

### פעילות ריאלית

**המדד המשולב** למצב המשק לחודש מאי ירד ב- 1.8%. לנוכח ייחודו של משבר הקורונה, אין להסיק מעוצמת הירידה במדד לגבי העוצמה המדויקת של הירידה בפעילות, ובפרט לא לגבי העוצמה היחסית בין החודשים השונים. ירידת המדד המשולב משקפת ירידה חדה במרבית הרכיבים ובראשם יבוא התשומות לייצור בחודש מאי ומדד הייצור התעשייתי ומדדי הפדיון של המסחר והשירותים באפריל. מנגד, שיעור המשרות הפנויות התאושש מעט לאחר הירידה החדה בו בין פברואר לאפריל.

**שיעור האבטלה** בגילאי העבודה העיקריים (25-64) במאי עמד על 3.3%, לעומת 3.0% בחודש הקודם.

**יש לשים לב שהעובדים שבחל"ת אינם כלולים בתוך שיעור האבטלה.**

### תקציב הממשלה

בחודש מאי נמדד גירעון בפעילותה התקציבית של הממשלה בסך של 17.9 מיליארד ₪, לעומת גרעון תקציבי של 1.0 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בחודשים ינואר-מאי נמדד גרעון בסך 46.2 מיליארד ₪, לעומת גירעון בסך 15.1 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הגרעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים (יוני 2019 – מאי 2020) עמד על 6.0% מהתמ"ג. סך גביית המסים בחודש מאי הסתכמה בכ- 22.4 מיליארד ₪. סך גביית המסים מתחילת שנת 2020 הסתכמה ב-124.6 מיליארד ₪, קיטון נומינלי של 7.8% לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

### אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש מאי) ירד ב-0.3% בהשוואה לאפריל 2020. בשניים עשר החודשים האחרונים (מאי 2020 לעומת מאי 2019) ירד מדד המחירים לצרכן ב-1.6%.

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	חודש אחרון	מדד המחירים לצרכן
-0.2%	-1.0%	-0.2%	0.4%	0.8%	0.6%	-0.7%	-0.3%	

### שיעור הריבית

**בנק ישראל החליט להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.1%.** משבר הקורונה הביא להתכווצות חסרת תקדים בהיקף הפעילות הכלכלית ולזינוק חד בספר דורשי העבודה. חטיבת המחקר של בנק ישראל מעריכה, בהנחה שלא יהיה גל תחלואה נוסף והחמרה מחודשת של המגבלות, שלאחר התכווצות משמעותית ב- 2020 תהיה צמיחה מהירה בתוצר ב-2021, אך שיעור האבטלה בתום 2021 צפוי להיות גבוה מזה שהיה ערב המשבר. נמשכת מגמת הירידה בסביבת האינפלציה. הציפיות לאינפלציה לטווח הקצר מצויות מתחת ליעד, בעוד הציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים מצויות בתוך היעד. השקל התחזק בחודש האחרון בכ- 0.3% במונחי השער הנומינלי אפקטיבי. במידה ושער החליפין יתייצב ברמות אלו, הדבר יקשה על התאוששות הייצוא, בייחוד לאור הירידה בביקוש העולמי, ועל חזרת האינפלציה לתחום היעד.

חודש קודם	אחרון	
0.25%	0.1%	ריבית בנק ישראל
0.25%	0.25%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
0.00%	0.00%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

### כלכלה עולמית

❖ **גלובלי** – חודש מעורב ותנודתי עבר על שוק המניות בחודש יוני. בסיכום חודשי עלה מדד המניות העולמי כ-2%, זאת על רקע העידוד ששואבים השווקים מצעדי הפד והבנקים המרכזיים בעולם אשר מצהירים בכל פעם שימשיכו לתמוך ככל הנדרש בשווקים. בחצי השנה הראשונה ירד שוק המניות העולמי בכ-7%. שוק המניות המקומי לעומת זאת אכזב בענק וירד בחודש זה כ-5%. בחצי השנה הראשונה שוק המניות המקומי ירד כ-18%. אגרות החוב קרסו החודש וירדו כ-3% בממוצע, זאת על רקע ההתממהות של הממשלה בטיפול במשבר הקורונה והתאוששות הכלכלה. מתחילת השנה ירדו מדדי האג"ח בשיעור ממוצע של כ-6.5%. קרן המטבע הבינלאומית הפחיתה כצפוי את תחזית הצמיחה הגלובלית, התוצר הגלובלי צפוי להתכווץ השנה בכ-4.9%, קצב הצמיחה הגרוע ביותר מאז סוף שנות השלושים של המאה הקודמת.

❖ **אירופה** – האינפלציה בגוש האירו ירדה ל-0.1% במאי, זוהי הרמה הנמוכה ביותר מזה 4 שנים, הגורם העיקרי לירידה באינפלציה הייתה הירידה במחירי האנרגיה. הבנק המרכזי בגוש האירו כמעט הכפיל את תוכנית הרכישות שלו בעוד 600 מיליארד אירו ל-1.35 טריליון אירו סה"כ, זאת בנוסף לתוכנית הרכישות של כ-20 מיליארד אירו בחודש שתימשך לפחות עד יוני 2021. הבנק המשיך להדגיש שהוא יגלה גמישות בשיעור הרכישות ובהרכבו בהתאם לדרישות הנזילות של השווקים. הבנק התאים מטה את תחזיות הצמיחה, הוא צופה שהמדיניות הפיסקאלית והמוניטרית המרחיבה תוביל לצמיחה חזקה במחצית השנייה של השנה, אך יחד עם זאת הצמיחה צפויה לעמוד על מינוס 8.7% השנה, לפי הערכות הבנק רק לקראת סוף 2022 התוצר יחזור לרמתו ערב המשבר. גרמניה לא הסתפקה בהרחבה הפיסקאלית העצומה שביצעה לפני כחודשיים והודיעה על הגדלה בעוד 130 מיליארד אירו, הפחתה זמנית עד לסוף השנה של המע"מ מ-19% ל-16% ועוד סובסידיות ותמיכות שונות ברשויות ומשקי הבית. האיחוד האירופאי הגדיל את ההצעה הרשמית להקמת קרן סיוע למדינות בעקבות המשבר ל-750 מיליארד אירו, יחד עם זאת ההצעה טרם אושרה סופית עקב התנגדות של מספר מדינות חברות להתייחס לחלק מהסכומים כמענקים ולא כהלוואות. הפעילות הכלכלית בגוש האירו השתפרה משמעותית זה החודש השני ברציפות, על פי האומדן הראשוני מדד מנהלי הרכש עלה ל-47.5 נקודות ביוני, טוב מהצפי, המשך ההקלות בהגבלות ועלייה באופטימיות לגבי השנה הבאה היו התורמים העיקריים לשיפור בסנטימנט.

בבריטניה, הבנק המרכזי הגדיל את יעד תוכנית הרכישות שלו בעוד 100 מיליארד פאונד ל-745 מיליארד, בהתאם לצפי. במקביל הבנק הותיר את הריבית על 0.1%. למרות המדיניות המרחיבה מאוד של הבנק והממשלה, היציאה של בריטניה מההגבלות היא האיטית ביותר בהשוואה לכל המדינות המפותחות, הצפי הוא שבריטניה תרשום השנה את הפגיעה הכלכלית הקשה ביותר בהשוואה לכל מדינות ה-OECD, דבר אשר ימשיך להפעיל לחת לפיחות על הפאונד.

❖ **ארה"ב** – לאחר חודשיים של ירידה חריגה, במאי נוספו קרוב ל-2.5 מיליון משרות חדשות, הרבה יותר מההערכות המוקדמות שצפו ירידה נוספת של כ-7.5 מיליון, בעקבות זאת שיעור האבטלה ירד ל-13.3%, לעומת 14.7% באפריל. הבנק המרכזי הותיר את הריבית ללא שינוי והדגיש את התחייבותו להותירה ללא שינוי לזמן ממושך, הצפי הוא שהריבית לא צפויה לעלות לפחות עד סוף

2022, חברי הבנק צופים התכווצות בתוצר של 6.5% השנה ועלייה של רק 5% בשנה הבאה. בנוסף הפד ציין שימשיך בתוכנית הרכישות לפחות בקצב הנוכחי, קצב כגידול במאזן ירד מטריליון דולר לחודש ל-120 מיליארד. כמה ימים לאחר החלטת הריבית, הפד הודיע על שינוי בתוכנית המשנית שלו לתמיכה בשוק האג"ח הקונצרניות, במסגרת השינויים הרכישות יתבססו על גישה של מדדים ויאפשרו רכישה של כל האג"ח הקונצרניות של חברות אמריקאיות הקיימות בשוק המשני. האינפלציה בארה"ב במאי ירדה ל-0.1%, בעיקר בשל הירידה במחירי האנרגיה. אינפלצית הליבה ירדה ל-1.2%, זאת בשל המשך ירידה במחירי ההלבשה והרכבים ובמיוחד ירידה חדה במחירי התחבורה. נתוני הצריכה הפרטית הפתיעו לחיוב, סך המכירות הקמעונאיות במאי זינק ב-17.7%, או 12.4% בניכוי רכבים וחלפים, יותר מפי 2 מההערכות המוקדמות. במסגרת "מבחני הלחץ" השנתיים של הפד בארה"ב לבנקים המסחריים הפועלים במדינה, עודכנו התרחישים הפסימיים לקצב ההתאוששות הכלכלית לאחר משבר הקורונה. גם בתרחישים הללו ל-33 הבנקים המסחריים אשר נבחנו יש מספיק הון עצמי על מנת להתמודד עם ההפסדים, אשר יכולים להגיע בתרחיש הגרוע ביותר ל-700 מיליארד דולר, יחד עם זאת לחלקם בתרחיש החמור ביותר דרישות ההון הרגולטוריות עשויות להגיע קרוב מאוד למינימום של 4.5%, במקרה והרף ייחצה זה יחייב את אותם הבנקים לבצע מחיקות חוב. לכן, הפד הודיע, על מנת לא לדלל את מאגרי ההון של הבנקים, על מגבלות בחלוקת דיבידנדים לפחות עד הרבעון השלישי, כמו כן לא יתאפשר לבנקים המסחריים לבצע רכישה עצמית של מניות לפחות עד תחילת הרבעון האחרון השנה.

❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – בסין, מדד מנהלי הרכש לענף התעשייה במאי היה מעורב, מצד אחד המדד הכללי ירד קלות ל-50.6 נקודות, מצד שני החברות דיווחו כמעט על חזרה מלאה לפעילות במאי וגידול מהיר בייצור. במקביל, סנטימנט חברות השירותים המשיך להשתפר ל-53.6 נקודות. נתוני סחר החוץ היו חלשים כצפוי, הייצוא התכווץ ב-3.3% ב-12 החודשים האחרונים, אך הנתון היה טוב מהצפוי. הממשלה ממשיכה לתמרץ את האזרחים ע"י חלוקת שוברים לצריכה, הגדלת ההשקעה בתשתיות ובבנייה והגדלת האשראי בחברות. מדד הייצור התעשייתי ב-12 החודשים האחרונים עד מאי עלה ב-4.9% והמכירות הקמעונאיות ירדו ב-2.8%, נתונים משופרים בהשוואה לחודשיים האחרונים אבל עדיין נמוך מהצפוי, ההאטה בביקושים העולמיים מכבידה על הייצור והחשש של הצרכנים מהקורונה מקשה על הצריכה הפרטית.

### שוק המניות

חודש מעורב ותנודתי עבר על שוק המניות בחודש יוני. בסיכום חודשי עלה מדד המניות העולמי כ-2%, זאת על רקע העידוד ששואבים השווקים מצדעי הפד והבנקים המרכזיים בעולם אשר מצהירים בכל פעם שימשיכו לתמוך ככל הנדרש בשווקים. בחצי השנה הראשונה ירד שוק המניות העולמי בכ-7%. שוק המניות המקומי לעומת זאת אכזב בענק וירד בחודש זה כ-5%. בחצי השנה הראשונה שוק המניות המקומי ירד כ-18%.

**בהעדר אלטרנטיבות סולידיות ראויות, מניות אמורות להיות "המשחק היחיד בעיר". עד לסיום משבר הקורונה, משקיעי הערך יזדקקו לעצבים חזקים במיוחד, כפי שניתן לראות בתמחור המאוד גבוה של נגזרי מדדי המניות.**

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
10.2%	4.3%	-3.8%	2.75%	-3.04%	14.99%	-20.25%	מדד ת"א 35
-9.8%	-5.4%	17.3%	21.2%	-3.02%	40.30%	-14.91%	מדד ת"א 90
2.1%	-4.3%	5.6%	21.6%	-11.18%	24.05%	-7.14%	מדד MSCI
11.4%	-0.7%	9.5%	19.4%	-6.24%	28.88%	-4.04%	מדד S&P 500
1.2%	4.1%	0.7%	6.5%	-14.34%	24.78%	-13.65%	מדד DJ Euro Stoxx50

### שוק האג"ח

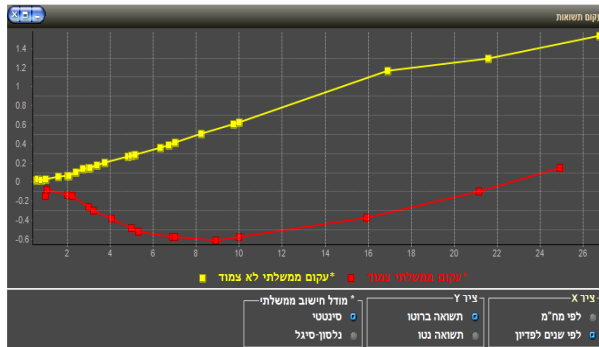
התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים עמדה בסוף החודש על 0.66%, לעומת 0.65% בסוף חודש מאי. על פי ציפיות הריבית המעודכנות של חברי הפד, נקודת שיווי המשקל המעודכנת אמורה להיות 2%, ועל זה כמו שכולנו מבינים, השוק אמר את דברו...  
**אנו מעריכים כי שוק אגרות החוב בארה"ב יצא מאיזון באופן מוחלט וממליצים שלא להיחשף כעת לשוק החוב האמריקאי, עד למציאת שיווי משקל חדש. על אף שברור לחלוטין שהעלאת ריבית אינה נראית באופק, יחס סיכוי סיכון לא מצדיק החזקת אג"ח ממשלתיות בתשואות כ"כ נמוכות.**

האג"ח המקבילה של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0330) נסחרה בסוף חודש יוני בתשואה לפדיון של 0.62%, לעומת 0.75% בסוף החודש הקודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית הינו חיובי ועומד על 4- נ"ב. לאור התשואות הנמוכות מאוד הגלומות באפיק זה, **אנו ממליצים לקצר מח"מ ל-3 שנים באפיק השקלי וגם את זה לייצר באמצעות מח"מ סינטטי. להערכתנו, גם תרחיש של הפחתת ריבית בישראל, ייצר אפקט מוגבל לירידת תשואות ברמת התמחור הנוכחית באפיק.**

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש יוני 2020, הינן ברמה שנתית של 0.8% שנתיים קדימה, כ-1.1% בטווח של 5 שנים וכ-1.7% בטווחים הארוכים. **אנחנו מפחיתים המלצתנו למשקל יתר לצמודים וממליצים על משקל שווה בין שקלים לצמודים תוך שמירה על מח"מ של 5 שנים באפיק זה.**

האפיק הקונצרני נסחר החודש במגמת ירידות חדות. מדד התל-בונד 20 ירד בחודש יוני בכ-3.51% ותל-בונד 40 ירד בכ-2.05%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש יוני על כ-229 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ-190 נקודות בתל-בונד 40.

**באפיק הקונצרני, אנו ממשיכים להמליץ על השקעה סלקטיבית באגרות חוב המעניקות תמורה הולמת לסיכוני האשראי של החברה. מכיוון שהעלאת ריבית אינה נראית באופק, אנו מרגישים בנח לתת משקל סגולי נמוך יותר למח"מ בתקופה הקרובה, ומשקל יחסי גבוה לאיכות האשראי של החברה.**



תשואות לפדיון			
חודש קודם	סוף החודש	מח"מ	
0.03%	0.02%	1 שנה	מקמ לשנה
0.75%	0.62%	9.32 שנים	ממשלתי שקלי 0330
0.65%	0.66%		אג"ח ארה"ב ל-10 שנים
1.01%	1.75%	4.91 שנים	תל בונד 20
3.73%	4.21%	3.84 שנים	תל בונד שקלי

### שוק המט"ח

הדולר נחלש החודש מול השקל בכ-1.03%, לעומת זאת האירו התחזק החודש מול השקל בכ-0.76%.  
אנו ממליצים להגדיל חשיפה לדולר ברמת 3.45-3.5 ולהפחית באופן משמעותי ברמת 3.83.

2015	2016	2017	2018	2019	YTD	חודש	שער אחרון	
0.3%	-1.5%	-9.83%	8.10%	-7.79%	0.29%	-1.03%	3.4660	שער שקל/דולר
-10.1%	-4.8%	2.69%	3.35%	-9.63%	0.12%	0.76%	3.8828	שער שקל/אירו

### אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש יוני פקעו ב-1356.83 נקודות הממד ובכך שיקפו ירידה חודשית חדה של 6.53%.  
סטיית התקן חזרה לעלות החודש לרמת 30% בסמוך למועד הפקיעה.  
האסטרטגיה החודשית הניבה תשואה שלילית של 6.23% לאחר שהקול הכתוב "הבשרני" שכתבנו במדד 1560 פקע מחוץ לכסף והניב תוספת תשואה חודשית של 0.3% במונחי נכס בסיס.

### אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

סטיית התקן הגלומה ממשיכה להיות גבוהה מאוד ביחס לתקופות נורמליות ואף עלתה החודש ומאפשרת לנו לנקוט באסטרטגיה דומה לחודש שעבר.

האסטרטגיה אם כן, תהיה covered call במרחק 8% מהכסף (אנו ממשיכים לקחת מקדם זהירות ומרחיקים את מיקום הכיסוי ב-2% נוספים ביחס לימי שגרה). בכל פקיעה נמוכה מ-8% עליה חודשית, צפויה האסטרטגיה לייצר תשואה עודפת של 0.5% ביחס לתשואת מדד המעו"ף.

## גרף אסטרטגיה מומלצת

