

### פעילות ריאלית

**המדד המשולב** למצב המשק לחודש מרץ עלה בכ-0.3%, בדומה לקצב העלייה בחודשים הקודמים ודומה לקצב עלייתו הממוצע במהלך 2017. המדד הושפע לטובה מהעלייה בפדיון המסחר הקמעונאי ומהעלייה בפדיון השירותים בפברואר. מנגד, הירידה בייצוא הסחורות והירידה בייבוא התשומות במרץ, וכן הירידה בייצור התעשייתי בפברואר מיתנו את קצב העלייה של המדד.

**שיעור האבטלה** בגילאי העבודה העיקריים (25-64) ברבעון הראשון של 2018 ירד ל-3.2%, לעומת 3.6% ברבעון האחרון של 2017.

### תקציב הממשלה

בחודש מרץ נמדד גרעון בפעילות התקציבית של הממשלה בסך של 4.4 מיליארד ₪. בחודשים ינואר-מרץ 2018 נמדד גרעון בסך של 2.1 מיליארד ₪ לעומת גרעון בסך של 2.3 מיליארד בתקופה המקבילה אשתקד. בתקציב לשנת 2018 מתוכנן גרעון שנתי בסך של 38.5 מיליארד ₪ שהם 2.9% מהתמ"ג. הגרעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים (אפריל 2017 – מרץ 2018) עומד על 1.9% מהתמ"ג. סך גביית המסים בחודש מרץ הסתכמה בכ-26.3 מיליארד ₪, בתקופה ינואר-מרץ 2018 הסתכמה גביית המסים בסך של 80.8 מיליארד ₪, גידול נומינלי של 6.3% לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

### אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש מרץ) עלה ב-0.3% בהשוואה לפברואר 2018. בשניים עשר החודשים האחרונים (מרץ 2018 לעומת מרץ 2017) עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.2%. על פי נתוני המגמה לתקופה שבין דצמבר 2017 – מרץ 2018, קצב העלייה השנתי של מדד המחירים לצרכן הגיע לכ-0.9%.

2012	2013	2014	2015	2016	2017	YTD	חודש אחרון	
1.6%	1.8%	-0.2%	-1.0%	-0.2%	0.4%	-0.1%	0.3%	מדד המחירים לצרכן

### שיעור הריבית

**בנק ישראל החליט להותיר את הריבית לחודש מאי 2018 ללא שינוי ברמה של 0.1%.** הגורם העיקרי שהשפיע על החלטת הבנק היה סביבת האינפלציה הנמוכה והיא מוסיפה להיות נמוכה מהיעד, אך חלה עלייה מסוימת. בפברואר ובמרץ המדד עלה בשיעור מעט גבוה מהחזוי, אך הציפיות ומרבית התחזיות לשנה נמוכות מהיעד, בעוד הציפיות לאינפלציה לטווחים הבינוניים והארוכים מעוגנות בתוכו. בטווח הקרוב לא צפויה העלאת ריבית בארץ.

חודש קודם	אחרון	
0.10%	0.10%	ריבית בנק ישראל
1.75%	1.75%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
0.00%	0.00%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

## כלכלה עולמית

❖ **גלובלי** – התנודתיות נמשכה בחודש האחרון בעקבות אוסף של אירועים בהם: עלייה בתשואות האג"ח הממשלתיות בארה"ב לאזור 3%, ואף חצתה במהלך החודש רמה זו, שנבעה מהסיכון למלחמת סחר בין ארה"ב לסין שטרם חלף וגרם לעלייה במחירי הסחורות, המתיחות בין ארה"ב ורוסיה על רקע התקיפה בסוריה אשר גרמה לעליית מחירי הנפט. התרבות סימני החולשה לקצב הצמיחה, במיוחד באירופה וביפן. קרן המטבע הבינלאומית הותירה את תחזית הצמיחה במשק העולמי ל-2018-2019 ללא שינוי ברמה של 3.9%, להערכתה הצמיחה במדינות המפותחות גבוהה מהפוטנציאל וצפויה להתמתן בעתיד. השווקים הפיננסיים בסין הפגינו ביצועים חלשים של שוק המניות וירידה חדה בתשואות האג"ח הממשלתיות, וסרתו במידת מה את נתוני הצמיחה האיתנים.

❖ **אירופה** – הבנק המרכזי האירופאי הותיר את מדיניותו ללא שינוי בהתאם לצפי. נגיד ה- ECB הודה שהכלכלה האירופאית עברה את שיא הצמיחה, אך לדעתו לא מדובר על שינוי מגמה. בגרמניה, כל הנתונים היו מתחת לציפיות, המכירות הקמעונאיות, מדדי מנהלי הרכש, ההזמנות בתעשייה והייצור התעשייתי החטיאו את התחזיות. יחד עם זאת הירידה הייתה מרמות גבוהות מאוד, כך שלא מדובר בהכרח על שינוי מגמה. אינפלציית הליבה נותרה ברמה של 1%, בדומה לקצב בשלושת החודשים האחרונים.

בבריטניה הצמיחה הפתיעה לרעה, עם קצב של 0.1% לעומת 0.4% ברבעון הקודם, החולשה נבעה בחלקה ממוזג האוויר הקשה ובחלקה מחולשה בתעשייה.

❖ **ארה"ב** – בעקבות הרפורמה במס החברות והגדלת הוצאות הממשל, תחזית הגירעון והחוב בארה"ב צופה הגדלת הגירעון ל-5.4% בשנת 2022, לעומת 3.5% ב-2017 והיחס בין חוב לתוצר צפוי לגדול מ-76.5% ל-87.5%, מדובר על גידול של כ-1.6 מיליארד דולר לאורך עשור. קצב אינפלציית הליבה עלה מ-1.8% ל-2.1%. המשק האמריקאי צמח ברבעון הראשון ב-2.3%, לפי האומדן הראשוני. ביחס לרבעון המקביל אשתקד מדובר בשיפור ועלייה של 2.9%. לעומת זאת, המצב בצריכה הפרטית, מנוע הצמיחה של המשק האמריקאי לא משתפר, דבר אשר עשוי להגביל את קצב האינפלציה. נתוני הצמיחה עדיין חזקים, אך ברבעון הראשון הייתה האטה בצמיחה עקב חולשה בצריכה הפרטית, חשוב לציין גם שישנה עלייה בסיכון הפיסקאלי (מה שעשוי להשפיע על דירוג האשראי של ארה"ב).

❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – בסין, הצמיחה ברבעון הראשון של 2018 עמדה על 6.8% ביחס לרבעון המקביל אשתקד, בהתאם לצפי. האינפלציה בסין ירדה ל-2.1% במרץ, נמוכה מהצפי ל-2.6% וירידה חדה מ-2.9% בפברואר.

ביפן, הריבית נותרה ללא שינוי, תחזית הצמיחה עודכנה קלות מעלה, אך תחזית האינפלציה עודכנה מטה. הבנק מתקשה לעמוד ביעד האינפלציה והמדיניות המרחיבה צפויה להימשך בעתיד הנראה לעין.

### שוק המניות

שוק המניות העולמי נסחר בחודש אפריל במגמה חיובית (פרט לת"א 90), זאת למרות המשך מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין בדמות הטלת מכסים חדדית, ועליית התשואות באג"ח הממשלתיות של ארה"ב. יחד עם זאת, אנו מאמינים, שאפיק המניות יכול להמשיך ולהיות המנוע המרכזי ליצירת תשואה בתיקים, אולם יש לקחת בחשבון ששנת 2018 תהיה תנודתית יותר מקודמתה. מבחינת רמות מחירים ומכפילים, השוק הישראלי מעניין יותר ממרבית השווקים בחו"ל.

2012	2013	2014	2015	2016	2017	YTD	
9.2%	12.1%	10.2%	4.3%	-3.8%	2.75%	-2.95%	מדד ת"א 35
4.8%	24.7%	-9.8%	-5.4%	17.3%	21.2%	-2.77%	מדד ת"א 90
13.4%	20.3%	2.1%	-4.3%	5.6%	21.6%	-0.65%	מדד MSCI
13.4%	29.6%	11.4%	-0.7%	9.5%	19.4%	-0.96%	מדד S&P 500
13.8%	14.7%	1.2%	4.1%	0.7%	6.5%	0.93%	מדד DJ Euro Stoxx50

### שוק האג"ח

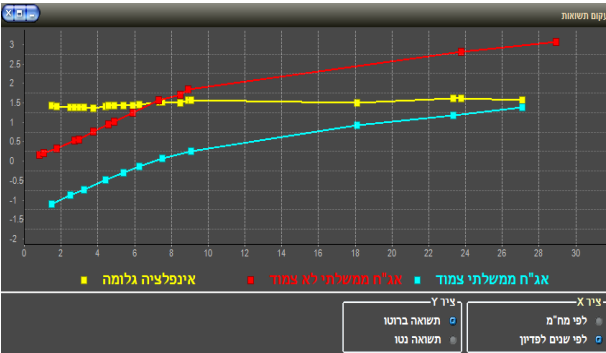
התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים נסחרה בסוף החודש ברמה של 2.94%, לעומת 2.74% בסוף חודש מרץ. על פי ציפיות הריבית של חברי הפד, נקודת שיווי משקל אמורה להיות בסביבות 2.9%.

לאור עליית התשואות באפיק זה בחודשים האחרונים ולאור העובדה שהשוק מגלם לראשונה, מזה מספר שנים, תשואות גבוהות ביחס לתחזית הפד, אנו ממליצים להיות במשקל חסר באפיק עד להתייצבות מחודשת של התשואות.

אגרות החוב המקבילות של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0327) נסחרות בסוף חודש מרץ בתשואה לפדיון של 1.85%, לעומת 1.64% בסוף חודש קודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית הינו שלילי ועומד על 109- נ"ב. בדומה לשוק האמריקאי, אנו ממליצים על מח"מ של 4 שנים.

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש אפריל 2018, הינן ברמה שנתית של 1.1% שנתיים קדימה, כ-1.2% בטווח של 5 שנים וכ-1.9% 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 אפריל ב-0.39% ותל-בונד 40 עלה ב-0.65%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש אפריל על כ-123 נקודות בסיס בתל-בונד 20 ו-116 נקודות בתל-בונד 40. באפיק הקונצרני, אנו ממשיכים להמליץ על השקעה סלקטיבית באגרות חוב המעניקות תמורה הולמת לסיכונים האשראי של החברה. לאור עליית התשואות באג"ח של ממשלת ארה"ב, אנו ממליצים כעת לקצר מעט מח"מ ולהימנע באופן כללי מאחזקת אג"ח ארוכות, עד למציאת שיווי משקל חדש, להערכתנו סביב 3% ב-T10.



תשואות לפדיון		מח"מ	
חודש קודם	סוף החודש		
0.12%	0.15%	1 שנה	מקמ לשנה
1.64%	1.85%	8.24 שנים	ממשלתי שקלי 0327
2.74%	2.94%		אג"ח ארה"ב ל-10 שנים
0.92%	0.83%	4.56 שנים	תל בונד 20
2.62%	2.78%	3.90 שנים	תל בונד שקלי

### שוק המט"ח

החודש הדולר התחזק מול השקל בכ- 2.11% והאירו התחזק מול השקל בכ-0.23%. לנוכח המדיניות המוניטרית המצמצמת בארה"ב ולאור רפורמת המס אשר אמורה להאיץ את קצב ההשקעות, התעסוקה והצמיחה בארה"ב, אנו מאמינים כי בטווח הארוך הדולר צפוי להמשיך להתחזק מול מרבית המטבעות בעולם ובשיעור מתון יותר גם מול השקל. בשע"ח הנוכחי, אנו ממליצים להגדיל חשיפה למטבע האמריקאי.

שער אחרון	חודש	YTD	2017	2016	2015	2014	2013
שער שקל/דולר	3.5880	2.11%	3.49%	-9.83%	-1.5%	0.3%	12.0%
שער שקל/אירו	4.3387	0.23%	4.48%	2.69%	-4.8%	-10.1%	-2.8%

### אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לאפריל פקעו ב- 1471.76 נקודות ובכך שיקפו עליה בשיעור של 2.28% ביחס לפקיעת החודש הקודם.

סטיית התקן עלתה גם החודש לרמת 13.5% בכסף (לקראת סוף החודש אף חזרה לרמת 15%, קרוב מאוד לממוצע ההיסטורי).

האסטרטגיה החודש הניבה תשואה חיובית של 2.15%.

### אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

כפי שכתבתי בסקירה הקודמת ועל אף שחודש אפריל היה חיובי, חודשים מכוננים עוברים על מדד המעוף, אשר ממשיך בחולשתו היחסית, על אף פריצה מוכחת שחוזה החל מחודש נובמבר 2017 עד לתחילת חודש פברואר השנה. חולשתו היחסית של המדד וכניסתו אל תוך תחום הדשדוש (1470-1370), מעידה על חוסר יכולת לצאת למהלך עליות משמעותי כרגע ולפיכך הנחת העבודה שלנו בנוגע למדד המעו"ף חוזרת להיות ניטרלית.

אי לכך, גם החודש האסטרטגיה החודשית שלנו היא מינוס פוט בכסף 1470. אסטרטגיה זו תשרת אותנו טוב יחסית לסל מעו"ף בשוק מדשדש, יורד ועולה באופן מינורי. מעל רמת 1480 נחזקה עם אסטרטגית קולים.

לאסטרטגיה זו עלות "אלטרנטיבית" בלבד והיא צפויה לייצר תשואה עודפת של כ-1.35% ביחס לתשואת המדד.

### גרף אסטרטגיה מומלצת:

