

פעילות ריאלית

המדד המשולב למצב המשק עלה ב- 0.2% בחודש מאי. נתון זה משקף צמיחה בקצב מתון בדומה לזה שאפיין את המשק בשלוש השנים האחרונות, זאת לאחר חודשיים בהן קצב הצמיחה היה מתון יותר. להערכת חטיבת המחקר של בנק ישראל, התוצר המקומי הגולמי צפוי לצמוח ב- 2.9% בשנת 2014, וב- 3.0% ב- 2015. **שיעור האבטלה** הפתיע לרעה ועלה בחודש מאי לרמה של 5.9%.

תקציב הממשלה

העודף בפעילות המקומית של הממשלה הסתכם מתחילת השנה בכ- 1.9 מיליארד ₪. נתון זה גבוה בכ- 3.3 מיליארד ₪ מהתוואי העונתי העקבי לתקרת הגרעון ל- 2014 (בעיקר בשל תת ביצוע של הוצאות לעומת גידול בהכנסות חד פעמיות בתחילת השנה). הכנסות ממיסים במאי היו גבוהות ריאלית בכ- 10.5% ביחס למאי שנה שעברה.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (**מדד חודש מאי**) עלה ב- 0.1%, נמוך מעט מהתחזיות אשר צפו עליה של 0.2%. ב- 12 החודשים האחרונים, עלה המדד ב- 1.0% (בדומה לחודש שעבר). **ציפיות האינפלציה השנתית הגלומות בשוק ההון**, נכון לסוף יוני 2014, עומדות על כ- 1.4% בטווח הבינוני וכ- 2.0% בטווח הארוך.

2009	2010	2011	2012	2013	YTD	חודש אחרון	מדד המחירים לצרכן
3.9%	2.7%	2.2%	1.6%	1.8%	-0.3%	0.1%	

שיעור הריבית

בנק ישראל הותיר את הריבית לחודש יולי 2014 ללא שינוי ברמה של 0.75%. ההחלטה להותיר את הריבית ללא שינוי עקבית עם מדיניות מוניטרית שנועדה לבסס את האינפלציה בתוך יעד יציבות המחירים של 1% עד 3% ולתמוך בצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. כיוון הריבית בהמשך תלוי בהתפתחויות בסביבת האינפלציה, בצמיחה בכלכלת ישראל והצמיחה הגלובלית, בהתפתחות שערי החליפין ובמדיניות המוניטרית של הבנקים המובילים. הגורמים העיקריים שהשפיעו על החלטת הבנק היו: הימצאות האינפלציה ב- 12 החודשים האחרונים בגבול התחתון של היעד וצפי שתרח מתחת לגבול זה בחודשים הקרובים, המשך צמיחה במשק בקצב מתון, הפחתת תחזית הצמיחה על ידי הבנק העולמי והחרבה מוניטרית נוספת מצד ה- ECB, המשך עליית מחירי הדירות והמשך התחזקות השקל.

חודש קודם	אחרון	
0.75%	0.75%	ריבית בנק ישראל
0-0.25%	0-0.25%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
0.25%	0.15%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

כלכלה עולמית

❖ **גלובלי** – החודש הגיע תורו של הבנק העולמי לעדכן את תחזיותיו לצמיחה העולמית. הבנק עדכן כלפי מטה את הצמיחה העולמית ל-2014, מ-3.2% ל-2.8%, זאת בעקבות תחזיות צמיחה פשוטות מצדן של ארה"ב, רוסיה וסין. מחירי חבית נפט עלה החדש במעל 3% על רקע המתוחות בעירק ומחירי הסחורות והמתכות ירדו.

❖ **אירופה** – הבנק המרכזי האירופי (ה-ECB) נקט החודש כמה צעדים משמעותיים של הרחבה מוניטרית והפחית את כל שלוש הריביות. ריבית הבסיס הופחתה מ-0.25% ל-0.15% (שפל חדש), ריבית הפיקדונות הופחתה בפעם הראשונה בהיסטוריה לרמה שלילית של -0.1% וריבית ההלוואות ל-0.4% (מ-0.75%). בנוסף לכך, השיק ה-ECB תכנית חדשה במסגרתה הבנקים ילוו כסף מה-ECB בריבית נמוכה על מנת לעודד אותם להלוות לעסקים אחרים. לדברי דראגי, ה-ECB שומר לעצמו את הזכות לצעדים מקלים נוספים במידת הצורך. האינפלציה ירדה לרמה של 0.5% בחודש מאי, שפל של יותר מ-4 שנים והרבה מתחת ליעד של 2% שהציב הבנק המרכזי האירופי. נתוני המקרו החודש ביבשת הצביעו על צמיחה מתונה. בבריטניה, הבנק המרכזי נתן אינדיקציה ראשונה לכך כי ייתכן וההתאוששות תלווה בהעלאת ריבית כבר בסוף 2014.

❖ **ארה"ב** – הבנק העולמי חתך החודש את תחזית הצמיחה של ארה"ב מ-2.8% ל-2.1%, בדומה לקרן המטבע הבינלאומית אשר חתכה את התחזיות ל-2.0% (מ-2.8%). נתון הצמיחה ברבעון הראשון עודכן החודש בחדות כלפי מטה. כלכלת ארה"ב התכווצה ברבעון הראשון ב-2.9% (קצב שנתי), הירידה החדה ביותר בתמ"ג מאז 2009 והרבה מתחת לצפי האנליסטים בשוק שעמד על התכווצות של 1.8%. הפדרל ריזרב הודיע החודש כי הוא ממשיך לסגת ממדיניות התמריצים ומעתה הבנק המרכזי של ארה"ב ירכוש מדי חודש אג"ח ממשלתיות ומגובות משכנתאות בסך של 35 מיליארד דולר. למרות השיפור בכלכלה, הפד עדכן כלפי מטה את תחזית הצמיחה ל-2014, מרמה של 2.9% ל-2.1%. גם הפעם לא ניתנה תשובה לשאלה המסקרנת מכל, מתי הפד יתחיל להעלות את הריבית?

❖ **אסיה** – ביפן, מצד אחד נתוני הרבעון הראשון מצביעים על צמיחה חזקה (התמ"ג הרבעוני הפתיע לטובה ועלה 1.6% לעומת צפי ל-1.4%) ומאידך, נראה שהעלאת המע"מ השפיעה לרעה על הפעילות ברבעון השני. נתוני היצוא ביפן רשמו ירידה של 2.7% במאי. נסיגה ראשונה זה 15 חודשים. נתונים אופטימיים ברובם התפרסמו החודש בסין. העודף במאזן המסחרי של סין הסתכם במאי בכ-35.9 מיליארד דולר לעומת 18.5 מיליארד דולר באפריל. היצוא מסין גדל במאי בכ-7% ואילו היבוא למדינה התכווץ בכ-1.6%. בשווקים המתעוררים פחתו החששות מהשלכותיו של תהליך ה-tapering וניכרת אופטימיות זהירה לאור צעדי ה-ECB. יחד עם זאת, הבנק העולמי הפחית את תחזית הצמיחה לשווקים אלו ל-2014 מ-5.3% ל-4.8%.

שוק המניות

חודש יוני ננעל במגמת ירידה במדדי המניות המובילים. מדד ת"א 25 ירד החודש ב- 0.37% כאשר מניית טבע שוב נטלה החודש את המושכות והובילה את העליות. מדד ת"א 75 ירד בחודש יוני ב- 1.3%. גם החודש, מדד הביומד הוביל את הירידות, זהו החודש הרביעי ברציפות. לראשונה השנה, שוק האג"ח החל במימוש ואנו ממשיכים לדבוק בדעה שאפיק זה יקר עד מאוד ושיש לנקוט פוזיציה זהירה במקטע זה. לדעתנו, האפסייד עדיין גלום באפיק המנייתי מה שהופך את שוק המניות להשקעה עדיפה בטווח הזמן הבינוני. הקורלציה השלילית החודש בין השווקים בארץ ובארה"ב מדגישה את התנודתיות והזהירות הנדרשת בבחירת מניות. בראיה גלובלית, אנו עדיין מעריכים ששוק המניות האמריקאי הינו השוק האטרקטיבי ביותר במונחי סיכון/סיכוי ומשכך, צפוי להמשיך להניב ביצועים משופרים.

2009	2010	2011	2012	2013	YTD	חודש אחרון	
74.9%	15.8%	-18.2%	9.2%	12.1%	4.43%	-0.37%	מדד ת"א 25
149.8%	15.7%	-25.9%	4.8%	24.7%	-0.17%	-1.32%	מדד ת"א 75
147.0%	19.7%	-25.7%	21.6%	35.7%	0.94%	-0.59%	מדד יתר 50
23.5%	12.1%	0.0%	13.4%	29.6%	6.05%	1.91%	מדד S&P 500
21.0%	-5.9%	-17.8%	13.8%	14.7%	3.83%	-0.50%	מדד DJ Euro Stoxx50

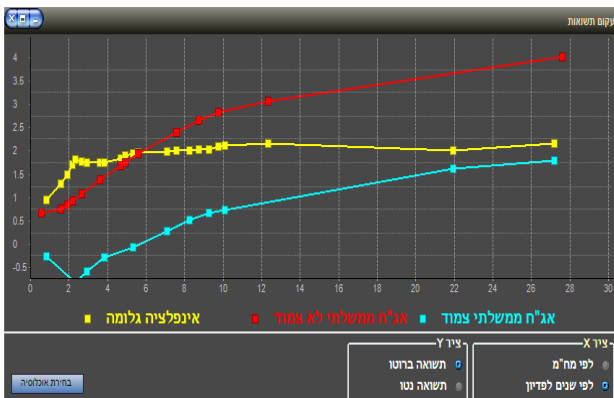
שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים עלתה קלות החודש לרמה של 2.52%, לעומת 2.46% בסוף מאי. זוהי עליה קלה בלבד והתשואות עדיין נמצאות ברמות נמוכות היסטורית. לנוכח התשואות הנמוכות, אנו עדיין ממליצים על משקל חסר משמעותי בחשיפה לאגרות חוב ארוכות של ממשלת ארה"ב.

אגרות החוב הארוכות של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0323) נסחרות בסוף חודש יוני בתשואה לפדיון של 2.65%, ירידה מסוף חודש מאי. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית המשיך להצטמצם החודש ל- 13 נקודות בסיס בלבד. לדעתנו, בעקבות רמות התשואה הנמוכות בארה"ב ובישראל לא מומלץ להשקיע באגרות חוב ממשלתיות מעבר למח"מ השוק.

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש יוני 2014, הינן ברמה של 0.95% בטווח הקצר ו- 2.0%-1.4% בטווחים הבינוניים והארוכים. להערכתנו, ציפיות האינפלציה הגלומות משקפות את טווח האינפלציה הצפוי ולכן אין עדיפות מובהקת לאחד האפיקים (הצמוד והשיקלי).

שוק אגרות החוב הקונצרניות ירד בחודש יוני. מדדי התל-בונד 20 ותל-בונד 40 ירדו החודש ב- 1.07% וב- 0.84% בהתאמה. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש יוני על כ- 134 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 141 נקודות בסיס בתל-בונד 40 (עליה לעומת סוף חודש קודם). באפיק הקונצרני, אנו ממליצים על הצמדות לאגרות החוב הכלולות במדדי התל-בונד ובעיקר במדד תל-בונד צמודות. כמו כן, אנו ממליצים להיצמד למח"מ השוק.



תשואות לפדיון			
חודש קודם	סוף החודש	מח"מ	
0.59%	0.69%	1 שנה	מקמ לשנה
2.74%	2.65%	7.5 שנים	ממשלתי שקלי 0323
-0.10%	-0.08%	5.0 שנים	ממשלתי צמוד 1019
2.46%	2.52%	7.5 שנים	אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
1.01%	1.26%	4.6 שנים	תל בונד 20
2.04%	2.33%	3.1 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

החודש הדולר ירד בחודות ב- 1.06% אל מול השקל. האירו ירד ב- 0.73%. אנו ממשיכים להאמין שלנוכח התחזקות הכלכלה האמריקאית (גם אם איטית ועם תמורות בדרך), המשך ההפחתה בהזרמת כסף ע"י הפד, הדולר צפוי להתחזק מול רוב המטבעות בעולם ובכלל זה גם מול השקל.

שער שקל/דולר	שער אחרון	חודש	YTD	2013	2012	2011	2010	2009
3.438	-1.06%	-0.95%	-7.0%	-2.3%	7.7%	-6.0%	-0.7%	
4.694	-0.73%	-1.84%	-2.8%	-0.4%	6.5%	-12.9%	2.7%	

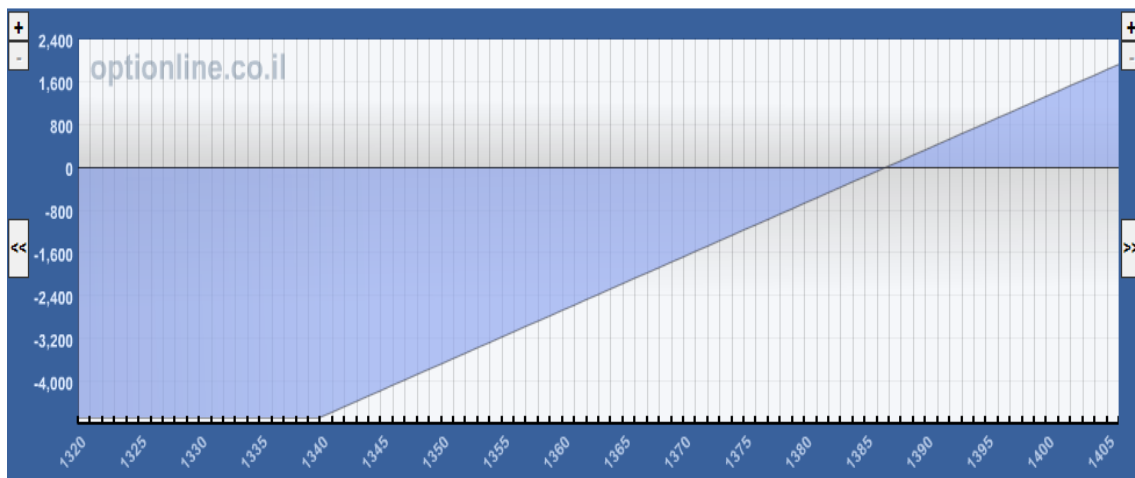
אופציות מעו"ף

אופציות מעו"ף לחודש יוני פקעו ב- 26 לחודש לפי מדד 1388.97. פקיעה זו שיקפה ירידה חודשית של 0.49% ביחס לפקיעת חודש מאי. גם החודש השינוי המינורי בשוק הצדיק את סטיות התקן הנמוכות הגלומות במחירי האופציות. התנודתיות בשוק ממשיכה להיות מאוד נמוכה, כאשר הסטיות עומדות כעת על 9.5% בכסף, ללא שינוי מהותי ביחס לחודשים האחרונים. האסטרטגיה החודש הניבה תשואה שלילית של 0.49%. אנו ממשיכים לדבוק בדעה שהשוק לא באמת יכול להיסחר תקופה ארוכה בתנודתיות כ"כ נמוכה, נתון שמצדיק, ללא קשר לתוחלת קצרת הטווח, הגנה על תיק המניות מעט מחוץ לכסף.

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

בדיוק כמו בחודש הקודם, לאור העובדה שמדד המעו"ף הצליח לשבור את שיאו ההיסטורי ולהתבסס מעליו, האסטרטגיה המומלצת הינה רכישת חוזה סינטטי עם הגנות קרובות לכסף. עקב הימצאות השוק קרוב מאוד לרמת השיא הקודמת שלו (1377), ניתן לשלב הגנות בתיק, רק בשבירת השוק רמת תמיכה זו ולמקם את ההגנה במדד 1340, רמה שאמורה להיות קשה לשבירה. עלות האסטרטגיה 0.19% במונחי תשואה.

גרף אסטרטגיה מומלצת:



הערה: לאור גל העלויות הממושך ולאור העובדה שאנו נמצאים ברמת תנודתיות מאוד נמוכה, אני ממליץ בחום לעבור לעבודה עם סטופ לוס נגרר, גם במחיר של ויתור תקופתי על חלק קטן מעליית השוק. ניהול פוזיציה בשיטה זו יקנה לנו שקט תפעולי ויבטיח השגת תשואה עודפת משמעותית על פני מדדי השוואה רלוונטיים, להערכתך, כבר בחודשים הקרובים. שבירת רמת 1377 כלפי מטה, עלולה לדרדר מהר יחסית את מדד המעו"ף אל עבר רמת 1330-1340. שבירה נוספת גם של אזור מסחר זה ונוכל להעריך בזהירות שהשוק בשל לתיקון עמוק יותר.