים שרואים משם לא רואים מכאן", כמו שאומר דורון כהן, המשנה למנכ"ל: "הקרנות הזרות צריכות להיות מנוהלות על ידי דסקים זרים. יי טאנג, מנהל הקרן, מתמחה כבר שנים בשוק האסייתי ובשוק הסיני בפרט".

שוק ההון הסיני סגור בפני משקיעים זרים. הדרך להשקיע בסין עוברת בהוג קונג, שם נסחרות 100-130 מניות סיניות. "היתרון שלנו", מסביר כהן, "הוא שרוב מנהלי הכספים משקיעים במניות המובילות בסין, שלוש ארבע החברות הגדולות בסין שעליהן מורכבות רוב רובן של תעודות הסל, וכך קשה להשיג תשואה עודפת. לעומת זאת, המנהל שלנו בסין מחטט טוב טוב בין החברות, ובוחר מהן בקפדנות".

ואם עקבתם אחרי המשברים האחרונים בשוקי ההון באסיה, ארה"ב ואירופה, בוודאי שמתם לב שלסין יש נטייה להתנהג הפוך מכולם. כשהמערב ירד סין עלתה, ולהפך. "כי סין סגורה ומונקת", מסביר כהן, "אף סיני לא משקיע מחוץ לסין, ואף זר לא משקיע בסין. זו בורסה לא תלויה. בסין נפתחים בכל יום 300 אלף חשבונות השקעה של משקיעים פרטיים, החשבונות הקטנים האלה ממונפים, והבנקים נותנים למשקיעים אשראי לקניית מניות".

ויי טאנג (30) עצמו, בוגר בית הספר היוקרתי למנהל עסקים HEC הסיני ובעל תואר Bsc במימון בינלאומי מאוניברסיטת Wuhan שבסין, מנתח את השוק הסיני הסוער והגועש. כמחצית מהצמיחה העולמית בחמש השנים האחרונות הגיעה מאסיה, כשסין חלק מרכזי בכך. כלכלת סין צומחת בשנים האחרונות בשיעורים מדהימים (רק בשנת 2006 היא עמדה על 10.6% לעומת כ-2.1% במערב), וזה גם נכון שסין היא הכלכלה הצומחת ביותר מבין כל השווקים המתעוררים. "בתור סיני, אני שמח לבשר כי הצמיחה הרב-שנתית הזאת הובילה מאות מיליוני סינים לטפס מעל קו העוני ולגדול ברמת ההכנסה

שם הקרן	מנהל הקרן	תשואה חצי שנתית (באחוזים)	תשואה ב-2006 (באחוזים)	שווי נכסים (מיליוני שקלים, באחוזים)	דמי ניהול (באחוזים)
1 אדמונד דה רוטשילד סין (פ)	אדמונד דה רוטשילד ניהול קרנות נאמנות בע"מ	31.9	*	117	2.80
2 מגדל דיקלה סין (פ)	מגדל קרנות נאמנות בע"מ	29.4	45.5	183	2.90
3 מגדל דיקלה טורקיה (פ)	מגדל קרנות נאמנות בע"מ	28.9	(14.3)	67	2.90
4 הלמן אלדובי וייטנאם ומזרח אסיה (פ)	הלמן אלדובי קרנות נאמנות בע"מ	26.3	*	110	3.50
5 פסגות סין ומזרח אסיה (פ)	פסגות קרנות נאמנות בע"מ	25.5	45.5	340	2.90
6 אלטשולר שחם הקרן הירוקה (פ)	אלטשולר שחם ניהול קרנות נאמנות בע"מ	24.5	19.9	431	3.00
7 אילנות חו"ל אמריקה הלטינית (פ)	אילנות בטוחה קרנות נאמנות בע"מ	24.3	22.6	244	2.50
8 מיטב אנרגיה ירוקה (פ)	מיטב - ניהול קרנות נאמנות (1982) בע"מ	24.1	*	14	2.90
9 אי.בי.אי. מניות חו"ל (ח)	אי.בי.אי. ניהול קרנות נאמנות (1978) בע"מ	22.9	**	79	2.30
10 עמדה אסיה (פ)	מנורה מבטחים קרנות נאמנות בע"מ	21.7	19.2	32	2.80

* קרן חדשה ** הקרן שינתה מדיניות במהלך 2006

אג"ח חו"ל

רגועה, למרות הכל

לנה קרופאלניק מנהלת את הקרן עמדה אג"ח בינלאומי בשקט נפשי רב מן הצפוי



לנה קרופאלניק. מחפשת מקומות עם ריבית גבוהה

כששואלים את **לנה קרופאלניק**, מנהלת הקרן עמדה אג"ח בינלאומי של **מנורה מבטחים קרנות נאמנות**, איך היא עושה את זה? מצפים לתשובה מפוצצת אך מקבלים תשובה לא מתלהמת: "מדובר בעיקר בעבודה רבה, הכוללת ניתוח מאקרו של שווקים בינלאומיים. הניתוח הזה מקדים כל החלטה, כגון האם להיכנס לשוק מסוים? האם להשקיע באג"ח בריבית משתנה או בריבית קבועה? אם החלטה היא ששוק מסוים מעניין להשקעה, אז נעשית בחירה פרטנית של אגרות חוב (מדובר באג"ח בדירוגים גבוהים), וגם החברות שאנחנו בוחרים להשקיע בהן כמניית הן חברות בריאות".

וקצת על אסטרטגיית ההשקעה: הקרן משקיעה כ-90% באג"ח במקומות שבהם הריבית גבוהה מהריבית השקלית. מדובר במדינות של שווקים מתעוררים, כמו טורקיה, ברזיל, הונגריה, מקסיקו, אוסטרליה (כעשרה שווקים).

ומה קודה בעולם? "בעולם של ריבית עולה (כפי שהיה עד לאחרונה) אנחנו משקיעים באגרות חוב של מח"מים קצרים (מח"מ ממוצע של פחות משנתיים), ולכן זה לא דורש מאתנו דיי טריידינג. אם אנחנו הולכים לקראת ירידת ריבית, אני משקיעה במח"מים לטווח ארוך".

ובני שרביט, סמנכ"ל ההשקעות של מנורה מבטחים קרנות נאמנות, מוסיף על שיטת העבודה של הקרנות בחו"ל: "זוהי שיטה פנדמליסטית, לא ניתוח טכני. אנחנו באים מתחום האנליזה תוך שימוש במחלקות מחקר, ועם הידע הזה אנחנו הולכים עם תחושת הבטן שלנו ולא נסחפים אחרי העדר או האופנה הנוכחית". ומה צופן העתיד? "הריבית שהייתה בכיוון כלפי מעלה בעת האחרונה נבלמה על ידי משבר האשראי, שיגרם כנראה להורדת ריביות או לפחות להססנות של הנגידים להעלות אותה", מלמדת קרופאלניק, אשר מנהלת את קרנות החו"ל של מנורה מבטחים ואחראית על הצוות שמנהל את ההשקעות בחו"ל (כ-17 קרנות).

קרופאלניק חדשה יחסית בחברה. היא הגיעה מה**בנק הבינלאומי הראשון**, שם עסקה בהשקעות בחו"ל, ובסך הכל היא חיה את שוק ההון כבר חמש-שש שנים ומנהלת בין חצי למיליארד שקל. "אני קמה בבוקר ופותחת עיתונים, רואה מי הכי טובה, מי השתפר. כשאני רואה קרן כמו אג"ח בינלאומי בין הטובות, זה נותן לי המון סיפוק".

ב.ב.ב

שם הקרן	מנהל הקרן	תשואה חצי שנתית (באחוזים)	תשואה ב-2006 (באחוזים)	שווי נכסים (מיליוני שקלים, באחוזים)	דמי ניהול (באחוזים)
1 עמדה אג"ח חו"ל	מנורה מבטחים קרנות נאמנות בע"מ	10.4	**	7	1.50
2 כוון אג"ח גלובלית (ח)	כוון - ניהול קרנות נאמנות בע"מ	8.4	0.7	27	2.25
3 פיא אג"ח שווקים מתעוררים (פ)	הראל-פיא קרנות נאמנות בע"מ	8.3	**	4	1.50
4 יליון לפידות מט"ח (פ)	כלל פיננסים קרנות נאמנות בע"מ	7.9	5.3	127	1.50
5 מגדל עלומים אג"ח עולמי (פ)	מגדל קרנות נאמנות בע"מ	7.6	*	117	0.60
6 פסגות תיק השקעות חו"ל (פ)	פסגות קרנות נאמנות בע"מ	7.4	0.9	212	1.50
7 פיא חו"ל 80/20 (פ)	הראל-פיא קרנות נאמנות בע"מ	6.7	(2.4)	35	1.50
8 מגדל אפיקים 20/80 חו"ל (פ)	מגדל קרנות נאמנות בע"מ	6.2	2.4	12	0.90
9 אדמונד דה רוטשילד 80/20 יורו (פ)	אדמונד דה רוטשילד ניהול קרנות נאמנות בע"מ	6.1	*	8	1.40
10 תמיר פישמן אג"ח בינלאומי (ח)	תמיר פישמן קרנות נאמנות בע"מ	5.9	(3.6)	82	1.75

* קרן חדשה ** הקרן שינתה מדיניות במהלך 2006

