

### פעילות ריאלית

**המדד המשולב** למצב המשק עלה בחודש מאי ב- 0.3%, בעיקר כתוצאה מעליה ביבוא מוצרי צריכה. במחצית הראשונה של 2015, המשק המשיך לצמוח בקצב המתון בדומה ל- 2014. על פי האומדן השני, נתון צמיחת התוצר לשנת 2015 עודכן כלפי מטה מ- 2.5% ל- 2.1%. **שיעור האבטלה עלה לרמה של 5.0%** (לעומת 4.8% בחודש קודם).

### תקציב הממשלה

העודף המקומי הסתכם בחמשת החודשים הראשונים של השנה ב- 3.2 מיליארד ₪, גבוה בכ- 0.8 מיליארד ₪ מהתוואי העונתי העקבי ליעד הגרעון של 2.5 אחוז תוצר. מתחילת השנה, גביית המיסים עדיין גבוהה בכ- 1.7 מיליארד ₪ מהיעד העונתי (מתחילת השנה עלתה גביית המע"מ המקומי ריאלית בכ- 8.2%).

### אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (**מדד חודש מאי**) עלה ב- 0.2%, **בהתאם לתחזיות**. גם החודש, עיקר העליה נבעה מעליה במחירי הפירות והירקות. ב- 12 החודשים האחרונים נרשמה אינפלציה שלילית של 0.4%. בחודשים מרץ-מאי המדד שב לעלות בקצב עקבי עם יעד האינפלציה. ציפיות האינפלציה של החזאים ל- 12 החודשים הקרובים עומדות על כ- 1.2% (לעומת 1.0% בחודש שעבר).

2010	2011	2012	2013	2014	2015	חודש אחרון	
2.7%	2.2%	1.6%	1.8%	-0.2%	-0.5%	0.2%	מדד המחירים לצרכן

### שיעור הריבית

**בנק ישראל הותיר את הריבית לחודש יולי 2015 ללא שינוי ברמה של 0.10%**. הגורמים העיקריים שהשפיעו על החלטת הבנק היו: ציפיות אינפלציה אשר נמצאות בתחום התחתון של היעד למרות עליה במדד בחודשים האחרונים, צפי להמשך צמיחה מתונה של המשק, המשך עליית מחירי הדירות והיקפים גדולים של עסקאות, ייסוף בשער השקל שנמשך גם החודש והמשך הרחבה מוניטרית בחלק מהמדינות.

חודש קודם	אחרון	
0.25%	0.10%	ריבית בנק ישראל
0-0.25%	0-0.25%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
0.05%	0.05%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

## כלכלה עולמית

- ❖ **גלובלי** – ה-OECD הפחית החודש את התחזיות לצמיחת התוצר והסחר העולמיים ב-2015 (3.1% לעומת 3.7% בתחזית הקודמת לגבי התוצר, 3.99% לעומת 4.6% לגבי הסחר), ובמידה מתונה יותר את התחזית ל-2016. שינויים דומים נערכו בתחזיות הבנק העולמי. הגורמים העיקריים להפחתה היו נתוני הצמיחה החלשים של הרבעון הראשון בארה"ב וההאטה בשווקים המתעוררים. מנגד, התחזיות לצמיחה באירופה וביפן עודכנו כלפי מעלה על רקע הסביבה המוניטרית הנוחה יחסית ומחירי האנרגיה הנמוכים. מחיר הנפט ירד החודש קלות לעומת סחורות אחרות אשר ירדו בחדות (מתכות ירדו במעל 7.0%).
- ❖ **אירופה** – מכירות קמעונאיות בגוש האירו עלו ב-0.7% באפריל, שיעור האבטלה ירד גם החודש (אם כי עדיין גבוהה ברמה של 11.1%). למרות כל הנתונים החיוביים, אין ספק שהמשבר ביוון תפס את מרכז תשומת הלב של המשקיעים החודש. בסופו של חודש מאוד דרמטי עם חוסר ודאות לגבי יכולתה של יוון לשלם את החוב לקרן המטבע הבינלאומי ב-30 ביוני ולהגיע לפשרה עם האיחוד האירופי, המדינה נכנסה באופן רשמי לחדלות פרעון. ביציאתה האפשרית של יוון מגוש האירו אין אסון אמיתי, אך התקדים שזה יכול להוות למדינות אחרות הוא הסכנה האמיתית. הבנק המרכזי של רוסיה ביצע לאחרונה את מה שהוא מכנה "ניקיון יסודי של המערכת הפיננסית". מתחילת 2014 החליטה נגידת הבנק על שלילת רישיונם של 128 מוסדות פיננסיים, שלפי הטענה לא עשו מספיק להתמודד עם תופעות של הלבנת הון ונטלו סיכונים מיותרים.
- ❖ **ארה"ב** – האומדן האחרון של הצמיחה ברבעון הראשון הצביע על התכווצות של 0.2%, לעומת ההערכה הקודמת שעמדה על ירידה של 0.7%. ברבעון השני צפויה התאוששות לקצב של 2.0%. משיבת הפד האחרונה עולה שתוואי הריבית נמוך מהתוואי הקודם, אם כי עדיין צפויה העלאת ריבית ב-2015. בהודעת הריבית הודיע הבנק המרכזי של ארה"ב כי הכלכלה התרחבה באופן מתון, לאחר התכווצות בחורף, וכי הריבית תעלה כאשר הבנק יהיה בטוח שהאינפלציה בדרך ליעד שהוצב. גינת ילן הדגישה כי אין משמעות למועד העלאת הריבית הראשונה, מכיוון שהמדיניות תיוותר מרחיבה לזמן ממושך. הערכות חברי הפד, המכונות "Dot-Plot", הצביעו על כך שבכירי הבנק מעריכים שעד סוף 2015 תעמוד הריבית על כ-0.6%. משמעות הדבר - שתי העלאות ריבית עד סוף השנה.
- ❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – ביפן, מדדי האמון ממשיכים להצביע על התרחבות בפעילות ומדד הייצור בלט לטובה עם עליה של 1.2% באפריל. הבנק המרכזי של סין חתך החודש את הריבית ב-25 נקודות בסיס ל-4.85%, בפעם הרביעית מאז נובמבר 2014, על מנת להאיץ את הכלכלה המאטה. בנוסף, הבנק המרכזי גם הוריד את הריבית על הפקדונות ב-25 נקודות בסיס ל-2%. ב-10 במאי חתך הבנק לאחרונה את הריבית, ל-5.1%, ואת ריבית הפקדונות ל-2.25%.

חודש חסר תקדים עבר על שוק ההון הישראלי. כל אפיקי ההשקעה (ללא יוצא מן הכלל) רשמו ירידה של למעלה מ- 2.5% בחודש האחרון. לא זכור לנו חודש שבו כל אפיקי ההשקעה בישראל ובחו"ל, לרבות מט"ח ירדו בצורה חדה יחסית וללא גורם מאזן כלשהו. גם בתקופות המשבר הגדולות ביותר בהיסטוריה, כששוקי המניות ירדו בחדות, נרשמה עליה מאזנת בנכסים הבטוחים או במטבעות שנחשבו ככרית בטחון. בין הגורמים העיקריים לתוצאה בחודש יוני, ניתן למנות את המשבר ביוון שקשה בשלב זה לאמוד את השפעתו, ואת התבטאויותיהם של ראשי בנק ישראל בקשר להלאות ריבית צפויות בישראל, מבלי לסייג ולהדגיש שהעלאת ריבית בישראל תבוא רק לאחר צפי לעליה באינפלציה כתוצאה מהעלאות ריבית בארה"ב.

### שוק המניות

חודש יוני נעל בירידות חדות ברוב המוחץ של מדדי המניות. מדד ת"א 25 סיים את החודש בירידה של 2.3% ומדד ת"א 75 ירד בקרוב ל- 4.0%. בדומה לשווקי המניות בעולם. שוק המניות בארץ הושפע החודש בעיקר מהמשבר ביוון אשר הטיל צל על השווקים הגלובליים החודש. מהשוואת מכפילי הרווח של המדדים השונים אל מול התשואות הנמוכות של אגרות החוב עולה כי אפיק המניות הוא עדיין האפיק המומלץ שיכול לתת תשואה הולמת לסיכון הגלום בו. בשלב זה אנו מעדיפים את השוק המקומי ואת המניות במדינות שבהן מיושמת מדיניות מוניטרית מרחיבה כגון מדינות גוש האירו.

2010	2011	2012	2013	2014	YTD	חודש אחרון	
15.8%	-18.2%	9.2%	12.1%	10.20%	12.55%	-2.33%	מדד ת"א 25
15.7%	-25.9%	4.8%	24.7%	-9.81%	2.94%	-3.99%	מדד ת"א 75
19.7%	-25.7%	21.6%	35.7%	-11.54%	12.86%	-3.65%	מדד יתר 50
12.1%	0.0%	13.4%	29.6%	11.39%	0.20%	-2.10%	מדד S&P 500
-5.9%	-17.8%	13.8%	14.7%	1.20%	8.83%	-4.10%	מדד DJ Euro Stoxx50

### שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים עלתה החודש לרמה של 2.335%, לעומת 2.095% בסוף החודש הקודם. בהודעה שהתלוותה להחלטת הריבית האחרונה של הפד, נרמז שהריבית עלולה לעלות פעמיים ב- 2015. לנוכח התשואות הנמוכות וההערכות לתחילת העלאות ריבית בארה"ב במהלך השנה, אנו עדיין ממליצים על משקל חסר משמעותי בחשיפה לאגרות חוב ממשלת ארה"ב.

אגרות החוב המקבילות של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0324) נסחרות בסוף חודש יוני בתשואה לפדיון של 2.35%, עליה חדה מחודש מאי. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית עבר לטריטוריה חיובית החודש בעקבות עליית התשואות החדה באגרות חוב בארץ. לדעתנו, גם לאחר עליית התשואות החודש, לא מומלץ להשקיע באגרות חוב ממשלתיות מעבר למח"מ השוק.

# סקירה כלכלית

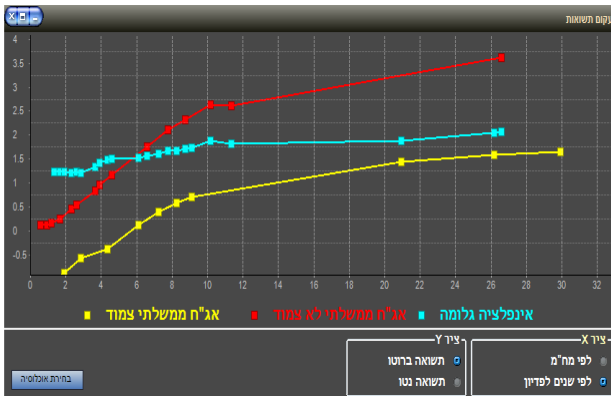
יוני 2015

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש יוני 2015, הינן ברמה של 1.2% בטווח הקצר וכ- 1.7% בטווחים הארוכים יותר. אנו עדיין מעדיפים את האפיק הצמוד על-פני האפיק השקלי בטווחים הקצרים והבינוניים.

# סקירה כלכלית

יוני 2015

שוק אגרות החוב הקונצרניות ירד בחודות החודש. מדד התל-בונד 20 ירד בחודש יוני ב- 3.23% ותל-בונד 40 ירד ב- 2.43%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש יוני על כ- 189 נקודות בסיס בתל-בונד 20 ו- 157 נקודות בתל-בונד 40 (עליה לעומת סוף חודש קודם). באפיק הקונצרני, אנו ממליצים על השקעה סלקטיבית באגרות חוב שנותנות תמורה הולמת לסיכונים האשראי של החברה (יש אג"ח כאלה, במיוחד אחרי פתיחת מרווחים ביוני).



תשואות לפדיון			
חודש קודם	סוף החודש	מח"מ	
0.08%	0.14%	1 שנה	מקמ לשנה
1.72%	2.35%	7.6 שנים	ממשלתי שקלי 0324
-0.82%	-0.34%	4.1 שנים	ממשלתי צמוד 1019
2.095%	2.335%	7.5 שנים	אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
0.97%	1.55%	4.7 שנים	תל בונד 20
2.24%	2.63%	3.5 שנים	תל בונד שקלי

## שוק המט"ח

לאחר עליה קלה בחודש מאי, הדולר ירד בחודות אל מול השקל החודש, ירידה של 2.76%, רבות הודות להתבטאות של נגידת בנק ישראל שהעריכה כי ריבית בנק ישראל עשויה לעלות ל- 1.25% עד סוף 2016. האירו נחלש גם כן ב- 0.72%. אנו ממשיכים להעריך כי מי שיתן את הטון הינו הבנק המרכזי האמריקאי ולא בנק ישראל, אם כי מהלך ההתחזקות של הדולר צפוי להיתקל בקשיים ובתיקונים ניכרים, כפי שאנו רואים מתחילת שנה זו.

2010	2011	2012	2013	2013	2014	YTD	חודש	שער אחרון	
-6.0%	7.7%	-2.3%	-7.0%	-7.0%	12.04%	-3.09%	-2.76%	3.769	שער שקל/דולר
-12.9%	6.5%	-0.4%	-2.8%	-2.8%	-1.20%	-10.69%	-0.72%	4.219	שער שקל/אירו

### אופציות מעו"ף

אופציות מעו"ף לחודש יוני פקעו ב- 1669.54 נקודות. פקיעה זו שיקפה ירידה חודשית של 0.83%. סטיית התקן החודש נותרה גבוהה יחסית לחודשים האחרונים (13% בערב הפקיעה) ולהערכתנו גובר הסיכוי למימוש בחודשים הבאים. האסטרטגיה החודש הניבה תשואה שלילית של 1.11%. בימים שלאחר הפקיעה ראינו עליה ניכרת בסטיית התקן הגלומה באופציות שעלתה ל- 16% ומבחינתנו מדובר בנורת אזהרה של ממש שמחייבת התנהלות זהירה ושילוב הגנות על המקטע המנייתי.

### אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

אנו ממשיכים להיות חיוביים בנוגע לשוק המניות בישראל, אולם מזהים חולשה מתגברת במומנטום של השוק העולמי. האסטרטגיה המומלצת החודש הינה כתיבת פוט 1700 לצד רכישת מרווח פוטים יורד מ- 1650 - 1550. היה והשוק יגיע ל- 1580, כתלות של משך הזמן שנותר לפקיעה וסטיית התקן שתהיה גלומה באופציות באותה נקודת זמן, תישקל הפיכת המרווח לפרפר סגור שליבתו 1540 כאמור. אסטרטגיה ללא עלות (אין רכישת קול בכסף).

### גרף אסטרטגיה מומלצת:

