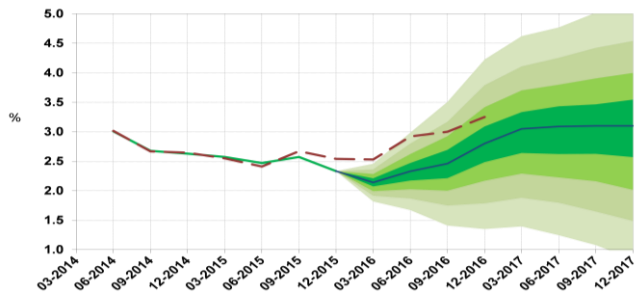


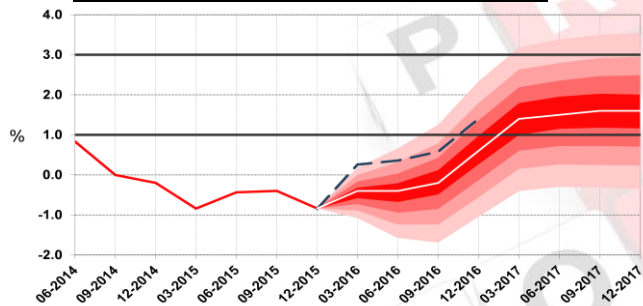
הפעילות במחצית השנייה של השנה על רקע נתוני הצמיחה, מחירי הסחורות בעולם, ירידת המע"מ, והורדות מחירים.

שיעור הצמיחה בפועל ומניפה לצמיחה הצפויה



בנק ישראל מדגיש כי תפקידו לשמור על האינפלציה בטווח היעד בעתיד, והמדיניות הנוכחית מתאימה לכך ואינו חושש ממחזור כלכלי חלש בישראל שיגרום לירידות מחירים מחזוריות, לפיכך בנק ישראל צופה כי האינפלציה לשנת 2016 תסתכם ב-0.6% בלבד וריבית הבנק צפויה להתחיל לעלות רק ברבעון הרביעי של השנה.

האינפלציה בפועל ומניפה לאינפלציה הצפויה



המקור: עיבודי חטיבת המחקר של בנק ישראל.

- ❖ בתחום המוניטרי בנק ישראל הותיר את הריבית במשק ללא שינוי (0.1%) למרות ציפיות המשקיעים להפחתה.
- ❖ סך האשראי במשק ממשיך לגדול לאור עלייה מתמדת בחוב של משקי הבית.
- ❖ שוק העבודה ממשיך להיות חזק, כאשר האבטלה נכון לסוף השנה עומדת על 5%.
- ❖ האוצר קבע יעד גירעון לשנת 2016 בשיעור של 2.9% מהתוצר.

ארה"ב

❖ הבנק המרכזי האמריקאי (ה-Fed) העלה בדצמבר את הריבית בארה"ב ב-0.25 נקודת אחוז, לאחר שבע שנים שבהן היא נשארה ברמה אפסית. חברי הועדה צופים שהריבית בארה"ב תעלה בהדרגה ותגיע ל-1.4% בסוף 2016 ול-2.4% בסוף 2017. החוזים העתידיים הנסחרים בשוק ההון מצביעים כי קצב העלאה יהיה מתון יותר.

אירופה

❖ לעומת הבנק המרכזי האמריקאי, הבנק המרכזי האירופי הפחית את הריבית על פיקדונות הבנקים לרמה שלילית,

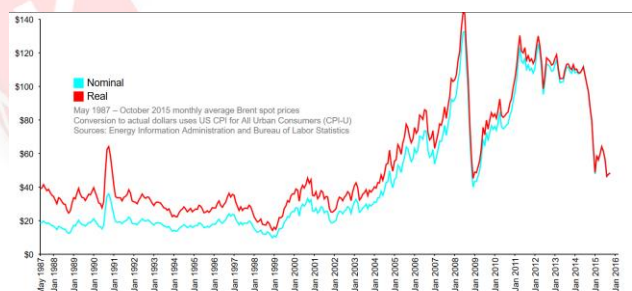
סיכוני מאקרו

גלובאלי



- ❖ ארצות הברית הוכיחה שוב כי נמצאת במקום אחר משאר העולם כאשר העלתה ריבית בסוף השנה לראשונה מזה כמעט עשור וזאת למרות החששות מהאטה כפי שניתן לראות מקריסטין לגארד יו"ר קרן המטבע שהינה פסימית וטענה לאחרונה כי הצמיחה הגלובאלית ב-2015-2016 תהיה נמוכה משמעותית ממה שחשבו.
- ❖ סין מתקשה להתאושש מהמשבר הכלכלי שפקד אותה בחודש יוני 2015. וקיים חשש שהמשבר יתפתח לכדי משבר פיננסי שיביא לסיכון נזילות כתוצאה ממחנק אשראי. עם זאת טיפול נכון של הממשל יכול למנוע את האסקלציה ואת התמשות התרחיש. לפיכך אנו צופים כי שנת 2016 תהא שנת מבחן לכלכלת סין ותשפיע גם על שווקים רבים בעולם.
- ❖ בשל העובדה כי ארה"ב נמצאת על פסי צמיחה ושאר העולם נמצא בהאטה/ מיתון, הציפייה היא שמטבע הדולר ימשיך להיות חזק מול שאר המטבעות בעולם.
- ❖ ארגון OPEC החליט שלא לצמצם את תפוקת הנפט של המדינות החברות בו. גם מחיריהן של סחורות אחרות ומחירי המזון המשיכו לרדת ברבעון הרביעי של השנה. הירידה של מחירי הסחורות, בפרט האנרגיה, צפויה להמשיך לתמוך באינפלציה ממותנת בעולם.
- ❖ מחיר הנפט ממשיך להתמוטט אל מתחת ל-\$40 לחבית. יש הטוענים כי השוק עדיין רחוק משווי משקל ובפועל ערב הסעודית ממשיכה להפיק בקצב משמעותי לספק את כל הביקושים לנפט שהיו בסך הכל גדולים השנה. המחירים כיום חזרו לרמה משנת 2008 ו 2004.

גורף מחירי הנפט משנת 1987



❖ בסך הכל מדד הסחורות הכללי ירד בשנת 2015 בכ-26%. ההשפעות ניכרו על מדדי המניות של השווקים המתעוררים שירדו השנה ב 17% (במונחים דולרים) ובחמש השנים האחרונות ב 22% (במונחים דולרים).

ישראל

❖ על פי בנק ישראל, התוצר ב-2016 צפוי לצמוח ב-2.8% כאשר את 2015 יסיים בצמיחה של כ-2.4% לעומת תחזיות קודמות גבוהות יותר של 3.3%. זאת על רקע הפחתת התחזיות לצמיחת הסחר העולמי והעדכון כלפי מטה של

מבלי לגרוע מהאמור לעיל, הניתוח הכללי בדוח זה הינו למטרות אינפורמציה בלבד ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או אחזקה של נכסי השקעה המתוארים בניתוח. הניתוח אינו מהווה בשום צורה תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. המידע המופיע בדוח אינו מתיימר לכלול את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר. חברת קבוצת אביר ייעוץ בע"מ, עובדיה, נושאי המשרה בה ובעלי מניותיה לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שייגרם כתוצאה משימוש בניתוח זה.

❖ לקראת 2016, אנליסטים הנמיכו ציפיות באופן משמעותי לרווחי החברות בשנים הקרובות (כפי שהראנו בטבלת מכפילים ברבעון הקודם).

ישראל

❖ מדד המניות בישראל 75 רשם גם השנה ביצועי חסר משמעותיים מול מדד 25. סטיות התקן הגלומות במדד ת"א 25 אמנם ירדו מרמה של 26% אל מתחת 20% אך הפער בין התנודתיות לסטיית התקן הגלומה מהווה מוקד סיכון שיש להתחשב בו בחשיפה למניות ישראל.

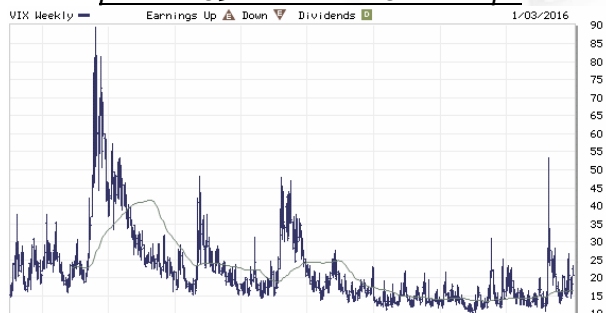


מקור: הקריה האקדמית קריית אונו

ארה"ב

❖ מדד ה-VIX בארה"ב המגלם את ציפיות המשקיעים על מניות המרכיבות את מדד ה-S&P500, עלה במהלך השנה לרמה שלא נראתה בשנים האחרונות מעל 130% זו תנודתיות הזכורה רק מאז 2011 וכמוכן 2008 ואינה מבשרת טובות.

גרף "מדד הפחד" בארה"ב בעשור האחרון



סיכום הסיכון המניית

❖ סיכון המניות בעולם ובכלל זה ארה"ב עלה לאור ציפיות המשקיעים ל-4 עליות ריבית בשנת 2016. את ההשפעה בשווקי העולם ניתן ללמוד מתוך התנהגות מדד ה-VIX.
❖ כמו בארה"ב כך גם בישראל, סיכון המניות גדל ואת ההשפעה רואים בציפיות המשקיעים מתוך מדד ה-VIXTA.

-0.3%, והודיע כי יאריך את התכנית לרכישות האג"ח לפחות עד מארס 2017. ההערכה היא שצמצום בהרחבה המוניטרית בארה"ב לצד גידול ההרחבה באירופה צפויים להימשך גם ב-2016.

❖ האם אירופה נמצאת במסלול הנכון כתוצאה מהמדיניות המרחיבה של דראגי? קשה לדעת!
השנה חברו מס' גורמים לכדי סיכון מערכתי בשווקי אירופה: פרשת דיזלגייט שעדיין לא שכחה, הגירת הפליטים, והמתקפה בפריז שטלטלה את היבשת ויצרה סיכון חדש ביבשת – סיכון בטחוני. גורמים אלו בשנת 2016 צפויים להיות במוקד הכלכלה האירופית נוסף על המדיניות המרחיבה.

סיכום סיכונים המאקרו בארץ ובעולם

ישראל

❖ סיכון הריבית נותר נמוך, לפחות במחצית הראשונה של השנה, זאת בשל ציפיות אינפלציה נמוכות.
❖ הסיכון הביטחוני בישראל אמנם גדל אך לפי השווקים נותר בשליטה ואינו מהווה סיכון כלכלי בטווח הקרוב.

עולמי

❖ האטה בסין עלולה להוביל למיתון כלל עולמי, לקראת סוף השנה החל להתממש חלק מהסיכון המגולם בתרחיש, האם בשנת 2016 יתממש תרחיש האימים ממנו חושש השוק?
❖ הסיכון המערכתי עומד במוקד העניין באירופה, ועל כן יש להעריך את המצב הקיים כחשיפה לסיכון משולב (מיתון + השפעות אקסוגניות).

סיכון מניות

❖ במחקר שעשינו ליחס תשואה מול סיכון (שארפ) למדדי מניות עיקריים בתיקי השקעות של חוסכים, מצאנו כי על פני שנה אחת רוב המדדים במונחים נומינליים שאפו לאפס ואף שליליים, למעט הדאקס והניקיי. על פני 5 שנים נמצא כי שני מדדים בלטו ביחס חיובי מובהק: S&P500 וניקיי. ניתן לשים לב כי יחס הביצועים בישראל על פני שנה וחמש שנים עמד בקירוב על אפס.

להלן טבלה המרכזת את הממצאים:

גורם סיכון	תיאור	תשואה מצטברת ל-5 שנים	תשואה מצטברת לשנה	תנודתיות תנודתיות לשנה	תנודתיות תנודתיות 5-שנים	תשואה מול סיכון 5 שנים	תשואה מול סיכון 1 שנים
מטבע	מטבע דולר	0.3%	0.3%	6.2%	7.0%	0.1%	0.3%
	מטבע אירו	-10.1%	-9.5%	8.3%	8.1%	-1.2%	-0.2%
מניות	S&P 500	-1.7%	62.9%	14.6%	14.0%	-0.1%	-0.9%
	תל אביב 100	2.0%	7.4%	13.2%	14.1%	0.1%	0.0%
	תל אביב 25	4.4%	15.3%	14.3%	14.3%	0.3%	0.1%
	מדד עולמי	-4.1%	22.0%	12.0%	14.7%	-0.3%	0.3%
	יורסטוקס 50	3.2%	19.2%	19.0%	16.0%	0.2%	0.2%
	תל אביב 75	-5.4%	-17.4%	12.8%	17.3%	-0.4%	-0.3%
	שווקים מתעוררים	-17.1%	-30.9%	14.9%	18.6%	-1.1%	-0.3%
	דאקס	9.6%	55.4%	19.4%	19.7%	0.5%	0.6%
	ניקי	9.1%	86.1%	16.6%	19.8%	0.5%	0.9%
	מניות סין	-19.4%	-23.2%	18.5%	25.2%	-1.0%	-0.2%
קרנות גידור	-3.5%	-3.0%	3.7%	4.3%	-0.9%	-0.1%	

❖ גורם מקזז תנודתיות ותשואה שיש לקחת בחשבון בהשקעה במדדי חו"ל הוא המטבע. השנה ראינו זאת היטב במדדי אירופה - בהיעדר גידור מלא למטבע האירו התשואה האפקטיבית למשקיע ישראלי הייתה שלילית.
❖ מדד קרנות הגידור ב-5 השנים האחרונות נסחר בתנודתיות יחסית נמוכה למדד מניות, אך התשואה שהניב הייתה שלילית.

מבלי לגרוע מהאמור לעיל, הניתוח הכלול בדוח זה הינו למטרות אינפורמציה בלבד ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או אחזקה של נכסי השקעה המתוארים בניתוח. הניתוח אינו מהווה בשום צורה תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. המידע המופיע בדוח אינו מתיימר לכלול את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר. חברת קבוצת אביר ייעוץ בע"מ, עובדיה, נושאי המשרה בה ובעלי מניותיה לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שייגרם כתוצאה משימוש בניתוח זה.

סיכום לסיכוני הריבית והאשראי

- ❖ עקום הריבית הממשלתי בארה"ב צפוי לנוע בטווח -1.8% עד 2.5% עד להערכה מחדש בדצמבר לאור נתוני כלכלה עדכניים.
- ❖ סיכון הריבית בישראל צפוי להישאר ברמות הקיימות בשל האטה בכלכלה (ציפיות אינפלציה נמוכות) וההתפתחויות הביטחוניות. אולם בשלב זה לתוואי הריבית בארה"ב תהא השפעה עיקרית לכיוון העקום.
- ❖ במצווע ניתן להעריך כי סיכון האשראי נותר בעינו לא רק בשנת 2015 אלא גם ב-3 השנים האחרונות. משמע, שוק החוב הקונצרני נמצא במעין "שיווי משקל" ביחס לסיכון זה, כך ששינויים באשראי הגיעו בעיקר משינויים בעקומי הריבית. יחד עם זאת, הרעה במצב החברות עלול לגרור את השוק לפתיחת מרווחים שתוביל להפסדי אשראי מחד ולניצול הזדמנויות מאידך, כפי שקרה בשנת 2015 מס' פעמים.

סיכון ביטחוני-גיאופוליטי

- ❖ הסבירות לאינתפאדה נוספת או אירועים נקודתיים מול החמאס בעזה גדלה בעקבות "פיגועי האווירה" בישראל להם אנו עדים בחודשים האחרונים. אם זאת להערכתנו השפעתם על הכלכלה נמוכים, אך יש לשים לב להתפתחויות. אנו ממשיכים לעקוב ולבחון את התממשות סיכונים אלו בעזרת מבחני קיצון קיימים.
- ❖ להערכתנו האיזמים הביטחוניים הישירים עלינו באזור (אירן, חיזבאללה, דעא"ש והחמאס) עדיין בהסתברות נמוכה להתממשות מיידית, בשל מלחמת הדת בתוך העולם הערבי בין הסונה לשיעה. למלחמה כנגד דאע"ש הצטרפה לאחרונה רוסיה שבנתה בסיסים בצפון סוריה, ממש מול טורקיה וברית נאט"ו. מה שעורר כבר מהומות. עם זאת ההסתברות לגרור את ישראל לקלחת הזו, נמצא בסבירות נמוכה כיום.
- ❖ פעולות הטרור שדאע"ש ניסה ואף הצליח ערערו במידת מה את הסטטוס-קוו הביטחוני ששרר ביבשת אירופה מאז מלחמת העולם ה-2. מקבלי ההחלטות במדינות הגוש האירופי מתחילים להתאים את עצמם למציאות חדשה, מה שעלול להשפיע בשני מישורים – מדיניות פנים חדשה, ומדיניות כלכלית מותאמת. בשלב זה קשה להעריך את ההשפעה כלכלית לפעילות ההתשה של דאע"ש, אך אין ספק כי ההסתברות שפעולות הטרור ימשיכו לאיים על חיי השגרה האירופית, גדלה משמעותית מאז המתקפה בפריז.

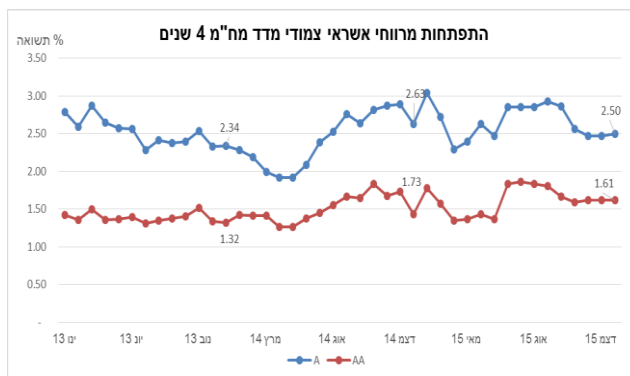
❖ ענף הפארמה במדדי המניות בישראל הפך להיות בעל משקל גדול שיש להתחשב בו. למעשה, נולד סיכון ענפי חדש שיש לנהל בחשיפה למניות בישראל.

סיכון ריבית ומרווחי אשראי

- ❖ הודעת הפד על העלאת הריבית בדצמבר הכניסה וודאות לשווקים והפיחה אנחת רווחה בשווקי האג"ח בארה"ב. הריבית הארוכה ל-10 שנים בארה"ב עלתה קלות בלבד והציפייה הרווחת שהסיכון לעליית תשואות נמוך.
- ❖ מספר גורמים חברו השנה וגרמו לעלייה בתנודתיות ולפתיחת מרווחים באפיקי החוב:
 1. כמות שיא של הנפקות חוב היו השנה בארה"ב ובמח"מ"ם ארוכים והשנה החוב בדירוג High-yield כבר מהווה מחצית מסך החוב המונפק.
 2. סקטור האנרגיה מצוי במשבר בעקבות הירידה החדה שחלה במחירים השנה ומשפיע על פתיחת מרווחים בחוב הקונצרני של הענף.
 3. השנה ראינו את ניצני ההשפעה של הסביבה הרגולטורית המחמירה על שוק איגרות החוב דרך הירידה בסחירות.
 4. מדיניות מוניטארית מרחיבה בארה"ב כאשר עקומי הריבית מראים כי מתומחרות מספר עליות ריבית השנה.

גורם סיכון	תיאור	תשואה מצטברת ל-5 שנים	תשואה מצטברת לשנה	תנודתיות תנודתיות לשנה	תנודתיות תנודתיות ל-5 שנים	מול סיכון מול סיכון 5 שנים	תשואה מול סיכון 5 שנים
ריבית	ממשלתי שקלי 2-5 שנים	1.6%	25.4%	1.1%	1.8%	1.3%	2.1%
	ממשלתי צמוד 2-5 שנים	-1.6%	8.1%	1.3%	2.3%	-1.3%	0.1%
	ממשלתי שקלי 5+ שנים	5.5%	52.8%	4.7%	4.9%	1.2%	1.9%
	ממשלתי צמוד 5-10 שנים	0.8%	27.5%	3.6%	4.2%	0.2%	1.0%
	תל בונד שקלי	4.7%	29.7%	2.2%	4.0%	2.1%	1.1%
	תל בונד 20	-1.1%	15.0%	3.0%	4.5%	-0.4%	0.4%
תל בונד 60	-0.4%	15.5%	2.5%	4.6%	-0.2%	0.4%	
אג"ח ח"ל	-4.4%	5.6%	4.3%	5.3%	-1.0%	-0.1%	

- ❖ במסגרת המחקר שעשינו לתשואה מול סיכון (שארפ) בחנו גם את רכיבי החוב המגלמים בעיקר את סיכוני הריבית (ראה טבלה לעיל). בחינה על פני 5 שנים העלתה כי החוב הממשלתי השקלי, במח"מ"מ 2-5 נמצא עם יחס ביצועים הטוב ביותר מכל אפיקי ההשקעה האחרים, כולל מניות. ככלל אפיקי החוב לאורך התקופה בלטו ביחס ביצועים חיובי על פני שוק המניות.
- ❖ בגרף להלן ניתן לראות, כי על פני זמן לא חלו תמורות מהותיות במרווחי אשראי צמודי המדד במח"מ"מ 4 שנים בקבוצות הדירוג AA ו-A. הדבר מלמד כי בשנים האחרונות עיקר הסיכון לחוב הקונצרני שיש בתיקי ההשקעה נבע מסיכון הריבית ולא מסיכון האשראי.



מבלי לגרוע מהאמור לעיל, הניתוח הכלול בדוח זה הינו למטרות אינפורמציה בלבד ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או אחזקה של נכסי השקעה המתוארים בניתוח. הניתוח אינו מהווה בשום צורה תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. המידע המופיע בדוח אינו מתיימר לכלול את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר. חברת קבוצת אביר ייעוץ בע"מ, עובדיה, נושאי המשרה בה ובעלי מניותיה לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לדנק ו/או הפסד שייגרם כתוצאה משימוש בניתוח זה.