

# סקירה כלכלית

מאי 2017

## פעילות ריאלית

מדד היצור התעשייתי רשם בחודש מרץ עלייה של 1.6% והוא קרוב לרמת השיא שנרשמה בראשית השנה, ברבעון הראשון של 2017 רשם המדד גידול קל של 0.8% ביחס לרבעון שקדם לו (בניכוי עונתיות). העלייה של המדד הכולל ברבעון הראשון מיוחסת כמעט במלואה לגידול שנרשם בענפי הטכנולוגיה המעורבת-עילית (עלייה של 9.5%). מדד פדיון ענפי הכלכלה רשם בחודש מרץ עלייה של 0.9% כאשר עליית המדד באה לידי ביטוי בתשעה מתוך שלושה עשר ענפי הכלכלה. ברבעון הראשון של 2017 נרשם גידול של 1.2% במדד פדיון ענפי הכלכלה ביחס לרבעון קודם. התפתחות היצוא בחודשים האחרונים מראה כי נמשך הקיפאון ביצוא הסחורות בעוד שיצוא השירותים ממשיך לצמוח. בשוק העבודה חל שיפור מסוים וחרף הגידול המינורי באבטלה עדיין ניכרת מגמה חיובית לפיה נתוני שוק העבודה נמצאים ברמות טובות בקנה מידה היסטורי ובהשוואה בינלאומית.

## תקציב הממשלה

בחודש אפריל נמדד גירעון בפעילות התקציבית של הממשלה בסך של 0.5 מיליארד ₪. בחודשים ינואר – אפריל 2017 נמדד גירעון בסך 2.9 מיליארד ₪ לעומת גירעון בסך 1.1 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בתקציב לשנת 2017 מתוכנן גירעון שנתי בסך 36.6 מיליארד ₪ שהם 2.9% מהתמ"ג. הגירעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים עומד על 2.2% מהתמ"ג. סך גביית המסים באפריל הסתכמה בכ-24.1 מיליארד ₪. בחודשים ינואר – אפריל הסתכמה גביית המסים בסך של 100.4 מיליארד ₪, גידול נומינלי של 6.9% לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

## אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש אפריל) עלה בכ-0.2%. בשנה האחרונה הקצב השנתי של האינפלציה עלה בתמיכת הנתונים האחרונים, וב-12 החודשים שהסתיימו באפריל הוא הגיע ל-0.7%. על פי נתוני המגמה לתקופה שבין ינואר 2017 לבין אפריל 2017, קצב העלייה השנתי של מדד המחירים לצרכן הגיע ל-1.2%.

2011	2012	2013	2014	2015	2016	YTD	חודש אחרון	
2.2%	1.6%	1.8%	-0.2%	-1.0%	-0.2%	0.3%	0.2%	מדד המחירים לצרכן

## שיעור הריבית

בנק ישראל החליט ב-29 למאי להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.10%. בכוונת הועדה המוניטרית להותיר את המדיניות המרחיבה על כנה, כל עוד הדבר יידרש כדי לבסס את סביבת האינפלציה בתוך תחום היעד. בנק ישראל ממשיך לעקוב אחר ההתפתחויות באינפלציה, בכלכלה הריאלית, בשווקים הפיננסיים ובמשק העולמי, והוא יפעל להשגת יעדי המדיניות המוניטרית בהתאם להתפתחויות אלו.

חודש קודם	אחרון	
0.10%	0.10%	ריבית בנק ישראל
1.0%	1.0%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
0.00%	0.00%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

### כלכלה עולמית

❖ **גלובלי** – תמונת הפעילות הכלכלית העולמית חיובית ברובה, אם כי ממשיכה לשרור אי-ודאות לגבי התהליכים הפוליטיים והשלכותיהם הכלכליות. תחזיות הצמיחה בחלק מהמשקים המפותחים עודכנו קלות כלפי מעלה וחל שיפור בקצב הצמיחה של הסחר העולמי. האינפלציה בעולם צפויה להמשיך לעלות בהדרגה. מדד מחירי הסחורות ללא אנרגיה ירד במהלך חודש מאי בכ-0.61%.

❖ **אירופה** – על פי האומדן המוקדם, מדד מנהלי הרכש למגזר הייצור בגוש האירו רשם בחודש מאי 2017 עלייה, בניגוד לצפי, לכדי 57.0 נקודות. מנגד, מדד מנהלי הרכש לענפי השירותים רשם ירידה, בניגוד לתחזיות, לכדי 56.2 נקודות. שני המדדים מצויים ברמה גבוהה מאוד והם מצביעים על כך כי כלכלת גוש האירו מוסיפה ליהנות מהתחלה חיובית לרבעון השני והמשך להאצה במגזרי הייצור והשירותים שנרשמה ברבעון הראשון. המשך המגמה צפוי להוביל לעדכון תחזיות הצמיחה כלפי מעלה. מנתוני האומדן הסופי לצמיחת התוצר בגרמניה עולה כי ברבעון הראשון של 2017 נרשמה האצה נוספת בקצב צמיחת התוצר, בהתאם לתחזיות, לכדי צמיחה של 2.4% בקצב שנתי ביחס ל-1.7% ברבעון האחרון של 2016. לפי האומדן השני לנתוני החשבונות הלאומיים בבריטניה לרבעון הראשון של שנת 2017, קצב הצמיחה של התוצר עמד על 0.7% בקצב שנתי, האטה משמעותית ביחס לרבעון הקודם ולאומדן הראשון.

❖ **ארה"ב** – על פי האומדן השני, ברבעון הראשון של 2017 צמח התוצר האמריקאי ב-1.2% בקצב שנתי, מהיר מהתחזיות ומהאומדן הראשון אשר עמד על 0.7%. על אף העדכון מעלה, הנתון מהווה את קצב הצמיחה האיטי ביותר מאז הרבעון הראשון אשתקד. ההאטה מיוחסת להאטה בצריכה הפרטית, להאטה בהשקעות ולירידה במלאים ובהוצאות הממשלה. לאור זאת, על רקע ההאשמות שטראמפ ניסה לחנוק את חקירת ה-FBI ולאור הזעזועים הגיאופוליטיים כמו הבחירות באיראן נוצרו מתחים זמניים בשוקי ההון אשר משכו כספים אל איגרות החוב. כאשר התפרסמה ההודעה על אפשרות להדחה חוקית של הנשיא, תשואת אג"ח האוצר ל-10 שנים צנחה בחדות עד כדי שמרווח התשואה בינה לבין זו לשנתיים הצטמצם למרווח הקטן ביותר מאז שטראמפ נבחר לנשיאות בנובמבר 2016. למעשה, התשואות ביצעו פניית פרסה ומחקו את האפקט של "גאות טראמפ".

❖ **אסיה ושוקים מתפתחים** – סוכנות הדירוג מודיס' הורידה את דירוג האשראי של סין בדרגה אחת לרמה של A1 ועדכנה את התחזית משלילית ליציבה. ההורדה מיוחסת לגידול בחוב של סין ולחששות מפני האטה בצמיחה. מדד המחירים לצרכן ביפן רשם עלייה זה חודש רביעי ברציפות, אם כי בשיעור מתון מהתחזיות. כך, קצב האינפלציה של מדד זה רשם בחודש מאי עלייה, לכדי 0.4%, המשך לרמה החיובית בה שוהה קצב האינפלציה מאז הרבעון הרביעי של 2016. עלייה זו תומכת בהמשך המדיניות המוניטארית המרחיבה שמקיים הבנק המרכזי של יפן. המדינות החברות בארגון אופ"ק החליטו להאריך את תקופת ההסכם, לפיו צומצם ייצור הנפט ב-1.8 מיליון חביות ליום לכדי 32.5 מיליון חביות ביום, בתשעה חודשים נוספים עד לסוף מרץ 2018. ההחלטה התקבלה היות ומאז ההסכם בנובמבר 2016 עלו מחירי חבית הנפט מרמה של \$40 לחבית לרמות של \$50-55 לחבית.

# סקירה כלכלית

מאי 2017

## שוק המניות

שוק המניות העולמי נסחר בחודש מאי במגמה חיובית כאשר ברקע היה הקושי של טראמפ לקידום הרפורמות נוכח מצבו הפוליטי המוחלש לאחר ההסתבכות. בסיכום חודשי רשמו רוב המדדים בעולם תשואות חיוביות. אנו מאמינים, שאפיק המניות ממשיך להיות אטרקטיבי ויכול להניב תשואה הולמת לסיכון הגלום בו וזאת למרות רמות מכפילים גבוהות היסטורית. מבחינת רמות מחירים ומכפילים, השוק הישראלי מעניין יותר ממרבית השווקים בחו"ל.

2011	2012	2013	2014	2015	2016	YTD	
-18.2%	9.2%	12.1%	10.2%	4.3%	-3.8%	-3.5%	מדד ת"א 35
-25.9%	4.8%	24.7%	-9.8%	-5.4%	17.3%	19.21%	מדד ת"א 90
-9.4%	13.4%	20.3%	2.1%	-4.3%	5.6%	9.95%	מדד MSCI
0.0%	13.4%	29.6%	11.4%	-0.7%	9.5%	7.73%	מדד S&P 500
-17.8%	13.8%	14.7%	1.2%	4.1%	0.7%	8.28%	מדד DJ Euro Stoxx50

## שוק האג"ח

החודש נרשמה ירידת תשואות. התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים נסחרה בסוף החודש ברמה של 2.20%, לעומת 2.28% בסוף חודש אפריל. על פי ציפיות הריבית של חברי הפד, נקודת שיווי משקל אמורה להיות בסביבות 2.6%. הסרת המלצתנו שלא להיחשף לאג"ח ממשלת ארה"ב כאשר התשואות הגיעו ל-2.5%, הוכיחה עצמה ואנו ניטרליים ברמת התשואות הנוכחית. מתחת ל-2% נחזיר המלצתנו להיות במשקל חסר משמעותי באפיק זה.

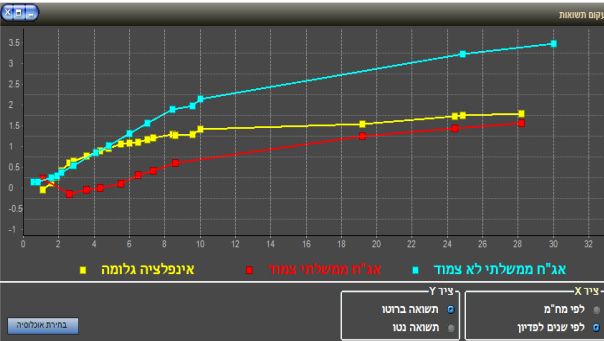
אגרות החוב המקבילות של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0327) נסחרות בסוף חודש מאי בתשואה לפדיון של 2.06%, לעומת 2.18% בסוף חודש קודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית הינו שלילי ועומד על 14 נ"ב. בדומה לשוק האמריקאי, אנו ממליצים על הארכת מח"מ ל-4 שנים.

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש מאי 2017, הינן ברמה שנתית של 0.7% שנתיים קדימה, כ-1.1% בטווח של 5 שנים וכ-2.0% בטווחים הארוכים. לנוכח האינפלציה הנמוכה שגלומה בשוק, אנחנו נותנים עדיפות קלה לאפיק הצמוד על-פני האפיק השקלי.

שוק אגרות החוב הקונצרני נסחר החודש במגמה חיובית. מדד התל-בונד 20 עלה בחודש מאי ב-1.01% ותל-בונד 40 עלה ב-0.85%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש מאי על כ-132 נקודות בסיס בתל-בונד 20 ו-107 נקודות בתל-בונד 40. באפיק הקונצרני, אנו ממשיכים להמליץ על השקעה סלקטיבית באגרות חוב שנותנות תמורה הולמת לסיכונים האשראי של החברה.

# סקירה כלכלית

מאי 2017



חודש קודם	סוף החודש	מח"מ	מקם לשנה
0.12%	0.11%	1 שנה	מקם לשנה
2.18%	2.06%	9 שנים	ממשלתי שקלי 0327
2.28%	2.20%		אג"ח ארה"ב ל-10 שנים
1.27%	1.17%	4.8 שנים	תל בונד 20
2.61%	2.56%	4.32 שנים	תל בונד שקלי

## שוק המט"ח

החודש נמשכה ואף התגברה מגמת התחזקות השקל מול הדולר כאשר זה נחלש מול השקל בכ- 2.44% במהלך החודש ואילו האירו התחזק מול השקל בכשמונה עשיריות האחוז. אין ספק שהנתונים הכלכליים הבסיסיים של עודף בחשבון השוטר, צמיחה גבוהה יחסית ואינפלציה אפסית, תומכים בהמשך התחזקות השקל. יחד עם זאת, לנוכח המדיניות המוניטרית המצמצמת בארה"ב לעומת המשך המדיניות מרחיבה באירופה וביפן, אנו מאמינים כי בטווח הארוך הדולר צפוי להמשיך להתחזק מול מרבית המטבעות בעולם ובשיעור מתון יותר גם מול השקל.

בשע"ח המתקרב ל-3.5 דולר, אנו ממליצים להגדיל חשיפה למטבע האמריקאי.

2011	2012	2013	2013	2014	2015	2016	חודש	שער אחרון	
7.7%	-2.3%	-7.0%	-7.0%	12.0%	0.3%	-1.5%	-2.44%	3.53	שער שקל/דולר
6.5%	-0.4%	-2.8%	-2.8%	-1.2%	-10.1%	-4.8%	0.79%	3.972	שער שקל/אירו

### אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש מאי פקעו, לפי מדד 1421.81 ובכך שיקפו עליה מתונה בשיעור של 1.12% ביחס לפקיעת החודש הקודם.

סטיית התקן קטנה החודש באופן משמעותי לרמת 9%, כמצופה מחודש נטול תנודה משמעותית. האסטרטגיה החודשית הניבה תשואה חיובית של 1.7%.

### אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

על אף העלייה החודש, ניתן לומר שעל מדד המעו"ף עבר חודש מאכזב נוסף, שלמרות ציפיות המשקיעים לסיום תקופת החולשה שלו ביחס לשווקים מובילים בעולם ולסקטורים רבים בישראל, ממשיך להציג ביצועים מאוד חלשים (גם החודש מדד המעו"ף הניב תשואת חסר מול מדדים רבים בארץ ובעולם).

אנו חושבים שצריך לתת קרדיט למדד החבוט ולו לנוכח רמת התמחור הנוחה של המדד. לאור הדברים האמורים ולאור התקרבות המדד לתחתית שפקדה אותו בגל הירידות האחרון אי שם בתחילת השנה הקודמת (פברואר 2016), האסטרטגיה המוצעת היא לונג מחוזק ברמתו הנוכחית והצבת סטופ בשבירת המדד את רמת 1370. שבירה של רמה זו תהיה איתות רע מאוד לשוק ועלולה להצית גל ירידות כואב נוסף. כל עוד מדד ת"א 35 נסחר מעל רמה זו, יש לתת קרדיט לשוק ולחפש אסטרטגיות לונג ואפילו משמעותיות. לאור פער התשואות שנפתח בשנה וחצי האחרונות ביחס לשווקים רבים בעולם ורמת תמחור נוחה כאמור, האסטרטגיה המוצעת החודש הינה לונג חוזים, בתוספת מרווח עולה 1/3 בין רמת 1420-1450 עם הגנה בשבירה של מדד 1370.

הסמיכות לרמת התמיכה של המדד, מביאה אותנו למסקנה כי יש לשלב הגנות רק בשבירה מוכחת של אזור המסחר המוצע (מתחת לרמת 1370).

לשמרנים שבינינו, ניתן לרכוש אופציות מכר במדד 1370 בעלות של 0.2% במונחי תשואה על נכס הבסיס.

### גרף אסטרטגיה מומלצת:

