

סקירה כלכלית

דצמבר 2017

פעילות ריאלית

המדד המשולב למצב המשק לחודש נובמבר עלה ב-0.25%, בדומה לקצב עלייתו בחודשיים הקודמים. עליית המדד מצביעה על המשך ההתרחבות של הפעילות במשק בקצב הצמיחה הפוטנציאלי. המדד הושפע החודש לטובה בעיקר מהעלייה ביבוא מוצרי הצריכה וביבוא התשומות בנובמבר, ומהעלייה בפדיון המסחר והשירותים באוקטובר. מנגד, את קצב עלייתו של המדד מיתנה הירידה בייצור התעשייתי באוקטובר, הירידה בייצוא השירותים בספטמבר וכן הנתון הרבעוני החדש על התחלות הבנייה אשר ירדו רביע השלישי. המדדים לחודשיים הקודמים עודכנו קלות מטה.

שיעור האבטלה בגילאי העבודה העיקריים (25-64) בחודש נובמבר של השנה עמד על 3.7%, ללא שינוי לעומת חודש אוקטובר של השנה.

תקציב הממשלה

בחודש נובמבר נמדד גירעון בפעילות התקציבית של הממשלה בסך של 2.2 מיליארד ₪. בחודשים ינואר – נובמבר 2017 נמדד גירעון בסך 3.1 מיליארד ₪ לעומת גירעון בסך 7.8 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בתקציב לשנת 2017 מתוכנן גירעון שנתי בסך 36.6 מיליארד ₪ שהם 2.9% מהתמ"ג. הגירעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים עומד על 1.7% מהתמ"ג. בחודשים ינואר – נובמבר הסתכמה גביית המסים בסך של 288.3 מיליארד ₪, גידול נומינלי של 10.1% לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש נובמבר) ירד בכ-0.3%. מתחילת השנה עלה המדד הכללי בכ-0.3% ובשנים עשר החודשים האחרונים עלה המדד ב-0.3%. על פי נתוני המגמה לתקופה שבין אוגוסט לנובמבר 2017, מדובר בקצב עלייה שנתי של 1.2%.

2011	2012	2013	2014	2015	2016	YTD	חודש אחרון	
2.2%	1.6%	1.8%	-0.2%	-1.0%	-0.2%	0.3%	-0.3%	מדד המחירים לצרכן

שיעור הריבית

בנק ישראל החליט להותיר את הריבית לחודש דצמבר 2017 ללא שינוי ברמה של 0.10%. הגורם העיקרי שהשפיע על החלטת הבנק היה סביבת האינפלציה הנמוכה, אמנם האינפלציה השנתית חזרה לעלות אך היא מוסיפה להיות נמוכה מהיעד. בכוונת הועדה המוניטרית להותיר את המדיניות המרחיבה על כנה, כל עוד הדבר יידרש כדי לבסס את סביבת האינפלציה בתוך תחום היעד. בנק ישראל ממשיך לעקוב אחר ההתפתחויות באינפלציה, בכלכלה הריאלית, בשווקים הפיננסיים ובמשק העולמי, והוא יפעל להשגת יעדי המדיניות המוניטרית בהתאם להתפתחויות אלו.

חודש קודם	אחרון	
0.10%	0.10%	ריבית בנק ישראל
1.25%	1.5%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
0.00%	0.00%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

כלכלה עולמית

❖ **גלובלי** – בהתאם לתחזיות, הפד בארה"ב העלה ריבית ב-0.25% ל-1.5%-1.25%. עם זאת למרות העלאת תחזיות הצמיחה בעקבות הרפורמה במס, והורדת תחזית האבטלה, הפד לא עדכן כלפי מעלה את תחזיות האינפלציה והריבית, והצפי ל-2018 נותר שלוש העלאות, קצב ההעלאות תלוי יותר באינפלציה ופחות בצמיחה ובתעסוקה.

לאחר שאושרה ע"י שני בתי המחוקקים חתם נשיא ארה"ב, דונלד טראמפ, על רפורמת המס. הרפורמה כוללת קיצוץ במס החברות מ-35% ל-21%, הפחתת המס על פרטיים וכמעט הכפלה של ההוצאות המוכרות לצרכי חישוב מס. עלות התוכנית מוערכת ב-1.5 טריליון דולר על פני עשור, ועל פי החזאים הכלכליים צפויה לתרום לגידול של כ-0.5%-0.3% בקצב הצמיחה של הכלכלה האמריקאית בשנתיים הקרובות.

בהחלטת הריבית הבנק המרכזי האירופאי הותיר את הריבית ללא שינוי. הבנק עדכן את תחזיותיו כלפי מעלה עקב הנתונים הטובים. הבנק צופה צמיחה של 2.4% ב-2017 (2.2% באומדן הקודם) והאצה קלה ל-2.3% ב-2018 (1.8% באומדן הקודם). במקביל תחזית האינפלציה עודכנה קלות כלפי מעלה לשנתיים הבאות, אך היא עדיין נמוכה מהיעד של הבנק המרכזי. בנושא הנפט, עלייתו לא נעצרה גם בדצמבר (6% במחיר חבית מסוג ברנט), כאשר שיבושים באספקה בעקבות תקלות באירופה ובאפריקה תרמו לכך.

❖ **אירופה** – האינפלציה בגוש האירו בחודש נובמבר עמדה על 1.5% בהתאם לצפי. זוהי עלייה קלה ביחס ל-1.4% שנרשמה באוקטובר, אך עדיין קריאה נמוכה מהיעד של הבנק המרכזי. העלייה נבעה מעליה במחירי האנרגיה לתחבורה, הנפט לחימום והחלב, הגבינות והביצים. מנגד, סקטור החברות סיים את 2017 ברמתו הגבוהה ביותר, כך על פי האומדן הראשוני למדד מנהלי הרכש שעלה ל-58 נקודות בדצמבר (57.5 בנובמבר), טוב מהצפי עם המשך עלייה בסקטור חברות התעשייה ל-60.6 נקודות וגם עלייה בסקטור חברות השירותים ל-56.5 נקודות (56.2 בנובמבר), נתון המצביע על האצה בצמיחה של הסקטור העסקי ברבעון האחרון של השנה. בבריטניה, האומדן הסופי לתוצר הצביע על צמיחה של 0.4% ברבעון השלישי, בדומה לצפי ולאומדן הקודם, זאת לאחר צמיחה של 0.3% ברבעון השני. מדד המחירים לצרכן עלה ב-3.1% בחודש נובמבר לעומת צפי לעליה של 3%. שיעור הריבית נותר ללא שינוי ברמה של 0.5%, בדומה לצפי.

❖ **ארה"ב** – הנתון הסופי לתוצר הצביע על צמיחה של 3.2% ברבעון השלישי לעומת הצפי לצמיחה של 3.3%. מדד הליבה של מדד המחירים לצרכן, המבוסס על הצריכה הפרטית, אשר הינו המדד המועדף על הפד, אומנם עלה ל-1.5% ב-12 החודשים עד נובמבר (לעומת 1.4% באוקטובר), אך עדיין נמצא מתחת ליעד של 2%. לאור אישור רפורמת המס, בלטו לחיוב נתוני שוק הדיור לנובמבר שהפתיעו לטובה, כשמכירות בתים חדשים עלו ב-17%, מכירות בתים קיימים עלו ב-6% והתחלות הבנייה עלו ב-3%. ההכנסה הפרטית עלתה ב-0.3%, נמוך מהצפי ל-0.4%. מנגד, ההוצאה לצריכה הפרטית עלתה ב-0.6%, גבוהה מהצפי ל-0.5%. ההוצאה לצריכה הפרטית היא נתון חשוב מאוד, היות והיא מהווה לפחות שני שליש מהפעילות במשק.

❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – בסין, מדד מנהלי הרכש של Caixin בענף השירותים עלה לרמה של 51.9 נק' לעומת הצפי לעליה לרמה של 51.5 נק', זאת לאחר שהיה ברמה של 51.2 נק'. הבנק לפיתוח אסיה הזהיר כי אומנם כלכלת סין תצמח השנה ב-6.8%, אך ב-2018 הכלכלה תחווה האטה ותצמח ב-6.4%. המכירות הקמעונאיות בנובמבר עלו ב-10.2%, הייצור התעשייתי צמח בשיעור של 6.1%, מעט מתחת לצפי.

ביפן, הבנק המרכזי הותיר את מדיניותו ללא שינוי ברמה של -0.1%. בכך אותת הבנק כי אינו ממחר להסיר את תמיכתו המאסיבית מהכלכלה. הבנק מעריך כי השיפור בכלכלה ימשך, אך האינפלציה תתכנס ליעד 2% שלה רק בשנת 2019. האינפלציה ביפן הפגיעה לטובה כשעלתה ב-0.6% ב-12 החודשים עד נובמבר, גבוה מהצפי ל-0.5%. עיקר העלייה נבעה מהתייקרות התחבורה, בעוד מחירי המזון ירדו פחות מהצפי. שיעור האבטלה ירד ל-2.7% בנובמבר, הרמה הנמוכה מאז 1993.

שוק המניות

שוק המניות העולמי נסחר בחודש דצמבר במגמה חיובית, למעט מדד ה-DJ euro stoxx 50, אשר ירד כ-2%. אנו מאמינים, שאפיק המניות ממשיך להיות אטרקטיבי ויכול להניב תשואה הולמת לסיכון הגלום בו וזאת למרות רמות מכפילים גבוהות היסטורית. מבחינת רמות מחירים ומכפילים, השוק הישראלי מעניין יותר ממרבית השווקים בחו"ל.

2011	2012	2013	2014	2015	2016	YTD	
-18.2%	9.2%	12.1%	10.2%	4.3%	-3.8%	2.65%	מדד ת"א 35
-25.9%	4.8%	24.7%	-9.8%	-5.4%	17.3%	21.19%	מדד ת"א 90
-9.4%	13.4%	20.3%	2.1%	-4.3%	5.6%	21.62%	מדד MSCI
0.0%	13.4%	29.6%	11.4%	-0.7%	9.5%	19.42%	מדד S&P 500
-17.8%	13.8%	14.7%	1.2%	4.1%	0.7%	6.49%	מדד DJ Euro Stoxx50

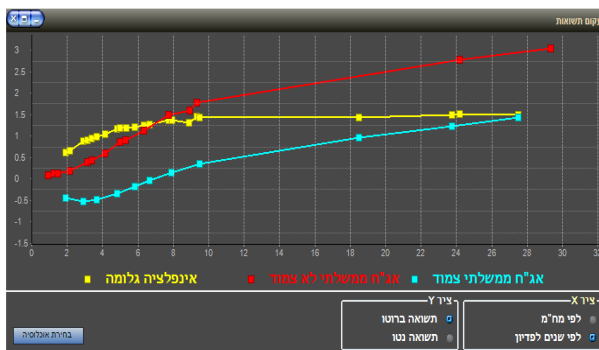
שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים נסחרה בסוף החודש ברמה של 2.40%, לעומת 2.42% בסוף חודש נובמבר. על פי ציפיות הריבית של חברי הפד, נקודת שיווי משקל אמורה להיות בסביבות 2.5%. הסרת המלצתנו שלא להיחשף לאג"ח ממשלת ארה"ב כאשר התשואות הגיעו ל-2.5%, הוכיחה עצמה ואנו ניטרליים ברמת התשואות הנוכחית. מתחת ל-2% נחזיר המלצתנו להיות במשקל חסר משמעותי באפיק זה.

אגרות החוב המקבילות של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0327) נסחרות בסוף חודש דצמבר בתשואה לפדיון של 1.62%, לעומת 1.77% בסוף חודש קודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית הינו שלילי ועומד על 78- נ"ב. בדומה לשוק האמריקאי, אנו ממליצים על מח"מ ל-4 שנים.

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש דצמבר 2017, הינן ברמה שנתית של 0.8% שנתיים קדימה, כ- 1.1% בטווח של 5 שנים וכ- 2.1% בטווחים הארוכים. לנוכח האינפלציה הנמוכה שגלומה בשוק, אנחנו נותנים עדיפות קלה לאפיק הצמוד על-פני האפיק השקלי.

שוק אגרות החוב הקונצרני נסחר החודש במגמה חיובית. מדד התל-בונד 20 עלה בחודש דצמבר ב- 0.31% ותל-בונד 40 עלה ב- 0.14%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש אוקטובר על כ- 122 נקודות בסיס בתל-בונד 20 ו- 116 נקודות בתל-בונד 40. באפיק הקונצרני, אנו ממשיכים להמליץ על השקעה סלקטיבית באגרות חוב המעניקות תמורה הולמת לסיכוני האשראי של החברה.



תשואות לפדיון			
חודש קודם	סוף החודש	מח"מ	
0.11%	0.11%	1 שנה	מקמ לשנה
1.77%	1.62%	8.43 שנים	ממשלתי שקלי 0327
2.42%	2.40%		אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
0.96%	0.83%	4.72 שנים	תל בונד 20
2.31%	2.10%	4.15 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

החודש הדולר נחלש מול השקל בכ- 0.91% והאירו התחזק מול השקל בכ- 0.23%. לנוכח המדיניות המוניטרית המצמצמת בארה"ב ולאור רפורמת המס אשר אמורה להאיץ את קצב ההשקעות, התעסוקה והצמיחה בארה"ב, אנו מאמינים כי בטווח הארוך הדולר צפוי להמשיך להתחזק מול מרבית המטבעות בעולם ובשיעור מתון יותר גם מול השקל. בשע"ח המתקרב ל- 3.5 לדולר, אנו ממליצים להגדיל חשיפה למטבע האמריקאי.

שער אחרון	חודש	YTD	2017	2016	2015	2014	2013
שער שקל/דולר	3.4670	-0.91%	-9.83%	-1.5%	0.3%	12.0%	-7.0%
שער שקל/אירו	4.1526	0.23%	2.69%	-4.8%	-10.1%	-1.2%	-2.8%

אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש דצמבר פקעו לפי מדד 1511.5 ובכך שיקפו עליה דרמטית בשיעור של 6.75% ביחס לפקיעת החודש הקודם. לאחר חודשים רבים של ציפייה ניתן לומר ובא לציון גואל לאחר שמדד המעו"ף ביצע מהלך חיובי חזק לאחר שנתיים של דשדוש ארוך ומייגע.

סטיית התקן עלתה מעט לרמת 10% בעקבות התנועה החדה של המדד.

האסטרטגיה החודש שירתה אותנו בצורה יוצאת מן הכלל לאחר שהציפה ערך עד מדד 1480 (0.67% במונחי תשואה) ולאחר מכן הוזזה לפי התכנית לרמת 1520 ובכך הניבה עוד 1.25% במונחי תשואת נכס בסיס. האסטרטגיה הנגררת הניבה עבורנו תשואה עודפת נאה ביותר כאשר במונחים כוללים השיגה 8.38% בחודש דצמבר (מפקיעה לפקיעה).

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

מי שעוקב אחר הסקירות החודשיות שלנו יודע שאנו ערוכים לפריצה כלפי מעלה של מדד המעו"ף, לאחר תקופת דשדוש מאוד ארוכה שהחלה בפברואר 2016, בה היה מדד המעו"ף כולא בין רמת 1370-1470 נקודות המדד. כעת, משתקופת הדשדוש הסתיימה, ניתן לומר ברמת וודאות סבירה יותר שללא תיקון משמעותי בשוק המניות העולמי, פני המדד כלפי מעלה.

האסטרטגיה החודשית שלנו היא לונג חוזים בשילוב הגנות ממדד 1470. רמה זו אמורה לשמש כעת כרמת תמיכה, כאשר כל זמן שמדד המעו"ף יסחר מעליה, הנחת העבודה תהיה לונג. עלות האסטרטגיה הינה 0.25% במונחי תשואה על נכס הבסיס.

גרף אסטרטגיה מומלצת:

