

פעילות ריאלית

המדד המשולב למצב המשק לחודש אפריל ירד ב-0.1%, המדדים לחודשים ינואר-מרץ עודכנו מטה לנוכח נתונים שפורסמו לחודשים אלו ובהם ירידה במדדי הפדיון למרץ וירידה בייצוא השירותים לפברואר. המדד המשולב הושפע לרעה מירידה חדה בייצוא הסחורות באפריל, ומירידה בהיקף הרכישות בכרטיסי אשראי ובשיעור המשרות הפנויות באותו חודש. את הירידה במדד מיתנו גידול בייצור התעשייתי במרץ, גידול של יבוא מוצרי הצריכה ותשומות הייצור באפריל.

שיעור האבטלה בגילאי העבודה העיקריים (25-64) באפריל עמד על 2.7%, ללא שינוי לעומת החודש הקודם.

תקציב הממשלה

בחודש אפריל נמדד גירעון בפעילות התקציבית של הממשלה בסך של כ-11.1 מיליארד ₪ לעומת גירעון תקציבי של כ-11.7 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. מתחילת השנה נרשם גירעון מצטבר של כ-7.2 מיליארד ₪ לעומת גירעון של כ-38.1 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הגירעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים עמד על כ-104.7 מיליארד ₪ ועמד על כ-5.1%- מהתוצר, הגירעון בנטרול דחיית גביית מסים בהיקף של כ-4.8 מיליארד ₪ מחודש אפריל לחודש מאי אשתקד, מוערך בכ-5.4% מהתוצר. סך גביית המיסים בחודש אפריל הסתכמה בכ-41.7 מיליארד ₪. סך גביית המסים מתחילת 2025 הסתכמה בכ-183.2 מיליארד ₪ לעומת כ-147.1 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד – גידול נומינלי של כ-24.5%.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש אפריל) עלה ב-1.1% בהשוואה למרץ 2025. מתחילת השנה עלה מדד המחירים לצרכן ב-2.1%. ב-12 החודשים האחרונים (אפריל 2025 לעומת אפריל 2024) מדד המחירים לצרכן עלה ב-3.6%. על פי נתוני המגמה לתקופה שבין ינואר 2025 – אפריל 2025, קצב העלייה השנתי של מדד המחירים לצרכן הגיע ל-3.0%.

חודש אחרון	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019
מדד המחירים לצרכן	1.1%	2.1%	3.2%	3.0%	5.3%	2.8%	-0.7%
							0.6%

שיעור הריבית

בנק ישראל החליט להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 4.5%. האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים עומדת על 3.6%, מעל הגבול העליון של היעד. החוזאים צופים שהתכנסות האינפלציה לתחום היעד תהיה מאוחרת יותר ממה שהעריכו לפני פרסום מדד אפריל. התוצר צמח ברבעון הראשון של 2025 ב-3.4% במונחים שנתיים. השקל התחזק מאז החלטת הריבית הקודמת בכ-2.3% במונחי השער הנומינלי האפקטיבי.

חודש קודם	אחרון	
4.50%	4.50%	ריבית בנק ישראל
4.50%	4.50%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
2.25%	2.25%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

כלכלה עולמית

❖ **גלובלי** – חודש מאוד חיובי עבר על שוק המניות במאי, זאת על רקע הסכמתו של טראמפ לדחיית הגזרות הקשות במכסים על סין, הגעה להסכם גם עם בריטניה וביקור במזרח התיכון שנועד להניב השקעות חדשות בכלכלה האמריקאית. בישראל, למרות חוסר הוודאות, החברות והבנקים הציגו עונת דוחות חיובית ושידרו אמון לציבור. בסיכום חודשי מדד המניות העולמי עלה כ-5.5%, אך הדולר נחלש כ-3.25%. שוק המניות המקומי המשיך להציג ביצועים יפים מתחילת השנה ועלה כ-6.5%. שוק האג"ח המקומי ירד כ-0.1%.

❖ **אירופה** – בגוש האירו, הצמיחה ברבעון הראשון של השנה הייתה חיובית והתוצר צמח בשיעור שנתי של כ-1.4%, מעל הצפי, בגרמניה הייתה צמיחה חיובית של 0.8%, בצרפת 0.5%, באיטליה 1.0% ובספרד 2.3%, אך חשוב לציין כי חלק מהצמיחה מוסברת על ידי הקדמת רכישות מצד חברות אמריקאיות לקראת עליית המכסים. האינפלציה באפריל נותרה על 2.2%, אך אינפלציית הליבה עלתה ל-2.7%, זאת בגלל התייקרות השירותים בתקופת הפסחא. סנטימנט החברות בגוש המשיך להיחלש גם במאי, מדד מנהלי הרכש ירד ל-49.5 נקודות, גרמניה וצרפת הובילו את הסנטימנט השלילי על רקע החששות ממדיניות המכסים המשתנה של טראמפ. גם בענפי השירותים נרשמה ירידה לרמה של 50 נקודות, רמה המעידה על התכווצות, בלטו החולשה בענף הנדל"ן והציפיות להאטה בענף התיירות.

בבריטניה, הבנק המרכזי הפחית את הריבית ב-0.25% לרמה של 4.25%, למרות שלא הייתה אחידות בעמדות חברי הועדה בנושא זה. ברבעון הראשון של השנה נרשמה צמיחה חזקה של 2.9% בשיעור שנתי, זאת בעקבות עלייה בייצור ובייצוא לקראת העלאת המכסים, עם דגש על ייצוא לארה"ב בתחום הרכב והציוד המכני. האינפלציה הפתיעה לרעה ועלתה לרמה של 3.5% באפריל.

❖ **ארה"ב** – התוצר בארה"ב התכווץ ברבעון הראשון על רקע החששות מהמכסים, גידול חריג ביבוא לצד צמצום בייצוא גרע כמעט 5% מהצמיחה הרבעונית, אך מנגד נרשם גידול מהיר במלאים בשל רצון של חברות להצטייד במוצרים לפני עליית המחירים. הצריכה הפרטית המשיכה להתרחב אבל בקצב מתון יותר. דוח התעסוקה האחרון הראה האטה, באפריל נוספו כ-170 אלף משרות חדשות בסקטור הפרטי, אבל נתוני החודשיים הקודמים עודכנו כלפי מטה בכ-50 אלף. שיעור האבטלה נותר יציב על 4.2%, קצב גידול השכר השעתי התמתן מעט ל-3.8%. המשרות הפנויות ירדו לכ-7 מיליון במרץ. מדד הליבה של מחירי ההוצאה לצריכה פרטית ירד ל-2.6% במרץ, כמעט הרמה הכי נמוכה מזה כ-4 שנים. על פי מדד מנהלי הרכש של מכון ISM סקטור השירותים עלה ל-51.6 נקודות, זאת בניגוד לענף התעשייה שמראה התכווצות. הבנק המרכזי הותיר את הריבית ללא שינוי בטווח של 4.25-4.50%, בהתאם לצפי. נגיד הפד ציין כי העלאת המכסים צפויה לגרום לעלייה באינפלציה, להאט את הצמיחה הכלכלית ולגרור עלייה באבטלה ולכן הבנק ימשיך לבחון את מדיניותו בהתאם לנתונים הבאים. Moody's הפחיתו לארה"ב את דירוג האשראי ל-Aa1, שנה לאחר שהורידה את אופק הדירוג לשלילי. הגורמים להחלטה: הגירעון הגבוה בשנים האחרונות, יחס חוב-תוצר שעלה על 100% והצפי להמשך גידולו, איומים פוליטיים סביב תקרת החוב ואי תשלום התחייבויות. נציין כי S&P הפחיתו את הדירוג של ארה"ב עוד ב-2011 ו-Fitch לפני כשנתיים. נתוני המכירות הקמעונאיות עלו 0.1% בלבד באפריל, אך מצד שני במרץ היה זינוק חד במכירות של כ-1.7%.

העלייה החריגה במרץ מיוחסת בין היתר להקדמת רכישות מצד משקי הבית בעקבות החשש מהתייקרויות בשל העלאת המכסים. סנטימנט משקי הבית ממשיך להיחלש, מדד אמון הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן במאי ירד לרמתו הנמוכה ביותר מזה כשלוש שנים. מדד המחירים לצרכן לאפריל היה נמוך מהצפי, האינפלציה השנתית ירדה לרמה של 2.3%, זאת בשל ירידה במחירי הטיסות והמלונות וירידה חדה במחירי המזון, בעיקר במחירי הביצים שבתחילת שנה קפצו בשל התפרצות שפעת העופות. מדד המחירים ליצרן ירד חדות בכ-0.5% באפריל וב-12 החודשים האחרונים עלה ב-2.4%, כאשר ללא מחירי המזון והאנרגיה המדד הציג ירידה של 0.1%, הירידה החודשית הראשונה מזה כחמש שנים. התקציב לשנה הפיסקאלית הבאה עבר בקושי רב על חודו של קול בודד את ההצבעה בבית הנבחרים וכעת עובר לסנאט ועל רקע המון שינויים שנוסחו ההצבעה עשויה לחזור מחדש לבית הנבחרים לאחר שינויים מצד הסנאט.

❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – בסין, האינפלציה נותרה שלילית על מינוס 0.1%, זאת בשל החששות מהשפעת המכסים ואי הוודאות סביב המשא ומתן עם ארה"ב, לכן הבנק המרכזי נקט בפעולה של הפחתת הריבית הקצרה בשיעור של 0.1% לרמה של 1.4%. כמו כן, יחס הרזרבה של הבנקים הגדולים הופחת בחצי נקודת האחוז, צעד שמקביל להורדת ריבית נוספת. הייצוא הכולל באפריל נותר כמעט ללא שינוי לעומת מרץ למרות שנרשמה ירידה ביבוא מארה"ב. לאחר הצמיחה המהירה ברבעו הראשון בהשפעת הייצוא המוגבר לארה"ב, הרבעון הנוכחי מראה האטה. במהלך 12 החודשים האחרונים עד לאפריל הואט קצב הגידול של הייצור התעשייתי והמכירות הקמעונאיות. החולשה בענף הנדל"ן נמשכת, התחלות הבנייה ירדו באפריל. הבנק המרכזי הוריד את הריבית הבנקאית לשנה ואת ריבית הייחוס למשכנתאות ב-0.1%. ביפן, הבנק המרכזי הותיר את הריבית ללא שינוי על 0.5% ועדכן את תחזית הצמיחה מטה ל-0.5% בלבד לשנה, זאת בשל חוסר הוודאות הנובע ממדיניות הסחר של ארה"ב. נגיד הבנק ציין כי יעלה את הריבית רק אם התנאים הכלכליים יאפשרו. האינפלציה נותרה ללא שינוי על 3.6% באפריל, צמצום הסובסידיות על מחירי האנרגיה לצד מחירי אורז מקומיים גבוהים הובילו לעלייה. בניכוי מחירי המזון והאנרגיה האינפלציה המשיכה להאיץ ל-3.0% (ול-3.5% ללא מחירי המזון).

שוק המניות

לאור רמות התמחור הגבוהות בשוק האמריקאי ועל רקע מלחמת הסחר המתחדשת ומתעצמת, אנו ממליצים לשמור על חשיפה מנייתית בינונית, לטובת ניצול הזדמנויות אפשרי, לצד הגדלת חשיפה הדרגתית לשוק המקומי ע"ח ארה"ב ל-50/50.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
מדד ת"א 35	14.99%	-10.95%	31.95%	-9.16%	3.81%	28.39%	12.81%
מדד ת"א 90	40.30%	18.06%	33.09%	-18.25%	4.27%	30.86%	9.70%
מדד MSCI	24.05%	14.33%	16.80%	-19.80%	20.09%	15.73%	4.54%
מדד S&P 500	28.88%	16.26%	26.89%	-19.44%	24.23%	23.31%	0.51%
מדד DJ Euro Stoxx50	24.78%	-5.14%	20.99%	-11.74%	19.19%	8.28%	9.61%

שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים עמדה בסוף החודש על 4.41%, לעומת 4.17% בסוף חודש אפריל. על פי ציפיות הריבית המעודכנות של חברי הפד, נקודת שיווי המשקל המעודכנת אמורה להיות 3.20% והשוק מגיב בהתאם.

לאחר החלטה שהוכיחה עצמה לקצר מח"מ, אנו חוזרים להאריך מח"מ בהדרגה מ-4 ל-5.5 שנים.

עליית תשואות t-10 ל- 4.6% תוביל אותנו להארכת מח"מ נוספת ל-8.5 שנים באפיק זה.

המקבילה של ממשלת ישראל ל-10 שנים נסחרה בסוף חודש מאי בתשואה לפדיון של 4.45%, לעומת 4.32% בסוף החודש הקודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית הינו חיובי ועומד על 4 נ"ב.

אנו ממליצים להאריך מח"מ ל-6 שנים.

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש מאי 2025 הינן ברמה שנתית של 1.9% לשנתיים קדימה, כ- 2.0% בטווח של 5 שנים וכ- 2.3% בטווחים הארוכים.

אנו ממליצים על איזון בין האפיק השקלי לצמוד בפרופורציות של 50/50. צמודים ושקלי במח"מ 6

האפיק הקונצרני נסחר החודש במגמה חיובית. מדד התל-בונד 20 עלה בחודש מאי בכ- 0.48% ומדד התל-בונד 40 עלה בכ-0.36%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עמד בסוף חודש מאי על כ- 81 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 97 נקודות בתל-בונד 40.

לאחר צמצום מרווחים משמעותי ביותר בשנה האחרונה, אנו ממליצים להימצא במשקל שוק באפיק זה ולהחזיק את מרבית התיק באג"ח בדירוגים גבוהים, כאשר כ-15% מהחשיפה לאפיק אנו ממליצים להחזיק בסדרות ספציפיות של חברות איכותיות בעלות תזרים יציב ומינוף נמוך כל עוד הריבית במשק עולה על 3%.



תשואות לפדיון			
מק"מ לשנה	מח"מ	סוף החודש	חודש קודם
מק"מ לשנה	1 שנה	4.29%	4.19%
אג"ח ממשלתי ל-10 שנים		4.45%	4.32%
אג"ח ארה"ב ל-10 שנים		4.41%	4.17%
תל בונד 20	5.68 שנים	3.13%	3.00%
תל בונד שקלי	3.31 שנים	5.43%	5.38%

שוק המט"ח

הדולר והאירו נחלשו החודש מול השקל בכ-3.27% וכ-3.63% בהתאמה. לאחר התחזקות משמעותית של השקל מול הדולר, בהתאם למגמה של הדולר מול סל המטבעות העולמי, לאחר שגבולות הגזרה נפרצו (3.55-3.73), ולאחר שהיינו פרו שקל עד לרמת 3.55 לאורך כל הסקירות האחרונות, אנו ממליצים להגדיל חשיפה לדולר ולבטל נטרולי מטבע עד לרמת 3.63. ללא הסלמה ביטחונית דרמטית בארץ ובעולם, יעדי המסחר של צמד המטבעות צפויים להתנהל בין 3.4-3.63.

	2020	2021	2022	2023	2024	YTD	חודש	שער אחרון	
שער שקל/דולר	-6.97%	-3.27%	13.15%	3.07%	0.55%	-3.54%	-3.27%	3.5180	
שער שקל/אירו	1.70%	-10.76%	6.62%	6.89%	-5.36%	5.09%	-3.63%	3.9898	

אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש מאי פקעו ב-2735.78 נקודות המדד, המשקפים עליה חודשית מדהימה (השלישית בגובהה בהיסטוריה של חודשי מאי) של 9.23% ביחס לפקיעת החודש הקודם. סטיית התקן עלתה מעט ביחס לחודש הקודם לרמת 16%. האסטרטגיה החודשית עלתה החודש ב-7.5% בלבד, לאחר שנאלצנו להתכסות על הכתיבה בסגירת השוק מעל מדד 2560 (השיא ההיסטורי הקודם), כפי שצינו בסקירה.

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

- אנו נמשיך באסטרטגיית כתיבת אוכף בכסף במדד 2730. הפרמיה החודשית המתקבלת הינה 5,000 ש"ח ונקודת האיזון של האסטרטגיה נמצאת במדד 2830. האסטרטגיה תוחלף לרכישת חוזים בהגעת השוק למדד 2670.

גרף אסטרטגיה מומלצת

