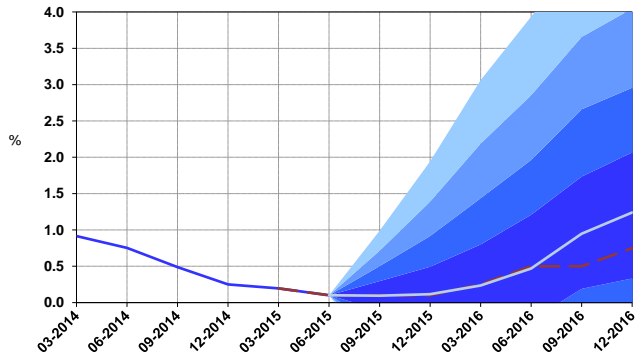


1. סיכונים מאקרו

ישראל:

- ❖ הממשלה החדשה ושר האוצר החדש משה כחלון נכנסו לתפקידם ואנו עדים לשורה של צעדים כלכליים מהירים שמאשרים בתחומי הדיור, האנרגיה והתשתיות.
- ❖ סוגיית הגז שהינה מהותית לכלכלת המדינה עדיין לא נפתרה כאשר מעורבים בה טייקון, ראש הממשלה, הכנסת, מבקר המדינה ופוליטיקה כמובן והדרך עדיין נראית פתלתלה.
- ❖ חטיבת המחקר בבנק ישראל פרסמה את תחזיתה, לפיה בשנים 2015-2016 צפוי התוצר המקומי הגולמי לצמוח בשיעורים של 3.0% ו-3.7%, בהתאמה.
- ❖ הלמ"ס פרסם את שיעור האבטלה בחודש מאי שעלה קלות ל-5%, לעומת 4.8% באפריל. כתוצאה מכך מספר המובטלים הסתכם ב-190 אלף איש.
- ❖ נתון צמיחת התוצר ברבעון הראשון עודכן כלפי מטה על רקע עדכון חד כלפי מטה של נתון צמיחת היצוא.
- ❖ האינדיקטורים שנוספו החודש לגבי הפעילות הריאלית, ובהם נתונים ראשוניים מסקר החברות לרביע השני, המדד המשולב, נתוני גביית המיסים, ונתוני שוק העבודה, תומכים בהערכה שצמיחת הפעילות, המובלת על ידי הצריכה הפרטית, נמשכת בקצב מתון.
- ❖ הוועדה המוניתרית של בנק ישראל כל הרבעון השאירה את הריבית ברמה של 0.1% זו רמת שפל היסטורית וצפויה להישאר ברמתה הנוכחית עד סוף 2015 ולעלות בהדרגה ב-2016.
- ❖ שיעור האינפלציה בשנה הקרובה (המסתיימת ברבעון השני של 2016) צפוי להסתכם ב-1.6%.
- ❖ התחזקות השקל ביחס לדולר הייתה מהותית הרבעון ובעיקר לקראת סוף הרבעון כאשר בנק ישראל לא הוריד את הריבית. השער היציג בסוף הרבעון הגיע ל-3.769 תיסוף רבעוני של 5.3% בשקל. במידה ויאושר מתווה הגז הדולר עוד עלול לרדת לרמה נמוכה יותר סביב ה-3.7.

ריבית בנק ישראל ומניפת ריבית צפויה



הערות: מרכז המניפה מבוסס על הערכת חטיבת המחקר בבנק ישראל. רוחב המניפה מבוסס על מודל ה-DSGE המורחב של חטיבת המחקר. מלוא מוטת המניפה מכסה 66% מההתפלגות הצפויה. הקו המרוסק מייצג את תחזית חטיבת המחקר מהרבעון הקודם (דצמבר 2014).
 המקור: עיבודי חטיבת המחקר של בנק ישראל.

❖ בתרחיש קיצון שערך בנק ישראל נראה כי במשבר כלכלי 53 אלף משפחות יאבדו את הבית. התרחיש לוקח בחשבון הרעה במצב הגיאוגרפי ונסיקה באבטלה. בשוק הנדל"ן ציין ב"י כי לאחרונה "פעילות ערה בשוק הדיור, הן מצד ההיצע והן מצד הביקוש, באה לידי ביטוי בהיקפים גבוהים של עסקאות, התחלות וסיימי בנייה, ורמה גבוהה מאוד של נטילת משכנתאות. נתוני מארס-אפריל הראו שעליית המחירים נמשכת, אך בשיעור מתון מבעבר". במאי חל זינוק של 157% במספר ממחזרי המשכנתאות.

לסיכום:

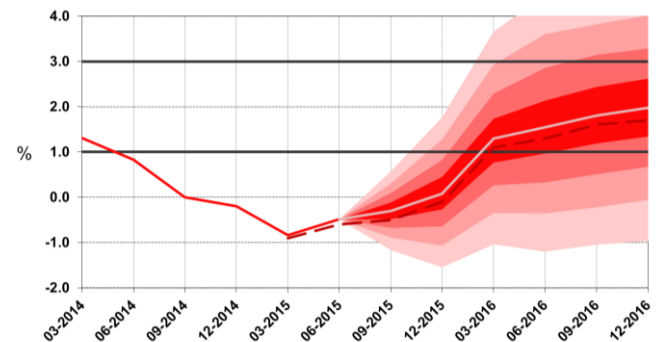
השקט בתחום הפוליטי לאחר הבחירות הושב למרות הממשלה הצרה, והביא עימו רוח גבית קלה לכלכלה ולשוק ההון למרות החשש מחרמות על מוצרים ישראלים בעולם שלפי שעה אינן אפקטיביות כלל.

הנתונים הכלכליים נותרו חיוביים ויציבות הבנקים אינה מוטלת בספק למרות הציפייה לרפורמה בבנקאות עם כניסת השר החדש.

להערכתנו הסיכון בתוואי הריבית תלוי בהתפתחויות בסביבת האינפלציה, בתוואי הצמיחה בישראל ובעולם, במדיניות המוניתרית של הבנקים המרכזיים העיקריים ובהתפתחות שער החליפין.

בנק ישראל לא הצליח לבלום את התחזקות השקל ביחס לדולר ולסל המטבעות במסגרת הכלים המוניתריים שברשותו. ככל הנראה הכלים הללו מעטים ופחות אפקטיביים מבעבר.

האינפלציה בפועל ומניפה לאינפלציה הצפויה



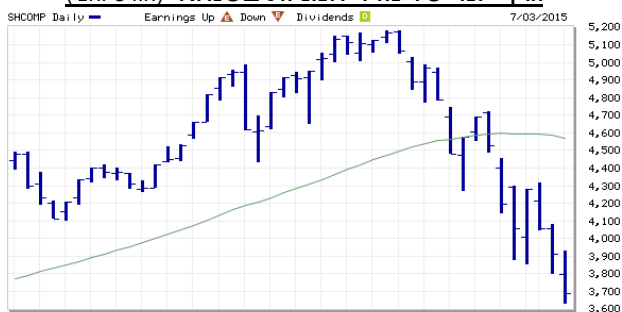
מבלי לגרוע מהאמור לעיל, הניתוח הכלול בדוח זה הינו למטרות אינפורמציה בלבד ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או אחזקה של נכסי השקעה המתוארים בניתוח. הניתוח אינו מהווה בשום צורה תחליף ליעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. המידע המופיע בדוח אינו מתיימר לכלול את כל 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.

❖ הנתונים הכלכליים בגרמניה המשיכו להיות חיוביים החודש ראינו שיפור במדדי מנהלי הרכש, המכירות הקמעונאיות ובשיעור האבטלה.

אסיה

❖ בסין הבנק המרכזי הודיע שוב על הורדת ריבית נוספת לתת זריקת מרץ לצמיחה, לכן הריבית על הפיקדונות ועל ההלוואות ירדה שוב ברבע אחוז, הריבית על הלוואות לשנה מבנקים מסחריים תעמוד ברמה של 4.85%. הריבית על פיקדונות תעמוד על 2%. גם יחס ההון הנדרש להלוואות לעסקים קטנים ירד. קברניטי סין מראים נחישות להשיג את יעד גידול התוצר של 7% עליו הכריזו.

גרף יומי של מדד המניות בשנחאי (חודש וחצי)



❖ מאז ההודעה של הבנק המרכזי בסין הבורסה של שנחאי התמוטטה בשבועיים האחרונים בכ-30% ורק ביום שישי צנחה הבורסה בשנחאי בעוד 5.8%. זאת לאחר שרבים בעולם המערבי בחודשים האחרונים כבר ראו בה בועה. מעניין לראות את ההשפעות הצולבות על שווקים נוספים ושוקי הריבית והסחורות שבהחלט יכול להשפיע לרעה גם על הכלכלה העולמית. בסוף השבוע התכנסו הרגולטורים ובכירים במסודות הפיננסיים בסין לבלום את המפולת בבורסה שבמידה וימשיך יוביל להאטה משמעותית יותר בקצב הצמיחה של המדינה הנמצא בשפל של עשרות שנים שהיא "רק" 7%.

סחורות

❖ סך מחירי הסחורות התעשייתיות ירדו ב-13% השנה כאשר מחיר עפרת ברזל ירד ביותר מ-40% בשנה האחרונה ומחיר הנחושת ירד ב-7.5%. אחת הסיבות העיקריות היא ההאטה בכלכלת סין שהייתה קטר מוביל לסחורות בשנים האחרונות ובשל העובדה שהיא שותפת סחר מרכזית גלובאלית.

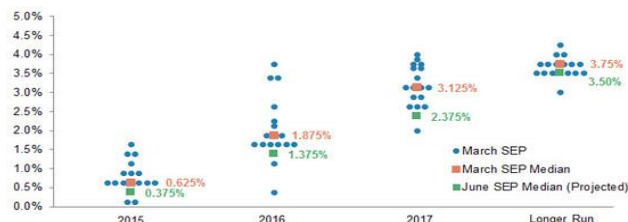
לסיכום:

שלושת הסיכונים המרכזיים הגלובליים נראים לעין הם:

- ❖ תוצאות משאל העם ביוון שהיו "לא" ישפיעו על מדינות נוספות מתוך קבוצת PIGS וככלל על גוש היורו, עם פוטנציאל להפוך לבעיה גלובאלית

ארה"ב

תחזית מורגן סטנלי על העלאות הריבית בארה"ב



Source: Federal Reserve, Morgan Stanley Research

❖ הבנק המרכזי האמריקאי (FED) חזר בהודעתו המוניתאית האחרונה באמצע חודש יוני על הערכתו לפיה בסוף 2015 הריבית תעמוד על 0.625% כאשר רק 2 מתוך 17 בכירי הבנק המרכזי האמריקאי סבורים כי יש להמתין עם העלאת הריבית ל-2016. בפד סבורים כי הריבית "בטוח הארוך" תעמוד על 3.75%, אך קצב ההעלאה יהיה איטי יותר מההערכה הקודמת ולדעת נגידת הבנק יילן יש עדיין מקום לשיפור בשוק העבודה ובתנאים הכלכליים בכדי שתורגש צמיחה בת קיימא ותתמוך בהעלאות הריבית.

אירופה

❖ שובה של הדרכמה ? בגוש היורו מתכוננים לאחד השבועות הדרמטיים מאז תחילת האיחוד המוניטרי. תוכנית החילוץ של יוון

הסתיימה ב-30 ביוני, ומדינות היורו ונכון לכתובת שורות אלו דחו את בקשת המדינה להאריכה בכמה שבועות בהם ניתן יהיה להמשיך במו"מ עם הנושים שהם בעיקר קרן המטבע, כריסטין לגארד אמרה כי "אם יוון תחמיץ התשלום ב-30 ביוני - לא נעניק לה סיוע נוסף". גובה התשלום הוא 1.7 מיליארד יורו. בהמשך הפרלמנט היווני אישר את קיום משאל העם, שהתקיים אתמול (ב-5 ביולי), על הצעת הנושים להאריך את תוכנית החילוץ תמורת ביצוע רפורמות. העם ביוון החליט "לא" ונתן מנדט לראש הממשלה לדון עם האיחוד האירופי על תוכנית חדשה או אולי יציאה מהאיחוד?

❖ סוכנות דירוג האשראי S&P העולמית הורידה כמובן את דירוג האשראי של יוון על רקע כוונתה של אתונה שלא לעמוד בתשלום החוב שלה לנושים.

❖ תוך כדי באירופה נמשכת עדיין הרחבה הכמותית מתוך חשש מריפיון בפעילות הכלכלית ולמרות זאת הרבעון מדדי המניות ירדו ואף בחדות (הדאקס ירד ב-8.3%). כאשר הפחד הוא מ"אפקט הדומינו" כפי שקרה במדינות אסיה ב-1998 ובמשבר הסאב פריים ב-2008.

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.

הריבית שהייתה באמצע יוני ולאחר מכן חדלות הפירעון של יוון. "מדד הפחד" המגלם את ציפיות המשקיעים, עלה לקראת סוף הרבעון מרמה נמוכה של 12% ל 18.8% בסוף הרבעון, תנודתיות הזכורה רק בסוף שנת 2014.

לסיכום:

ריבית אפס (שהינה מקור סיכון בפני עצמה) גורמת למשקיעים להמשיך להשקיע באפיקי המניות בכל העולם. עד כה התנודתיות הייתה נמוכה, אך לאחרונה זו גדלה ומטלטלת את תיקי ההשקעות. במידה והתנודתיות תימשך ברמה זו או גבוהה ממנה, משקיעים רבים יכולים למצוא עצמם מתלבטים על גודל ההשקעה בנכסים בעלי תנודתיות גבוהה מכפי שציפו.

3. סיכון שוק החוב בישראל

גרף תשואת ריבית ל 10 שנים ישראל



הרבעון סיכון הריבית התממש כאשר הריבית ל-10 שנים לדוגמא עלתה ב 1% מ 1.6% ל 2.6% ומחקה את כל העליות שהיו בארבעת החודשים הראשונים של השנה. אין ספק שמשקיעים רבים בארץ "התאהבו" בפוזיציות הריבית גם כאשר חוב 8 שנים צמוד מדד נסחר באפס ובתשואות חסר של 0.8% מול הריבית ל 10 שנים הדולרית. סיכון האשראי יש לציין במהותו לא השתנה כאשר בחוב הקונצרני המרווחים מול התל בונד כמעט לא השתנו והינם ממוצעים (1.8%-2.0%) לטווח ארוך.

לסיכום:

לאחר מימוש בעקום הריבית בשוק האג"ח בארץ קיים אמנם סיכון, אך לשם שינוי גם סיכוי. עם זאת כיוון עקום הריבית בישראל עדיין תלוי גם בשינויים שיקרו לעקום הריבית בארה"ב ובהשלכות לחדלות הפירעון של יוון שכן תשואת האג"ח שלה עלתה ל-17% ומשקיעים רבים יכולים לשנות את דעתם בנוגע לפרמיית הסיכון שהם יידרשו ממדינות שונות עבור השקעה בחוב הממשלתי שלהן.

בשוקי ארה"ב ואסיה אם כי כרגע בסבירות נמוכה יותר.

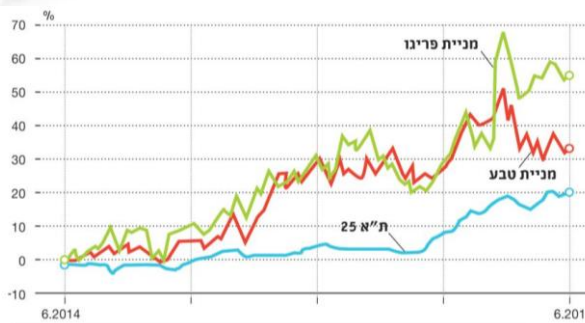
❖ האטה בסין אחד הקטרים הגדולים של המילניום הנוכחי יכולה להשפיע מאד על הצמיחה הגלובלית.

❖ הריבית בארה"ב שבסבירות גבוהה תעלה בחודש ספטמבר ביחוד שבעולם מדינות שונות נמצאות במחזוריות כלכלית שונה, והבדלי המגמה של הריבית בארה"ב לעומת אירופה ויפן עלול להכביד על היצואנים בארה"ב.

2. סיכון שוקי המניות

שוק המניות בישראל

למרות המגמה מטה בימים האחרונים של הרבעון, מדד תל אביב 100 כמעט לא השתנה הרבעון, ואף מתחילת השנה רשם עליה של כ-10%. סטיות התקן הגלומות במדד המעו"ף הגיעו בסוף הרבעון לכ-16% אלו גבוהים משמעותית מהתנודתיות הנמוכה ששררה בשוק המניות זמן רב.



מקור: דה מרקר
בגרף הנ"ל ניתן לראות כי מניות טבע ופריגו משכו את מדד ת"א 25 כלפי מעלה השנה ובסך הכל 5 מניות מהוות 50% מהמדד ומהותיות יותר משאר המניות יחדיו. מכפיל הרווח של המדד הינו גבוה מהממוצע ארוך הטווח ונמצא סביב 23.5.

גרף "מדד הפחד" בארה"ב:



שוקי המניות בארה"ב ובעולם

מדד המניות S&P 500 מתחילת השנה כמעט לא השתנה אך התנודתיות במדדי המניות גדלה לאחרונה לאור החלטת

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.