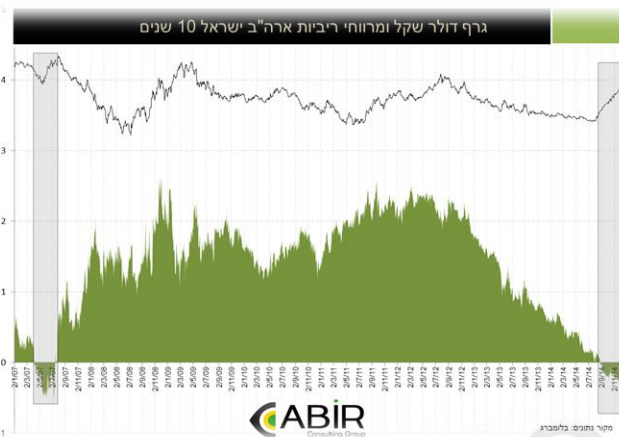


❖ השקל נחלש בסיכום שנתי בכ- 12% לרמה של 3.9. המגמה נראה כי תמשיך ב-2015. בנק ישראל ממשיך את התערבותו בשוק המט"ח - הודיע כי ירכוש 3.1 מיליארד דולר לקיזוז השפעת הפקת הגז על שע"ח. ניתן לראות בגרף כי אחת הסיבות לעצירת מגמת החלשות השקל מול הדולר הייתה כאשר התשואה על הריבית השקלית ל-10 שנים עלתה בחזרה מעל התשואה ל-10 שנים של הריבית בארה"ב. הערכות בשוק כי בטווח הארוך השקל צפוי להמשיך את היחלשותו וזאת בשל כוחות משולבים של ביקוש מצד המוסדיים ומשקי הבית ובגלל התערבות בנק ישראל - בין אם במישרין ובין אם בעקיפין באמצעות צעדים מוניטריים.



**לסיכום: שני תרחישים סבירים לכלכלת ישראל לבחירות:**  
1. בהנחה ונתניהו יבחר שוב לא צפוי שינוי מהותי במדיניות כלכלית ושוק ההון צפוי לקבל באדישות את התוצאות.

2. במידה ומועמד אחר יבחר ככל הנראה המדיניות הכלכלית והמדינית תשתנה ועימה הסיכון לשוקי המניות והאג"ח בישראל ובמיוחד לענפים ספציפיים.

ארה"ב

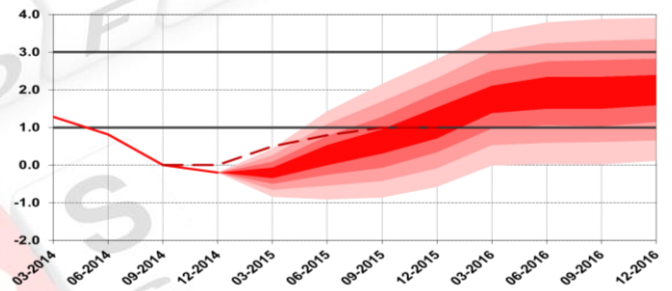
USA ROOL - ארה"ב היא שוב המנוע הצמיחה בעולם (צפי ל-3%) כאשר מדינות מתפתחות, כגון רוסיה, ומדינות גוש היורו יאלצו להתמודד עם משברים וצמיחה קטנה מאוד.

אומדן הצמיחה לרבעון השלישי הצביע כי התוצר האמריקאי צמח ב-5.0%, גבוה מאומדנים הקודמים. קצב צמיחה זה היה הגבוה ביותר ב-11 השנים האחרונות, ונבע בעיקר משיפור בנתוני הצריכה הפרטית, אשר רשמו עלייה של 3.2%.

1. סיכוני מאקרו

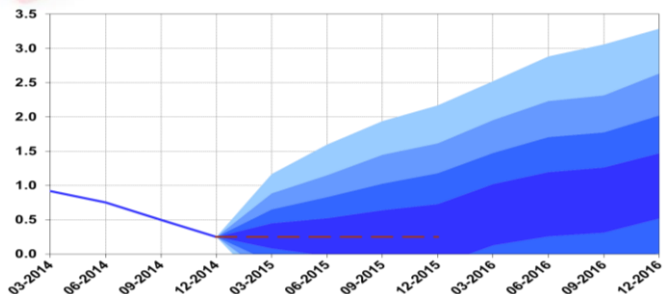
- ישראל**
- ❖ הבחירות יקבעו הכל - מאבק בין שני גושים עיקריים (ימין ושמאל) יכריע באמצע מרץ לגבי כיוון כלכלת ישראל לשנים הבאות. כיום נראה כי סדר היום הכלכלי הינו הכוח המניע המשמעותי ביותר לבחירות הקרובות.
  - ❖ צמיחת המשק ב-2014 הסתכמה בפועל ב-2.6% למול הערכת הלמ"ס ל-2.2% צמיחה.
  - ❖ בנק ישראל משדר אופטימיות זהירה בעצם העלאת תחזית הצמיחה לשנת 2015 מ-3% ל-3.2%.
  - ❖ תחזית האינפלציה של בנק ישראל לשנת 2015 נושקת ליעד הנמוך של האינפלציה שהינו 1.1% וזאת לאחר שקלול ההשפעה של ירידת מחירי הנפט.

האינפלציה בפועל ומניפה האינפלציה הצפויה



המקור: עיבודי חטיבת המחקר של בנק ישראל.  
❖ הריבית לרבעון הקרוב צפויה להישאר ללא שינוי. תרחיש סביר מאוד של היחלשות המטבע בגוש היורו יקשה על בנק ישראל לקבל תמיכה לסיבוב האינפלציה מצד שע"ח, ולכן יחייב אותו לנקוט צעדים מרחיבים להחלשת השקל.

ריבית בנק ישראל ומניפת ריבית צפויה



הערות: מרכז המניפה מבוסס על הערכת חטיבת המחקר בבנק ישראל. מלוא מוטת המניפה מכסה 66% מהתפלגות הריבית הצפויה. הקו המרוסק הוא תחזית חטיבת המחקר מהרבעון הקודם (ספטמבר 2014). המקור: עיבודי חטיבת המחקר של בנק ישראל.

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 המשורה בה ובעלי מניותיה לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שייגרם כתוצאה משימוש בניתוח זה.

## שווקים מתעוררים

השפעת ירידת מחירי הסחורות על הכלכלות השווקים המתעוררים הינה מהותית. הירידה החדה במחיר הנפט עלולה להוביל גם לקריסה של כלכלות מדינות מתפתחות רבות, בעיקר מדינות כמו רוסיה ומדינות באפריקה שעלויות להזדקק לסיוע בכדי שכלכלתן לא תקרוס.

## סחורות

הירידה החדה במחירי הנפט לרמות של \$50 ומטה בעקבות החלטת אופ"ק שלא להפחית את תפוקת הנפט אמורה פי הערכת קרן המטבע לחיוב לגרום לשיפור בתוצר בכלכלה הגלובאלית.

## קורלציות

מתאמים בין שווקים שונים הפכו חזקים במיוחד לאחר המשבר הפיננסי 2008-2009 כאשר התמריצים מוניטריים של בנקים מרכזיים העלו את ביטחון בהתאוששות של המערכת הפיננסית הגלובלית והמשקיעים נהרו לסוגי נכסים מגוונים בעלי רגישות לסיכון שהעלו באופן חד את מחירי המטבעות בשווקים מתפתחים, ועימם את שווקי המניות, אג"ח ה-high-yield ואת הסחורות. מתאם נוסף שיש לשים לב אליו, זו התנהגות המשקיעים בתגמול שווקים מתפתחים עם סביבה כלכלית חיובית. המשקיעים מתגמלים מדינות בהם מתרחש שינוי חיובי, דוגמת הודו ומעניש מדינות בעלות צמיחה חלשה ומדיניות בעייתית, דוגמת רוסיה.

## הערכה לשנת 2015:

בשנת 2014 דפוסים רב-שנתיים לקורלציות בשווקים בינלאומיים, החלו להיסדק ואף להישבר. עד שנה זו היה מתאם גבוה בין סוגי הנכסים ואיזורים גיאוגרפיים. בשנת 2015 נראה כי המתאמים יחלשו. הסיבה נעוצה במדיניות עצמאית של בנקים מרכזיים. הפדרל ריזרב נערך לעליית שיעור הריבית, בעוד הבנק המרכזי של אירופה נערך דווקא להקלה מוניטרית נוספת. בנוסף יצרני אנרגיה וצרכנים חווים מתאם שלילי חזק מירידת מחירי נפט. התוצאה, עולם השקעות מורכב יותר וסלקטיביות גבוהה יותר. האנליסטים יאלצו להכין יותר "שיעורי בית" להשקעות לפי מדינה, סקטור, סוג הנכסים ועוד.

התחושה כיום בקרב הסוחרים כי בשנת 2015 מודל שווי-ההשקעה Bottom-Up יתאים יותר מגישת מקרו Top-Down (גישה המתאימה בעיקר לשווקים בעלי מתאם גבוה).

**תחזית ה-FED** עודכנה כלפי מטה ועומדת על 1.125% לסוף 2015. לסוף 2016 הציפיות עודכנו ל-2.85%. נגידת הפד יילן, הבהירה כי הריבית לא תעלה בחודשיים הקרובים לפיכך הערכות כי הריבית בארה"ב תעלה כנראה במהלך הרבעון השלישי של 2015.

מדדי התעסוקה ממשיכים להצביע על התרחבות מתונה בפעילות הכלכלית. מדדי המחירים לצרכן היו נמוכים מהצפיות אך נראה כי הירידה נובעת בעיקר עקב הירידה במחירי הנפט ולא עקב ירידה בביקושים. ההערכות כי הצריכה הפרטית תמשיך לתמוך בצמיחת התוצר בארה"ב וזאת גם תודות לירידה במחירי האנרגיה והירידה בשיעור האבטלה.

גרף דולר מול סל מטבעות בעולם (אינדקס מטבעות מובילים)



## אירופה

האינפלציה בגוש האירו ירדה לטריטוריה שלילית בדצמבר לראשונה מאז 2009 ואיום הדפלציה נראה קרוב מתמיד. ב-2014 נחלש האירו ב-12% מול המטבע האמריקאי של לשפל של 9 שנים 1.18 דולרים לאירו. יש הצופים כי לאור המיתון באירופה והדפלציה ה-ECB יפעל להקלה כמותית משמעותית. בנוסף הסנקציות שהוטלו על רוסיה מכיוון אירופה וארה"ב בעקבות הפלישה לחצי האי קרים וככל הנראה ימשיכו, יחד עם הירידה החדה במחירי הנפט גרמו למשבר בכלכלת רוסיה. הרובל נחלש ב-40% תוך זמן קצר בתנודתיות שלא נצפתה מאז תקופת משבר החובות בשנת 1998.

## אסיה

יפן נמצאת במיתון עם ירידה בכל הפרמטרים כמו אינפלציה למוצרי ליבה של 2.3% בלבד, התכווצות של 1% בחודש האחרון במכירות הקמעונאיות וירידה של 1.5% בהכנסה השולית. ביפן הצמיחה צפויה לעמוד על 1.1% לכן הבנק המרכזי של יפן ימשיך בטווח הנראה לעין בתוכנית ההרחבה הכמותית. סין תסתפק בצמיחה של 7% במשך שהיה מורגל בשנים האחרונות בצמיחה דו ספרתית.

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 שיגרם כתוצאה משימוש בניתוח זה.

עם זאת בטווחים הארוכים המרווחים בממשלת ובקונצרני בדירוג נמוך מאוד נמוכים עד כדי לא מתגמלים כלל.

cpi_BBB+	cpi_A-	cpi_A	cpi_A+	cpi_AA-	cpi_AA	cpi_rf	שנים
3.71	1.84	1.77	1.87	1.79	1.77	1.98	1
2.79	1.63	1.33	1.34	1.14	1.06	0.55	2
1.90	1.46	1.03	1.02	0.82	0.78	0.52	3
0.67	1.14	0.50	0.50	0.34	0.47	-0.12	5
-0.12	0.71	-0.07	-0.06	-0.18	0.25	-0.62	7.5
-0.53	0.22	-0.57	-0.58	-0.67	0.13	-0.85	10
-0.78	-0.19	-0.97	-0.98	-1.06	0.06	-0.95	12.5
-0.95	-0.45	-1.23	-1.25	-1.32	0.01	-0.97	15
-1.07	-0.65	-1.42	-1.44	-1.50	-0.02	-0.95	17.5
-1.16	-0.79	-1.56	-1.59	-1.64	-0.05	-0.92	20
-1.23	-0.90	-1.67	-1.70	-1.75	-0.07	-0.89	22.5
-1.29	-0.99	-1.75	-1.79	-1.83	-0.08	-0.87	25

**לסיכום:** סיכון הריבית בשוק האג"ח בארץ נשאר גבוה ואף עלה לאחר ירידת הריבית, עם זאת כיוון הריבית בישראל תלוי גם בשינויים שיקרו בריבית בארה"ב. הסיכון שלהערכתנו היה בהסתברות לאירוע אחד או יותר של חדלות פירעון התממש והמרווחים מול הממשלתי גדלו מרמות שפל של 1.2% הסוף רבעון 3 בכ-1% הרבעון לרמה של 2.1% שהינו ממוצע לטווח הארוך.

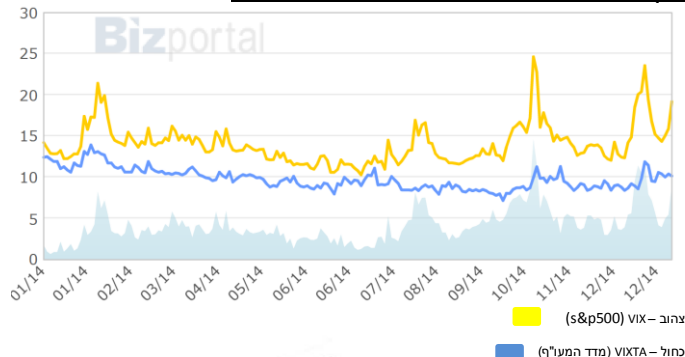
### 3. סיכון בטחוני וגיאופוליטי

- ❖ ההסתברות לתרחיש המהווה סיכון ביטחוני לישראל נותר כפי שהיה מאז מבצע צוק איתן. האיומים מחמאס, אירן ומלבנון (חיזבאללה) עדיין קיימים. בחודש האחרון נקטה הרשות הפלסטינית במדיניות יזומה להכרה במדינה פלסטינית ע"י מועצת הביטחון של האו"ם, וכעת מסה להשפיע דרך בית הדין לפשעים בינלאומיים בהאג. בשלב זה, שוק ההון הגיב לכך באדישות.
- ❖ הפעילות חסרת הרסן של ארגון דעא"ש הביאה לאיבוד בקרב חלק ממדינות הערב, המנסות לבלום את "התופעה" ואף להתערב, נתון שמעלה את הסבירות לפיגועי טרור גם באירופה משם מגיעים מרבית הפעילים באירגון ויכולים לחזור אליה בחופשיות. כרגע המצב נותר כפי שהיה ברבעון קודם.
- ❖ ייתכן והירידה החדה במחירי הנפט קשורה במישרין לסיכון גיאופוליטי שהתממש בעולם לגבי רוסיה ואיראן וההשפעות על היציבות הבינלאומית. נעקוב אחר התנהלות המשבר וההשלכות במהלך 2015.

**לסיכום:** כפי שצוין ברבעון קודם, האיומים הביטחוניים הישירים עלינו באזור (אירן, חיזבאללה, דעא"ש והחמאס) הינם בהסתברות נמוכה להתממשות, אך בעקיפין קיימים סיכונים גלויים. בנוסף הסיכון הגיאופוליטי מכיוון רוסיה ייתן את אותותיו בסוף 2014 לתוך שנת 2015. יש להמשיך מעקב וניהול אחר סיכונים אלו בעזרת מבחני קיצון.

## 2. סיכון שוקי המניות

גרף שנתי של מדדי הפחד בארה"ב ובישראל:



### שוק המניות בישראל

הרבעון עלה מדד ת"א 25 ב-0.4%, והשלים עליה של 10.2% מתחילת השנה, בעוד שתל אביב 100 ירד הרבעון ב 1.3% ועלה השנה "רק" ב 6.7%. סטיות התקן הגלומות במדד המעו"ף עלו הרבעון קלות בכ-0.5% בלבד ל-11.5%. עם זאת במהלך הרבעון ראינו סטיות תקן מעל 13%. עדיין אלו ערכים נמוכים משמעותית מהממוצע ארוך הטווח, כאשר לפני שנתיים נמדדה סטיית תקן גלומה של 23%.

### שוקי המניות בארה"ב

מדד המניות S&P 500 עלה מאז תחילת שנת 2014 ב-10% לשיאים חדשים כאשר רק ברבעון 4 עלה המדד ב-4.4%. "מדד הפחד" המגלם את ציפיות המשקיעים, הראה כבר רמות של 25% בחודש אוקטובר כאשר בסוף השנה סגר קרוב ל 20%, אך נסחר מריבת השנה סביב תנודתיות של 10%.

**לסיכום:** מדד S&P 500 הנסחר בתנודתיות נמוכה מהממוצע ארוך הטווח שילש את ערכו מאז השפל של 666 נקודות במאס 2009. לאחרונה אנו עדים לעליה בתנודתיות שיכולה להעיד על סיכון הולך וגדל.

## 2. סיכון שוק החוב בישראל

התשוואה על אג"ח ממשלת בארה"ב ל-10 שנים משמשת מדד השוואה לשוק האג"ח בישראל ובעולם ככלל. המרווחים בין העקום השקלי לאמריקאי הצטמצמו לטווח שבין 0 ל-20 נקודות בסיס, מה שיכול להביא למתאם גבוה יותר מבעבר במהלך 2015. יהיה מעניין לעקוב אחר המתאם בשנה הקרובה למול שנת 2013 ו-2014. התשוואות של החוב בישראל צמוד המדד הממשלתי וקונצרניות בד"כ עלו בטווחים של עד 5 שנים - הסיבות היו בעיקר הורדות הריבית והציפיות לאינפלציה נמוכה. התמחר הנמוך לסיכון חוב קונצרני בטווחים הקצרים עד בינוניים בסוף 2013 עלה לקראת סוף 2014 בעקבות צפי לפגיעה בחוסן של מספר חברות בעלות שווי שוק גבוה.

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.