

### פעילות ריאלית

**המדד המשולב** למצב המשק לחודש אפריל ירד ב- 0.33%, בהמשך לירידה בחודש מרץ. במהלך מרץ החמיר בחדות משבר הקורונה, והחל באמצעו של אותו חודש הושבת חלק ניכר מפעילותו של המשק. ירידת המדד חודשיים ברציפות משקפת את הירידה החדה בפעילות המשק, אך לנוכח ייחודו של המשבר, אין להסיק מעוצמת הירידה במדד לגבי העוצמה המדויקת של הירידה בפעילות חודשיים האחרונים. ירידת המדד המשולב משקפת ירידה חדה במרבית הרכיבים, ובראשם ירידה ביבוא מוצרי הצריכה באפריל, וירידה חדה בפדיון ענפי השירותים ובייצור התעשייתי במרץ. את הירידה מיתנו ייצוא הסחורות, אשר ירד בשיעור מתון יחסית ליתר האינדיקטורים ויבוא התשומות לייצור שעלה.

**שיעור האבטלה** בגילאי העבודה העיקריים (25-64) באפריל עמד על 3.3%, לעומת 3.4% בחודש הקודם.

### תקציב הממשלה

בחודש אפריל נמדד גירעון בפעילות התקציבית של הממשלה בסך של 14.9 מיליארד ₪, לעומת גרעון תקציבי של 4.9 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בחודשים ינואר-אפריל נמדד גרעון בסך 28.3 מיליארד ₪, לעומת גירעון בסך 14.2 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הגרעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים (מאי 2019 – אפריל 2020) עמד על 4.8% מהתמ"ג. סך גביית המסים בחודש אפריל הסתכמה בכ- 21.2 מיליארד ₪. סך גביית המסים מתחילת שנת 2020 הסתכמה ב-102.1 מיליארד ₪, קיטון נומינלי של 4.0% לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

### אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש אפריל) ירד ב-0.3% בהשוואה למרץ 2020. בשניים עשר החודשים האחרונים (אפריל 2020 לעומת אפריל 2019) ירד מדד המחירים לצרכן ב-0.6%.

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	חודש אחרון	מדד המחירים לצרכן
-0.2%	-1.0%	-0.2%	0.4%	0.8%	0.6%	-0.4%	-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. התהליך ההדרגתי של הסרת המגבלות שהטילה הממשלה על תנועה ופעילות בא לידי ביטוי גם בפעילות הכלכלית במשק, אולם הפגיעה הכלכלית היא משמעותית וצפויה להיות מתמשכת. 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, בפרט על רקע הירידה במחירי האנרגיה. הציפיות לאינפלציה לטווח הקצר מצויות מתחת ליעד, בעוד הציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים מצויות בתוך היעד. השקל התחזק מאז החלטת הריבית הקודמת בכ- 2.2% 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 חיובי אך תנודתי עבר על שוק המניות בחודש מאי. בסיכום חודשי עלה מדד המניות העולמי כ-4%, זאת על רקע הניסיונות לחזרה לשגרה ברחבי הגלובוס והמשך תמיכת הבנקים המרכזיים בכלכלה בכל מחיר. שוק המניות המקומי לעומת זאת אכזב וירד בחודש זה כ-1% בממוצע. אגרות החוב עלו כ-0.7% בממוצע אף הן.

❖ **אירופה** – נתוני הצמיחה הראשוניים בגוש האירו לרבעון הראשון היו מזעזעים, התוצר התכווץ ב-14.5% בשיעור שנתי, חלש מהצפי והרבעון הגרוע ביותר מאז הקמת גוש האירו. איטליה וצרפת פרסמו אומדנים להתכווצות של קרוב ל-20% בשיעור שנתי, הגרוע ביותר מאז מלחמת העולם השנייה. נתוני הצמיחה הראשוניים ברבעון הראשון בגרמניה היו גרועים כצפוי והראו ירידה של כ-8.6% בשיעור שנתי בתוצר, הנתון הגרוע ביותר מאז הרבעון הראשון של 2009. שיעור האבטלה בגוש האירו בסוף הרבעון רשם עלייה ל-7.4%, הסיבה נעוצה ב"מייצבים האוטומטיים" בכל אירופה, מנגנונים הדואגים לכך שכ-30 מיליון עובדים ב-5 הכלכלות הגדולות מקבלים תשלומים ישירים מהמדינה או שהמעסיקים מקבלים סבסוד חלקי של השכר עבורם. לנוכח, נתוני הצמיחה החלשים, הבנק המרכזי התחייב להמשיך במדיניות המרחיבה לזמן ממושך ולגלות גמישות בתוכנית הרכישות שלו. מדד מנהלי הרכש הראשוני בגוש האירו למאי הצביע על שיפור בהשוואה לשפל של אפריל, המדד עלה ל-30.5 נקודות לעומת 13.6 נקודות באפריל. ראשי ממשלות צרפת וגרמניה הגיעו להסכמה עקרונית על תוכנית להנפקת אג"ח משותפות לכל מדינות האיחוד האירופי, זאת במטרה להקים קרן חילוץ בסך של כ-500 מיליארד אירו, המהווים כ-4% מהתוצר של האיחוד, שתסייע למדינות להתאושש מהמגפה.

בבריטניה, הבנק המרכזי הותיר כצפוי את הריבית ללא שינוי על 0.1% ואת תוכנית רכישות האג"ח הממשלתיות והקונצרניות על 645 מיליארד פאונד. במקביל הבנק פרסם את תחזיותיו והוא צופה צמיחה שלילית של כ-4% ברבעון הראשון, אך כמינוס 25!!! אחוזים ברבעון השני, לכן הצמיחה השנתית תעמוד על מינוס 14%, הגרועה ביותר מאז 1706! יחד עם זאת, יש צפי להתאוששות מהירה לאחר ההקלה בהגבלות, בחלקה כתוצאה מהצעדים המוניטריים והפיסקאליים המרחיבים.

❖ **ארה"ב** – האומדן הראשוני לתוצר בארה"ב ברבעון הראשון שפורסם היה התכווצות של כ-4.8% בשיעור שנתי, מעט נמוך מהצפי והרבעון הגרוע ביותר מאז הרבעון האחרון של 2008 שעמד על מינוס 8.4%. הצריכה הפרטית הריאלית למרץ ירדה בשיעור ניכר של כ-7.2%, ההכנסה הריאלית ירדה בשיעור מתון יותר של כ-1.2%, לכן נרשם זינוק בשיעור החיסכון של משקי הבית. ענפי התעשייה נפגעו בשיעור מתון יותר, מדד מנהלי הרכש של מכון ISM ירד ל-41.5 נקודות באפריל, נתון חלש אך

יותר טוב מההערכות המוקדמות. ההשבתה בארה"ב גרמה כצפוי לפיטורים החודשיים העצומים ביותר בהיסטוריה של המדינה, כ-20.5 מיליון משרות קוצצו במהלך חודש אפריל, מהלך שמחק את כל המשרות שנוספו ב-9 השנים האחרונות, בעקבות כך שיעור האבטלה זינק ל-14.7%, הרמה הגבוהה ביותר מאז שנות השלושים. נתוני המכירות הקמעונאיות לאפריל היו מזעזעים עם ירידה של כ-16%, הנתון הגרוע ביותר מאז שהחלו להתפרסם נתונים בשנות התשעים. לאחר הירידה החדה במרץ-אפריל, מדד אמון הצרכנים עלה קלות ל-73.7 נקודות, הסיבה נעוצה בסיוע של הממשל. נגיד הפד הזהיר כי ייתכן והתכווצות התוצר השנה תהיה חדה יותר מההערכות המוקדמות והאבטלה כנראה תעלה עוד לכיוון ה-25%, לכן דבריו הוא חיזק את כוונת הבנק להשתמש בכל הכלים העומדים לרשותו כדי לתמוך, אך שלל את כוונת הבנק להציג ריבית קצרה שלילית. מנהיגי המפלגה הדמוקרטית בבית הנבחרים העבירו טיוטת חוק שתגדיל את ההוצאה התקציבית בכ-3 טריליון דולר נוספים, אך ישנה התנגדות של הנציגים במפלגה הרפובליקנית למהלך הזה. האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים ירדה ל-0.3%, כאשר ירידה במחרי האנרגיה לצד הירידה במחרי התחבורה ובמחרי ההלבשה וההנעלה היו הגורמים המרכזיים לכך. אינפלציית הליבה ירדה ל-1.4%.

❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – בסין, נתוני סחר החוץ היו מעודדים עם גידול של כ-3.5% בייצוא בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, חלק ניכר מהגידול כנראה מיוחס לעיכוב בהזמנות ומשלוחים שנוצרו לאחר ההשבתה של מרבית החברות היצרניות במדינה במהלך פברואר-מרץ, בנוסף באפריל חלה עלייה בייצוא של ציוד מגן רפואי מסין לשאר העולם. יבוא הסחורות קטן ב-14.2% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, בעיקר בשל הירידה במחרי הסחורות. הייצור התעשייתי בסין ממשיך להתאושש עם עלייה של כ-3.9% באפריל בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. המכירות הקמעונאיות מתאוששות לאט יותר עם ירידה של כ-7.5% באפריל בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, יחד עם זאת זהו נתון המראה על שיפור בהתחשב בכך שעמד על מינוס 16% במרץ. הבנק המרכזי בסין הציג יעד חדש לבנקים המסחריים להגדיל את האשראי לעסקים קטנים ובינוניים בעוד כ-40% כבר השנה, מכיוון שרוב הבנקים המסחריים הינם בבעלות ממשלתית חלקית או מלאה, סביר שהם יצליחו לעמוד ביעד זה. הממשלה הכריזה על הרחבה פיסקאלית נוספת שתמומן ע"י הנפקת אג"ח ממשלתיות מיועדות. ביפן, התוצר התכווץ בכ-3.4% בשיעור שנתי ברבעון הראשון, נתון טוב בהשוואה למרבית הכלכלות הגדולות בעולם, יחד עם זאת, בניגוד לרוב המדינות באסיה, יפן החלה להגביל את הפעילות במשק רק בתחילת אפריל. הממשלה הציגה תוכנית הרחבה פיסקאלית יוצאת דופן שמוערכת בכ-20% מהתוצר, יחד עם זאת חלק ניכר מהתוכנית מהוות הלוואות ולא הזרמה ישירה. הבנק המרכזי ביפן הודיע על תוכנית שבאמצעותה בנקים מסחריים יתנו הלוואות בריבית אפס לעסקים קטנים ובינוניים שנפגעו מהמגפה ובתמורה יקבלו ערבות מהבנק המרכזי על ההלוואה עד ל-100% בתנאים מסוימים, וריבית של 0.1% על הפקדונות בבנק המרכזי (במקום מינוס 0.1%) על סכום השווה להלוואות שנתנו. בנוסף, הבנק הגדיל שוב את שיעור הרכישות הישירות שלו של אג"ח קונצרניות של חברות גדולות.

### שוק המניות

חודש חיובי אך תנודתי עבר על שוק המניות בחודש מאי. בסיכום חודשי עלה מדד המניות העולמי כ-4%, זאת על רקע הניסיונות לחזרה לשגרה ברחבי הגלובוס והמשך תמיכת הבנקים המרכזיים בכלכלה בכל מחיר. שוק המניות המקומי לעומת זאת אכזב וירד בחודש זה כ-1% בממוצע. 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%	-15.92%	מדד ת"א 35
-9.8%	-5.4%	17.3%	21.2%	-3.02%	40.30%	-10.23%	מדד ת"א 90
2.1%	-4.3%	5.6%	21.6%	-11.18%	24.05%	-9.87%	מדד MSCI
11.4%	-0.7%	9.5%	19.4%	-6.24%	28.88%	-5.77%	מדד S&P 500
1.2%	4.1%	0.7%	6.5%	-14.34%	24.78%	-18.56%	מדד DJ Euro Stoxx50

### שוק האג"ח

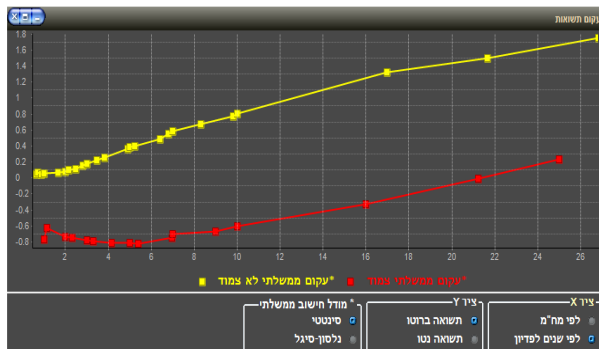
התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים עמדה בסוף החודש על 0.65%, לעומת 0.64% בסוף חודש אפריל. על פי ציפיות הריבית המעודכנות של חברי הפד, נקודת שיווי המשקל המעודכנת אמורה להיות 2%, ועל זה כמו שכולנו מבינים, השוק אמר את דברו...  
אנו מעריכים כי שוק אגרות החוב בארה"ב יצא מאיזון באופן מוחלט וממליצים 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 מאי בתשואה לפדיון של 0.75%, לעומת 0.84% בסוף החודש הקודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית הינו חיובי ועומד על +10 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 סינטיטי. 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 מאי 2020, הינן ברמה שנתית של 0.9% שנתיים קדימה, כ-1.0% בטווח של 5 שנים וכ-1.5% 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 במגמה חיובית. מדד התל-בונד 20 עלה בחודש מאי בכ- 0.73% ותל-בונד 40 עלה בכ- 0.80%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש מאי על כ- 173 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 158 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 בנה לתת משקל סגולי נמוך יותר למח"מ בתקופה הקרובה, ומשקל יחסי גבוה לאיכות האשראי של החברה.



תשואות לפדיון		מח"מ	
חודש קודם	סוף החודש		
0.05%	0.03%	1 שנה	מקמ לשנה
0.84%	0.75%	9.40 שנים	ממשלתי שקלי 0330
0.64%	0.65%		אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
1.67%	1.01%	4.99 שנים	תל בונד 20
4.18%	3.73%	3.86 שנים	תל בונד שקלי

### שוק המט"ח

הדולר והאירו התחזקו החודש מול השקל בכ-0.06% וכ-1.23% בהתאמה. אנו ממליצים להגדיל חשיפה לדולר ברמת 3.5-3.45 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%	1.33%	0.06%	3.5020	שער שקל/דולר
-10.1%	-4.8%	2.69%	3.35%	-9.63%	-0.64%	1.23%	3.8534	שער שקל/אירו

### אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש מאי פקעו ב- 1451.76 נקודות הממד ובכך שיקפו עליה חודשית חדה זה חודש שני ברציפות של 7.14%. סטיית התקן המשיכה לרדת החודש ל-25% בסמוך לפקיעה. האסטרטגיה החודשית הניבה תשואה חיובית של 7.8%, לאחר שהקול הכתוב "הבשרני" שכתבנו במדד 1490 פקע מחוץ לכסף והניב תוספת תשואה חודשית מרשימה של 0.66% במונחי נכס בסיס.

### אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

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

האסטרטגיה גם החודש 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 0.3% ביחס לתשואת מדד המעו"ף.

### גרף אסטרטגיה מומלצת

