

### פעילות ריאלית

**המדד המשולב** למצב המשק עלה ב- 0.1% בחודש יוני. נתון זה משקף צמיחה בקצב מתון בדומה לרבעונים האחרונים. הנתונים רלוונטיים לתקופה שלפני תחילתו של מבצע "צוק איתן" ועדיין לא ניתן לאמוד מה יהיו השפעותיו הכלכליות של המצב הביטחוני. יצוא הסחורות (במונחים דולרים) ירד ב- 9% ברבעון השני על רקע העדר גידול בסחר העולמי. **שיעור האבטלה עלה ל- 6.3% בחודש יוני.**

### תקציב הממשלה

הגרעון בפעילות המקומית של הממשלה הסתכם מתחילת השנה בכ- 2.3 מיליארד ₪. נתון זה נמוך בכ- 4.5 מיליארד ₪ מהתוואי העונתי העקבי לתקרת הגרעון ל- 2014, זאת בגלל רמת הוצאות נמוכה יחסית. הכנסות ממיסים ביוני היו דומות ריאלית לרמה של יוני 2013. גם במקרה זה, עדיין מוקדם להעריך מה יהיו השפעותיו של מבצע "צוק איתן" על התקציב הן מבחינת עלות פיצויים והן מבחינת הוצאות ביטחון.

### אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (**מדד חודש יוני**) עלה ב- 0.3%, גבוה מעט מהתחזיות אשר צפו עליה של 0.2%. ב- 12 החודשים האחרונים, עלה המדד ב- 0.5%. **ציפיות האינפלציה השנתית הגלומות בשוק ההון**, נכון לסוף יולי 2014, עומדות על כ- 1.3% 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%	0.0%	0.3%	

### שיעור הריבית

**בנק ישראל הוריד את הריבית לחודש אוגוסט 2014 ב- 0.25% לרמה של 0.50%**. ההחלטה להפחית את הריבית עקבית עם מדיניות מוניטרית שנועדה להחזיר את האינפלציה אל תוך 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: ירידה בסביבת האינפלציה אל מתחת לגבול התחתון של היעד (האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים ירדה לרמה של 0.5%), אמנם הנתונים מצביעים על המשך צמיחה מתון במשק אך נתונים אלה נמדדו לפני ההחלטה במצב הביטחוני, המשך התחזקות השקל, הפחתה נוספת של תחזית הצמיחה על ידי קרן המטבע הבינלאומית.

חודש קודם	אחרון	
0.75%	0.50%	ריבית בנק ישראל
0-0.25%	0-0.25%	<b>ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב</b>
0.25%	0.15%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

## כלכלה עולמית

- ❖ **גלובלי** – החודש קרן המטבע הבין לאומית שבה והפחיתה ב- 0.3% את תחזיות הצמיחה והסחר העולמי ב- 2014. ההפחתה כוללת הן את השווקים המפותחים והן את המתפתחים. התחזיות ל- 2015 נותרו ללא שינוי. מחיר חבית נפט ירד החודש במעל 6% ומדד הסחורות ירד בכ- 4%.
- ❖ **אירופה** – ה- ECB לא שינה את המדיניות המוניטרית החודש אך חזר והדגיש את מחויבותו לריבית נמוכה לאורך זמן ועל נכונותו לעשות שימוש בכלי מדיניות בלתי שגרתיים בעת הצורך. החודש נמשכה החולשה באירופה כאשר נתוני הייצור אכזבו וההתאוששות בשוק התעסוקה מתונה מאוד (שיעור האבטלה נותר ברמה של 11.6%). המכירות הקמעונאיות ומדדי אמוץ הצרכנים, המהווים אינדיקציה לצריכה הפרטית, נחלשו החודש. וגם האינפלציה נותרה נמוכה החודש. בבריטניה רמת האבטלה נפלה החודש לרמתה הנמוכה ביותר מאז סוף 2008 – 6.5% (לעומת 6.6% בחודש הקודם).
- ❖ **ארה"ב** – קרן המטבע הבין לאומית הורידה החודש את תחזית הצמיחה של ארה"ב ב- 2014 ל- 1.7% מ- 2.0%. אך ההערכות גורסות כי נתוני הצמיחה השלילית ברבעון הראשון לא ישפיעו על קצב צמיחת התוצר בהמשך השנה, כך שהצמיחה ב- 2014 תסתכם בכ- 1.7%. הנתונים הראשוניים אשר פורסמו לגבי הצמיחה ברבעון השני תומכים בהערכות אלה כאשר על פי הנתונים, כלכלת ארה"ב צמחה ב- 4% (הצפי היה ל- 3.2%). הפדרל רזרב שוב קיצץ החודש כצפוי את רכישות האג"ח ב- 10 מיליארד דולר ל- 25 מיליארד דולר בחודש. הפד עדיין צופה קשיים בשוק העבודה ומציין שהסיכוי שהאינפלציה תמשיך להיות מתחת ליעד של 2% התמתנה. המגמה החיובית בפעילות העסקית בארה"ב נמשכת. ביוני נוספו 288 אלף משרות (גבוה מהצפוי) ושיעור האבטלה ירד ל- 6.1% (מ- 6.3%). עם זאת, על פי ההערכות חלק משיעור האבטלה הנמוך נובע מכך שמובטלים רבים הפסיקו לחפש עבודה.
- ❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – ביפן, נתוני הרבעון השני – אינפלציה גבוהה וצפי לצמיחה שלילית, מושפעים מהעלאת המע"מ בחודש אפריל. על פי ההערכות, הצמיחה המתונה תתחדש בהמשך השנה. בסין – נרשמה ברבעון השני צמיחה של 7.5% במונחים שנתיים, מעל לצפי ובהתאם ליעד של הרשויות. נראה שכרגע הממשל הסיני מצליח בתכניתו "להרגיע" את שוק הנדל"ן בלי לפגוע בצמיחה. ארגנטינה חדלה החודש לפרוע את החוב הריבוני שלה בפעם השנייה מאז 2001. דיונים של הרגע האחרון בין הממשלה והנושים למנוע חדלות פירעון העלו חרס ללא הצלחה להגיע לעסקה. במקביל לכך, סוכנות S&P העבירה את הדירוג של ארגנטינה ל"חדלות פירעון סלקטיבית", אחרי שהיא לא שילמה לבעלי האג"ח ריבית של 539 מיליון דולר שהם היו אמורים לקבל ב-30 ביולי.

### שוק המניות

חודש יולי ננעל במגמה מעורבת במדדי המניות המובילים עם נטייה לירידות. החודש כולו התנהל תחת עננת "צוק איתן" עם תנודתיות יחסית במדדי המניות. מדד ת"א 25 הצליח לסיים את החודש בעליה קלה של 0.30%. לעומת זאת, מדד ת"א 75 ירד בחודש יולי ב- 3.72% ומדד היתר 50 ירד בכ- 5.8%. גם החודש, מדד הביומד הוביל את הירידות, זהו החודש החמישי ברציפות עם ירידה של 8.37%. גם השווקים המובילים בעולם ירדו החודש והוסיפו לתחושת חוסר הוודאות אשר שררה בארץ. השווקים אשר הגיעו השנה לשיאים והמשיכו לעלות, הראו החודש, אולי לראשונה ב- 2014, סימנים של תיקון עתיד לבוא. דווקא השווקים המתפתחים הציגו חוסן החודש והתעלמו מהירידות במדינות המפותחות. בראיה גלובלית, אנו עדיין מעריכים ששוק המניות האמריקאי יתאושש כמצופה והינו השוק האטרקטיבי ביותר במונחי סיכון/סיכוי ומשכך, בטווח הארוך צפוי להניב ביצועים משופרים.

2009	2010	2011	2012	2013	YTD	חודש אחרון	
74.9%	15.8%	-18.2%	9.2%	12.1%	4.74%	0.30%	מדד ת"א 25
149.8%	15.7%	-25.9%	4.8%	24.7%	-3.88%	-3.72%	מדד ת"א 75
147.0%	19.7%	-25.7%	21.6%	35.7%	-4.91%	-5.79%	מדד יתר 50
23.5%	12.1%	0.0%	13.4%	29.6%	4.15%	-1.79%	מדד S&P 500
21.0%	-5.9%	-17.8%	13.8%	14.7%	-1.17%	-4.82%	מדד DJ Euro Stoxx50

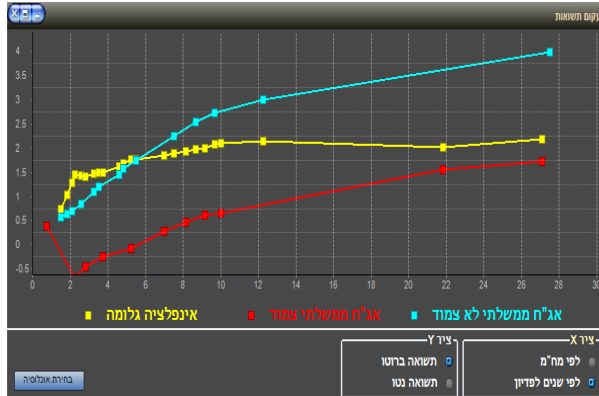
### שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים ירדה קלות החודש לרמה של 2.50%, לעומת 2.52% בסוף יוני. זוהי ירידה קלה אשר מסתדרת היטב עם הירידות במדדי המניות. 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 יולי בתשואה לפדיון של 2.58%, ירידה מסוף חודש יוני. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית המשיך להצטמצם גם החודש ל- 8 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 יולי 2014, הינן ברמה של 0.73% בטווח הקצר ו- 2.0%-1.3% בטווחים הבינוניים והארוכים. להערכתנו, ציפיות האינפלציה הגלומות משקפות את טווח האינפלציה הצפוי ולכן אין עדיפות מובהקת לאחד האפיקים (הצמוד והשיקלי).

שוק אגרות החוב הקונצרניות עלה קלות בחודש יולי. מדדי התל-בונד 20 ותל-בונד 40 עלו החודש ב- 0.43% וב- 0.43% בהתאמה. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש יולי על כ- 134 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 135 נקודות בסיס בתל-בונד 40 (ללא שינוי בתל בונד 20 וירידה בתל בונד 40 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		מח"מ	
חודש קודם	סוף החודש		
0.69%	0.55%	1 שנה	מקמ לשנה
2.65%	2.58%	7.4 שנים	ממשלתי שקלי 0323
-0.08%	-0.04%	4.9 שנים	ממשלתי צמוד 1019
2.52%	2.50%	7.5 שנים	אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
1.26%	1.30%	4.5 שנים	תל בונד 20
2.33%	2.17%	3.0 שנים	תל בונד שקלי

### שוק המט"ח

החודש הדולר שוב נחלש ב- 0.26% אל מול השקל. האירו ירד החודש בחדות ב- 2.22%. התיסוף של השקל החודש מפתיע במיוחד על רקע מבצע "צוק איתן" וחוסר הוודאות הביטחונית. למרות זאת, 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.

שנה	2009	2010	2011	2012	2013	YTD	חודש	שער אחרון	
שער שקל/דולר	-0.7%	-6.0%	7.7%	-2.3%	-7.0%	-1.21%	-0.26%	3.429	
שער שקל/אירו	2.7%	-12.9%	6.5%	-0.4%	-2.8%	4.02%	-2.22%	4.589	

### אופציות מעו"ף

אופציות מעו"ף לחודש יולי פקעו ב- 24 לחודש לפי מדד 1402.37. פקיעה זו שיקפה עליה חודשית של 0.96% ביחס לפקיעת חודש יוני. החודש ראינו התנהגות היסטורית בשוק, כאשר על אף הלחימה, לראשונה בתולדות המסחר בישראל, הדולר לא התחזק ביחס לשקל וסטיות התקן המגלמות את מפלס הפחד בשוק לא עלו (עלו מעט למשך ימים ספורים). התנודתיות בשוק ממשיכה להיות מאוד נמוכה, כאשר הסטיות אף יורדות ונמצאות שוב בשפל היסטורי.

ללא ספק, נכון לעכשיו ניתן לומר ששוק הנגזרים משקף כבר חמישה חודשים ציפייה לטווח מסחר צר, יציב ובעל תנודתיות מאוד נמוכה.

האסטרטגיה החודש הניבה תשואה חיובית של 0.77%.

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.

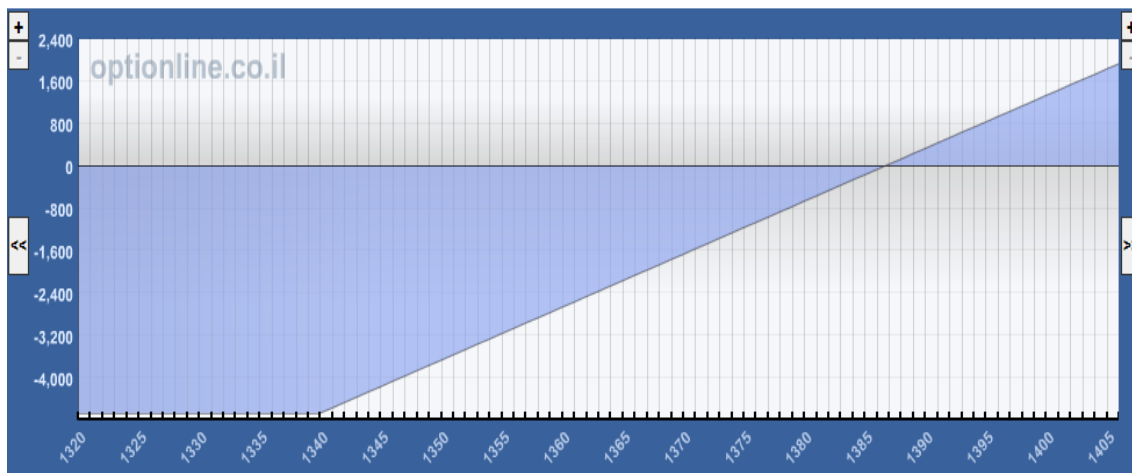
### אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

לאור רמת התמחור הזולה של הגנה על תיק ההשקעות, לאור העובדה שמדד המעו"ף הצליח לשבור את שיאו ההיסטורי ולהתבסס מעליו, האסטרטגיה המומלצת הינה רכישת חוזה סינטטי עם הגנות מחוץ 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 0.14% במונחי תשואה.

(האסטרטגיה חוזרת על עצמה חודש שלישי ברציפות, משום שהשוק מצוי בנקודת שיווי משקל תקופתית, ללא שינויים ניכרים בשערי המדד).

### גרף אסטרטגיה מומלצת:



הערה: לאור גל העליות 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. שבירה נוספת גם של אזור מסחר זה ונוכל להעריך בזהירות שהשוק בשל לתיקון עמוק יותר.