

### פעילות ריאלית

**המדד המשולב** למצב המשק לחודש נובמבר עלה בכ-0.24%. קצב גידולו של המדד משקף צמיחה בקצב ארוך הטווח. המדד הושפע לטובה מעלייה במדד הייצור התעשייתי ובמדדי הפדיון של המסחר הקמעונאי ושל השירותים באוקטובר. מנגד, את העלייה מיתנו הירידות ביבוא מוצרי הצריכה וביבוא התשומות וכן הירידה בייצוא הסחורות בחודש נובמבר.

**שיעור האבטלה** בגילאי העבודה העיקריים (25-64) בנובמבר עמד על 3.2%, לעומת 3.0% בחודש הקודם.

### תקציב הממשלה

בחודש נובמבר נמדד עודף בפעילותה התקציבית של הממשלה בסך של 0.5 מיליארד ₪, לעומת גרעון תקציבי של 0.1 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בחודשים ינואר – נובמבר נמדד גרעון בסך של 37.1 מיליארד ₪ לעומת גרעון בסך 24.8 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הגרעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים (נובמבר 2018 – נובמבר 2019) עומד על 3.7% מהתמ"ג. סך גביית המסים והאגרות בחודש נובמבר הסתכמה בכ- 28.2 מיליארד ₪. מתחילת השנה הסתכמה סך גביית המסים והאגרות בכ- 290.0 מיליארד ₪, גידול נומינלי של 3.3% לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

### אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש נובמבר) ירד ב- 0.4% בהשוואה לאוקטובר 2019. בשניים עשר החודשים האחרונים (נובמבר 2019 לעומת נובמבר 2018) עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.3%. על פי נתוני המגמה לתקופה שבין אוגוסט 2019 – נובמבר 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%	0.6%	-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 0.3%. הציפיות לאינפלציה לטווח של שנה נותרו יציבות בקרבת הגבול התחתון של היעד. בציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים חלה ירידה קלה. מאז החלטת הריבית הקודמת השקל המשיך להתחזק במונחי השער הנומינלי האפקטיבי. בשנת 2019 השקל התחזק כ-8.26%, 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

- ❖ **גלובלי** – חודש דצמבר חיובי עבר על שוק המניות העולמי אשר עלה כ- 4.0% בממוצע, יחד עם זאת הדולר המשיך להיחלש ב- 0.58% נוספים. שוק האג"ח ירד קלות. הסיבות לעליות בשוק המניות העולמי היו הדיווחים על התקדמות בשיחות הסחר בין ארה"ב לסין לכדי הסכם ראשוני.
- ❖ **אירופה** – האינפלציה בגוש האירו עלתה ל- 1.0% בנובמבר לאחר רצף של 5 חודשים בהם נרשמה ירידה, אינפלציית הליבה עלתה ל- 1.3%, מעל הצפי. מדד מנהלי הרכש בגוש האירו בענף התעשייה רשם עלייה ל-46.9 נקודות, טוב מהצפי אך עדיין ברמה המצביעה על התכווצות בענף. נתוני התעשייה בגוש האירו המשיכו לאכזב, במיוחד מכיוון גרמניה ואיטליה, מדד הייצור התעשייתי ירד ב-12 החודשים האחרונים עד אוקטובר ב-2.2%, בעיקר בשל ירידה של 5.3% בגרמניה. כריסטיין לגארד נכנסה לנעליו של מריו דראגי כנגידת הבנק המרכזי בגוש האירו, הבנק המרכזי בגוש האירו השאיר את הריבית ללא שינוי, בנאומה הראשון לאחר החלטת הריבית לגארד אמרה כי בשלב הזה תדבק בקו ה"יוני" של קודמה בתפקיד. בבריטניה, הניצחון המוחץ של בוריס ג'ונסון ומפלגתו בבחירות גרמו לעלייה חדה בפאונד.
- ❖ **ארה"ב** – הצמיחה ברבעון השלישי עודכנה כלפי מעלה ל-2.1% בשיעור שנתי, בדומה לרבעון הקודם. האינדיקטורים הראשוניים לרבעון הרביעי הצביעו על קצב צמיחה מתון יותר של כ-1.7%, בעיקר בשל חולשה בתעשייה. מדד מנהלי הרכש של מכון ISM ירד קלות ל-48.1 נקודות בנובמבר, נמוך מהצפי וחודש רביעי ברציפות של התכווצות בענף. ליבת מדד מחירי ההוצאה לצריכה הפרטית, ה-core PCE, התמתנה ל-1.6% באוקטובר, מתחת לצפי ומתחת ליעד הבנק המרכזי. דוח התעסוקה היה מצוין, בנובמבר נוספו 266 אלף משרות חדשות, הרבה מעל הצפי. שיעור האבטלה ירד חזרה ל-3.5%. קצב גידול השכר הממוצע עמד על 3.1%, טוב מהצפי. נתונים חזקים אלו משוק העבודה מצננים את החששות מהאטה משמעותית בארה"ב. למרות החוזק בשוק העבודה, האופטימיות של החברות בענפי השירותים התמתנה בנובמבר, מדד מנהלי הרכש של מכון ISM לענפי השירותים ירד ל-53.9 נקודות, לעומת 54.7 באוקטובר. מדד אמון הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן עלה ל-99.2 נקודות בדצמבר, מעל הצפי. לאחר 3 הפחתות ריבית רצופות הפד הותיר את הריבית ללא שינוי, בהתאם לצפי. במסיבת העיתונאים, ציין נגיד הבנק שהתחזית של הפד לצמיחה נותרה חיובית, עם התמתנות קלה בלבד בשנים הקרובות. יחד עם זאת, הנגיד הדגיש שרק עלייה משמעותית באינפלציה תגרום לריבית לעלות. האינפלציה הייתה מעט גבוהה מהצפי ועלתה ל-2.1% בנובמבר, לעומת 1.8% באוקטובר. אינפלציית הליבה נותרה יציבה על 2.3%. נתוני המכירות הקמעונאיות לנובמבר היו מעורבים עם עלייה של 0.2% ו-3.3% בהשוואה לנובמבר שעבר, קצב מהיר אך מעט נמוך מהתחזיות. נתוני ההכנסה והצריכה הפרטית לנובמבר היו חזקים עם גידול ריאלי של כ-0.4% וקרוב ל-3% ב-12 החודשים האחרונים, נתונים המצביעים על קצב צמיחה של כ-2% ברבעון האחרון בהובלת הצריכה הפרטית. מדד הייצור התעשייתי עלה ל-1.1% בנובמבר, יותר מהצפי, אך זה רק פיצה על הירידה בחודש שעבר, כך שב-12 החודשים האחרונים עדיין נרשמה התכווצות בתעשייה.

❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – בסין, סנטימנט חברות התעשייה השתפר קלות בנובמבר, מדד מנהלי הרכש עלה ל-51.8 נקודות, הרמה הגבוהה ביותר מאז סוף 2016. נתוני סחר החוץ לנובמבר המשיכו לאכזב, הייצוא ירד ב-1.1% ב-12 החודשים האחרונים. סנטימנט החברות בענף השירותים המשיך להשתפר בנובמבר, מדד מנהלי הרכש עלה ל-53.5 נקודות, מעל הצפי. האינדיקטורים הריאליים בנובמבר הפתיעו לחיוב עם צמיחה של 6.2% בייצור התעשייתי ושל 8% במכירות הקמעונאיות. ביפן, הצמיחה ברבעון השלישי עודכנה כלפי מעלה בשיעור ניכר ל-1.8% בשיעור שנתי, טוב מהצפי. חלק מההאצה נובעת מכך שחברות וצרכנים הגדילו את ההוצאות לפני עליית מס הצריכה בתחילת הרבעון הרביעי. הפרלמנט ביפן אישר את הסכם החסר עם ארה"ב שביטל מכסים על יבוא חלק ממוצרי המזון בתמורה להפחתת המכסים על ייצוא מוצרי תעשייה. במקביל, הפרלמנט אישר גם תוכנית תמריצים פיסקאלית רחבה מההערכות המוקדמות בסכום של כ-120 מיליארד דולר. אינפלציית הליבה ביפן עלתה ל-0.8% בנובמבר, רמתה הגבוהה ביותר מזה כמעט 3 שנים, יחד עם זאת נתון זה מטעה מכיוון שמירב העלייה נובעת מעדכון מס הצריכה כלפי מעלה. בהודעת הריבית האחרונה, הבנק אותת על כוונתו להשאיר את מדיניותו ללא שינוי לזמן ממושך. בהודו, נתוני הצמיחה לרבעון השלישי הצביעו על צמיחה של 4.5% אחוזים בלבד, הקצב האיטי ביותר מאז 2013. החולשה במערכת הבנקאית והירידה באשראי ממשיכים להוות משקולת שלילית על הצמיחה. בעקבות ההאטה ועל מנת לעודד השקעות, הממשלה הציגה הפחתה משמעותית במסים לצד הקלות בכללי הבעלות הזרה על חברות מקומיות.

### שוק המניות

שוק המניות העולמי נסחר בחודש דצמבר במגמה חיובית ועלה בשיעור ממוצע של כ-4%, יחד עם זאת הדולר המשיך להיחלש מול השקל בכמעט 0.6%. מנגד, שוק המניות המקומי ירד קלות והפגין חולשה יחסית ביחס למדדי המניות בעולם. הרקע לעליות בשווקים העולמיים נבע מדיווחים על התקדמות במו"מ בשיחות הסחר בין ארה"ב לסין לכדי הסכם סחר ראשוני. **לאחר ירידת תשואות חדה השנה באפיק הסולידי, אנו ממשיכים להעריך שהאפיק המנייני 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	
מדד ת"א 35	12.1%	10.2%	4.3%	-3.8%	2.75%	-3.04%	14.99%	
מדד ת"א 90	24.7%	-9.8%	-5.4%	17.3%	21.2%	-3.02%	40.30%	
מדד MSCI	20.3%	2.1%	-4.3%	5.6%	21.6%	-11.18%	24.05%	
מדד S&P 500	29.6%	11.4%	-0.7%	9.5%	19.4%	-6.24%	28.88%	
מדד DJ Euro Stoxx50	14.7%	1.2%	4.1%	0.7%	6.5%	-14.34%	24.78%	

### שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים עמדה בסוף החודש על 1.92%, לעומת 1.78% בסוף חודש נובמבר. על פי ציפיות הריבית המעודכנות של חברי הפד, נקודת שיווי המשקל המעודכנת אמורה להיות 2.20%.

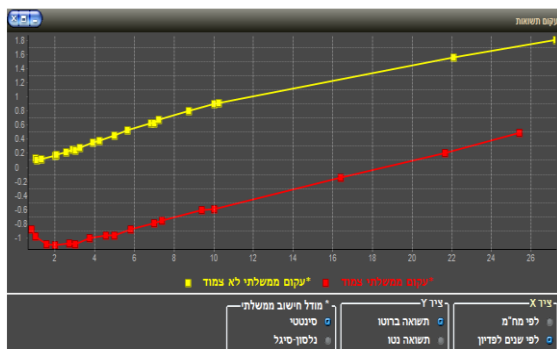
כפי שהערכנו, שוק האג"ח מחפש נקודת שיווי משקל לאחר שהתשואות עלו בכ-50 נקודות בסיס מרמת השפל אליהן הגיעו בתחילת ספטמבר (ובתחילת אוקטובר). אנו מעריכים כי רמת שיווי המשקל הזמנית של אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים, תתייצב בסביבות 2% בעתיד הנראה לעין ולפיכך ממליצים להימנע מהארכת מח"מ כעת.

האג"ח המקבילה של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0327) נסחרה בסוף חודש דצמבר בתשואה לפדיון של 0.72%, לעומת 0.67% בסוף החודש הקודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית הינו שלילי ועומד על -120 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 דצמבר 2019, הינן ברמה שנתית של 1.2% שנתיים קדימה, כ-1.3% בטווח של 5 שנים וכ-1.6% 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 שלילית קלה. מדד התל-בונד 20 ירד בחודש דצמבר בכ-0.15% ותל-בונד 40 ירד בכ-0.04%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש נובמבר על כ-102 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ-92 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	
0.13%	0.13%	1 שנה	מקמ לשנה
0.67%	0.72%	6.74 שנים	ממשלתי שקלי 0327
1.78%	1.92%		אג"ח ארה"ב ל-10 שנים
0.31%	0.21%	4.64 שנים	תל בונד 20
2.33%	2.16%	3.82 שנים	תל בונד שקלי

### שוק המט"ח

הדולר נחלש החודש מול השקל בכ-0.58%, מנגד האירו התחזק מול השקל בכ-1.41%.  
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 כגיידור 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%	-7.79%	-0.58%	3.4560	שער שקל/דולר
-1.2%	-10.1%	-4.8%	2.69%	3.35%	-9.63%	1.41%	3.8782	שער שקל/אירו

### אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש דצמבר פקעו ב- 1684.06 נקודות המדד ובכך שיקפו ירידה חודשית קלה של 0.63% ביחס לפקיעת החודש הקודם ובזאת קטעו רצף של שלושה חודשי פקיעה חיובית.

סטיית התקן עלתה החודש לרמת 11.5%.

האסטרטגיה החודשית הניבה תשואה שלילית של 0.77%, לאחר שההגנות פקעו מחוץ לכסף.

### אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

עם תחילת שנת הבחירות בארה"ב אנו "נקריב" אסטרטגיית חלק מתשואה אפשרית לטובת פוזיציות הגנות.

האסטרטגיה המומלצת החודש, בדומה לחודש הקודם, תהיה covered call במדד 1760 ומרווח יורד 4% מהכסף במדד 1620. עלות האסטרטגיה 0.3% במונחי תשואה. (לשונאי סיכון מומלץ לבצע ביחס 1:1, לאדישי הסיכון, 2:1).

### גרף אסטרטגיה מומלצת

