

פעילות ריאלית

המדד המשולב למצב המשק לחודש אוקטובר עלה בכ-0.30%. קצב גידולו של המדד משקף צמיחה בקצב ארוך הטווח. המדד הושפע לטובה מעלייה בכל רכיביו ובפרט מעלייה מהירה ביבוא מוצרי הצריכה ובייצוא הסחורות באוקטובר, מעלייה של שיעור המשרות הפנויות באותו חודש לאחר ירידה רצופה במהלך השנה האחרונה ומעלייה של הייצור התעשייתי ושל מדדי הפדיון בספטמבר. **שיעור האבטלה** בגילאי העבודה העיקריים (25-64) באוקטובר עמד על 2.9%, לעומת 3.3% בחודש הקודם.

תקציב הממשלה

בחודש אוקטובר נמדד גרעון בפעילותה התקציבית של הממשלה בסך של 6.7 מיליארד ₪, לעומת גרעון תקציבי של 0.9 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד, עקב חגי תשרי אפשרה רשות המסים דחייה בתשלומי המס עד ל-31 באוקטובר. בחודשים ינואר – אוקטובר נמדד גרעון בסך של 37.6 מיליארד ₪ לעומת גרעון בסך 24.7 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הגרעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים (אוקטובר 2018 – אוקטובר 2019) עומד על 3.7% מהתמ"ג, בהמשך לאמור לעיל, גרעון מצטבר זה כולל את חודש אוקטובר 2018 שבו היו הכנסות מסים גבוהות באופן חריג, כך שבנטרול דחיית המסים ב-2018 הגרעון המצטבר היה עומד על 3.6% מהתמ"ג. סך גביית המסים והאגרות בחודש אוקטובר הסתכמה בכ-21.8 מיליארד ₪. מתחילת השנה הסתכמה סך גביית המסים והאגרות בכ-261.8 מיליארד ₪, גידול נומינלי של 2.3% לעומת התקופה המקבילה אשתקד (3.1% אילולא דחיית המסים).

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש אוקטובר) עלה ב-0.4% בהשוואה לספטמבר 2019. בשניים עשר החודשים האחרונים (אוקטובר 2019 לעומת אוקטובר 2018) עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.4%. על פי נתוני המגמה לתקופה שבין יולי 2019 – אוקטובר 2019, הקצב השנתי של מדד המחירים לצרכן נותר ללא שינוי.

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	חודש אחרון	
1.8%	-0.2%	-1.0%	-0.2%	0.4%	0.8%	1.0%	0.4%	מדד המחירים לצרכן

שיעור הריבית

בנק ישראל החליט להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.25%. סביבת האינפלציה נותרה נמוכה, ב-12 החודשים האחרונים נרשמה אינפלציה של 0.4%. הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה נותרו יציבות בקרבת הגבול התחתון של היעד. בציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים חלה ירידה קלה. מאז החלטת הריבית הקודמת השקל נחלש קלות ובהמשך שב והתחזק, כך שבמונחי השער הנומינלי האפקטיבי הוא נותר יציב. עם זאת, מתחילת השנה השקל התחזק ב-7.2%, התיסוף מקשה על חזרת האינפלציה ליעד.

חודש קודם	אחרון	
0.25%	0.25%	ריבית בנק ישראל
1.75%	1.75%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
0.00%	0.00%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

כלכלה עולמית

- ❖ **גלובלי** – חודש נובמבר חיובי עבר על שוק המניות העולמי אשר עלה כ- 2.7% בממוצע, יחד עם זאת הדולר המשיך להיחלש ב- 1.5% נוספים. שוק האג"ח נותר ללא שינוי. הסיבות לעליות בשוק המניות העולמי היו התקוות להתקדמות בשיחות הסחר בין ארה"ב לסין וגם הורדת הריבית של הפד בארה"ב ממש בסוף חודש אוקטובר.
- ❖ **אירופה** – הצמיחה ברבעון השלישי בגוש האירו הייתה דומה לרבעון הקודם והראתה צמיחה של כ- 0.8% בשיעור שנתי, החולשה בתעשייה ובסחר המשיכו להוות משקולת על הצמיחה. האינפלציה נותרה נמוכה ועמדה על 0.7% באוקטובר, אך בניכוי מחירי המזון והאנרגיה דווקא עלתה ל-1.1%, עדיין רחוק מיעד הבנק המרכזי של קצת פחות מ-2%. מדד מנהלי הרכש הראשוני בגוש האירו המשיך לאכזב כאשר עמד על 50.3 נקודות בנובמבר, לעומת 50.6 נקודות באוקטובר, הקריאה החלשה ביותר מאז 2013. החולשה בתעשייה חלחלה גם לענפי השירותים, מדד מנהלי הרכש בענפי השירותים ירד לרמתו הנמוכה ביותר מאז תחילת השנה ועמד על 51.5 נקודות. בגרמניה, התעשייה המשיכה להתכווץ גם ברבעון השלישי, מדד הייצור התעשייתי ירד ב-0.6% בספטמבר וב-4.3% ב-12 החודשים האחרונים. למרות המיתון בתעשייה, הצריכה הפרטית ממשיכה לצמוח בקצב נאה, מדד המכירות הקמעונאיות עלה אומנם רק 0.1% בספטמבר, אך ב-12 החודשים האחרונים עלה ב-3.1%, הקצב המהיר ביותר מאז סוף 2017. הצמיחה הפתיעה לחיוב ברבעון השלישי, החולשה בסחר ובתעשייה לא גרמו לתוצר להתכווץ, הצמיחה עמדה על 0.3% בשיעור שנתי.
- בריטניה, נתוני הצמיחה הראשוניים לרבעון השלישי היו חיוביים עם עלייה של 1.2% בשיעור שנתי, כאשר פעילות מוגברת בתעשיית הרכב קיזזה את המשך ההתכווצות בשאר ענפי התעשייה. הבנק המרכזי הותיר את הריבית ללא שינוי.
- ❖ **ארה"ב** – דוח התעסוקה היה חיובי והצביע על התרחבות של 128 אלף משרות בחודש אוקטובר, טוב מהצפי וגם נתוני החודשיים הקודמים עודכנו בחדות כלפי מעלה בקרוב ל-100 אלף משרות. ההאטה בסחר הגלובלי בכלל ובתעשייה בפרט ממשיכים לתת את אותותיהם גם בתעשייה וגם בהשקעה בארה"ב, מדד מנהלי הרכש לענף התעשייה של מכון ISM באוקטובר עמד על 48.3 נקודות, אמנם עלייה בהשוואה לחודש הקודם אך עדיין קריאה המצביעה על התכווצות בפעילות. ענף השירותים ממשיך להצמיד את הכלכלה קדימה בתמיכת הצרכן האמריקאי שנהנה מאבטלה נמוכה ושכר עולה, מדד מנהלי רכש של מכון ISM לענפי השירותים עלה ל-54.7 נקודות, לעומת 52.6 נקודות בספטמבר, מעל הצפי. האינדיקטורים הריאליים הראשוניים לתחילת הרבעון הרביעי היו מאכזבים, המכירות הקמעונאיות אמנם עלו ב-0.3% באוקטובר, אך קצב הגידול השנתי התמתן ל-3.1%. מדד הייצור התעשייתי ירד בשיעור חד של 0.8% באוקטובר וב-1.1% ב-12 החודשים האחרונים, למרות שחלק ניכר מהירידה החודשית נבע מההשבתה של מפעלי GM. אינפלציה הליבה התמתנה קלות ל-2.3% באוקטובר, בהתאם לצפי. יחד עם זאת, מחירי השירותים במדד המשיכו להאיץ ב-12 החודשים האחרונים בכ-3%. האינפלציה הכללית עלתה קלות ל-1.8% בעיקר בשל העלייה במחירי האנרגיה. מדד אמון הצרכנים הראשוני בנובמבר של אוניברסיטת מישיגן עלה ל-96.8 נקודות, מעל הצפי.

❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – בסין, סנטימנט חברות התעשייה רשם עלייה גבוהה מהצפוי ל-51.7 נקודות באוקטובר, הרמה הגבוהה ביותר מאז תחילת 2017, האיתותים החיוביים בין ארה"ב לסין על התקרבות הסיכויים להסכם סחר חלקי, לצד ביטול המכסים המתוכננים לאוקטובר תרמו לכך. במקביל, המדיניות המרחיבה של הממשל הסיני תרמה לעלייה בביקושים המקומיים. נתוני סחר החוץ לאוקטובר היו חלשים, אך טובים מהצפוי, עם ירידה של 0.6% בייצוא ו-6.4% בייבוא ב-12 החודשים האחרונים. האינפלציה עלתה ל-3.8% באוקטובר, רמתה הגבוהה ביותר מזה 8 שנים, שפעת החזירים יחד עם המכסים על יבוא מוצרי החקלאות במדינה תרמו לעלייה חריגה במחירי כל מוצרי הבשר. הנתונים הריאליים ממשיכים להיות חלשים. ב-12 החודשים האחרונים הייצור התעשייתי גדל ב-4.7% והמכירות הקמעונאיות גדלו ב-7.2%, פחות מהצפוי. חולשה זו הביאה את הבנק המרכזי בסין להפחית את הריבית הקצרה ב-0.05% ל-2.5%, חידוש מכיוון שבשנים האחרונות הכלי העיקרי בו בחר הבנק המרכזי להשתמש היה שינוי ביחס הרזרבות. האינפלציה הגבוהה מקשה על הבנק לבצע הרחבה משמעותית יותר.

ביפן, הבנק המרכזי הותיר את המדיניות ללא שינוי עם ריבית קצרה של מינוס 0.1% וריבית ל-10 שנים סביב ה-0. יחד עם זאת, נגיד הבנק ציין שהם יכולים לקחת את הריבית הקצרה לרמות שליליות יותר כדי למתן את ההשפעות השליליות של ההאטה הגלובלית על הצמיחה ועל האינפלציה, זאת למרות ההשפעות המזיקות של הריבית השלילית. האומדן הראשוני לצמיחה ברבעון השלישי הראה גידול של 0.2% בלבד בשיעור שנתי, אך נתוני הרבעונים הקודמים עודכנו כלפי מעלה כך שבמהלך 4 הרבעונים האחרונים נרשמה האצה ל-1.4%. למרות הצמיחה הנמוכה, הרכב הצמיחה היה יחסית מעודד עם גידול בצריכה הפרטית של 1.4% ובהשקעות 3.4%. אלה קוויזו עם המשך החולשה בייצוא, שהייתה שלילית בהשפעת החולשה בסחר העולמי לצד ירידה במלאים, ועמדה על מינוס 2.6%.

שוק המניות

שוק המניות העולמי נסחר בחודש נובמבר במגמה חיובית ועלה בשיעור ממוצע של כ-2.7%, יחד עם זאת הדולר המשיך להיחלש מול השקל במעל 1%. שוק המניות המקומי עלה בכ-3% בממוצע, יחד עם זאת בלטו לרעה מניות הבנקים שהוסיפו לערכם כ-0.4% בלבד. הרקע לעליות בשווקים העולמיים נבע מהורדת הריבית בארה"ב בסוף חודש אוקטובר והתקוות להתקדמות במו"מ בשיחות הסחר בין ארה"ב לסין. לאחר ירידת תשואות חדה השנה באפיק הסולידי, אנו ממשיכים להעריך שהאפיק המנייתי יכול להמשיך ולהיות המנוע המרכזי ליצירת תשואה בתיקים.

מבחינת רמות מחירים ומכפילים, השוק הישראלי מעניין יותר ממרבית השווקים בחו"ל ועל בסיס התנהגות היסטורית, צפוי להיות פחות תנודתי ממרבית השווקים המפותחים.

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
12.1%	10.2%	4.3%	-3.8%	2.75%	-3.04%	16.30%	מדד ת"א 35
24.7%	-9.8%	-5.4%	17.3%	21.2%	-3.02%	38.61%	מדד ת"א 90
20.3%	2.1%	-4.3%	5.6%	21.6%	-11.18%	19.98%	מדד MSCI
29.6%	11.4%	-0.7%	9.5%	19.4%	-6.24%	25.30%	מדד S&P 500
14.7%	1.2%	4.1%	0.7%	6.5%	-14.34%	23.39%	מדד DJ Euro Stoxx50

שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים עמדה בסוף החודש על 1.78%, לעומת 1.69% בסוף חודש אוקטובר. על פי ציפיות הריבית המעודכנות של חברי הפד, נקודת שיווי המשקל המעודכנת אמורה להיות 2.20%.

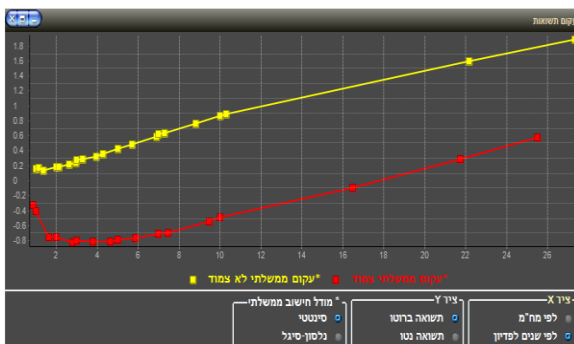
כפי שהערכנו, שוק האג"ח מחפש נקודת שיווי משקל לאחר שהתשואות עלו בכ-50 נקודות בסיס מרמת השפל אליהן הגיעו בתחילת ספטמבר (ובתחילת אוקטובר). אנו מעריכים כי רמת שיווי המשקל הזמנית של אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים, תתייצב בסביבות 2% בעתיד הנראה לעין ולפיכך ממליצים להימנע מהארכת מח"מ כעת.

האג"ח המקבילה של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0327) נסחרה בסוף חודש נובמבר בתשואה לפדיון של 0.67%, לעומת 0.72% בסוף החודש הקודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית הינו שלילי ועומד על -111 נ"ב. לאחר עליות נאות מתחילת השנה ולאור התשואות הנמוכות מאוד הגלומות באפיק זה, אנו ממליצים לקצר מח"מ ל-3 שנים באפיק השקלי. להערכתנו, גם תרחיש של הפחתת ריבית בישראל (רחוקה מלהיות וודאית), ייצר אפקט מוגבל לירידת תשואות ברמת התמחור הנוכחית באפיק.

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש נובמבר 2019, הינן ברמה שנתית של 1.4% שנתיים קדימה, כ-1.4% בטווח של 5 שנים וכ-1.7% 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 קלה. מדד התל-בונד 20 עלה בחודש נובמבר בכ-0.07% ותל-בונד 40 עלה בכ-0.13%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש נובמבר על כ-107 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ-97 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 בנח לתת משקל סגולי נמוך יותר למח"מ בתקופה הקרובה, ומשקל יחסי גבוה לאיכות האשראי של החברה.



תשואות לפדיון			
חודש קודם	סוף החודש	מח"מ	
0.15%	0.13%	1 שנה	מקמ לשנה
0.72%	0.67%	6.81 שנים	ממשלתי שקלי 0327
1.69%	1.78%		אג"ח ארה"ב ל-10 שנים
0.25%	0.31%	4.65 שנים	תל בונד 20
2.52%	2.33%	3.71 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

הדולר והאירו נחלשו החודש מול השקל בכ- 1.50% וכ-2.86% בהתאמה. לנוכח הפסקת המדיניות המוניטרית המצמצמת בארה"ב ולאור נתוני הצמיחה המתמתנים בעת האחרונה בעולם, אנו מפיחים את החשיפה לדולר למשקל מקסימלי של 10% בתיק. יחד עם זאת, בשע"ח הנוכחי אנו ממליצים להיחשף למטבע האמריקאי כגידור אפשרי לתיק ההשקעות ולשקול הפחתתו ברמת 3.83.

2014	2015	2016	2017	2018	YTD	חודש	שער אחרון	
12.0%	0.3%	-1.5%	-9.83%	8.10%	-7.26%	-1.50%	3.4760	שער שקל/דולר
-1.2%	-10.1%	-4.8%	2.69%	3.35%	-10.89%	-2.86%	3.8241	שער שקל/אירו

אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש נובמבר פקעו ב-1694.7 נקודות המדד ובכך שיקפו עליה חודשית של 1.87% ביחס לפקיעת החודש הקודם וחודש שלישי רצוף של פקיעות חיוביות. סטיית התקן נותרה נמוכה החודש תוך שהיא מתבססת על 10% סביב הכסף ומתחילה להזכיר תקופות אופריות בשווקים. האסטרטגיה החודשית הניבה תשואה חיובית של 1.59%, לאחר שההגנות שמוקמו במדד 1600 פקעו מוחץ לכסף.

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

בשקט בשקט מתקרר לו מדד המעו"ף לרמת השיא ההיסטורי אותה ראה לפני 4.5 שנים בדיוק (רחוק 2% בלבד מהשיא). האסטרטגיה המומלצת החודש, בדומה לחודש הקודם, תהיה covered call במדד 1760 ומרווח יורד 4% מהכסף. עלות האסטרטגיה 0.14% במונחי תשואה.

גרף אסטרטגיה מומלצת

