

### פעילות ריאלית

**המדד המשולב** למצב המשק עלה בחודש ינואר 2017 ב- 0.2% בדומה לחודשים קודמים ומלמד שקצב הצמיחה החרגי שנצפה ברבעון האחרון לא יימשך ברבעון הראשון של 2017. על-פי האומדן הראשון, שיעור צמיחת המשק ברבעון הרביעי עמד על כ- 6.2% במונחים שנתיים. קצב צמיחה גבוה במיוחד זה נבע מעלייה חריגה בצריכת כלי תחבורה, וזו מצדה נבעה מהקדמת רכישות עקב עדכון נוסחת המיסוי הירוק בינואר 2017. בניכוי נתון חריג זה, הצמיחה ברבעון הרביעי הייתה גבוהה רק במעט מקצב הצמיחה הבסיסי של השנים האחרונות. תחזיות בנק ישראל לצמיחת התוצר במשק הן 3.2% בשנת 2017 ו- 3.1% בשנת 2018. **שיעור האבטלה** בגילאי העבודה העיקריים (64-25) בחודש ינואר רשם ירידה קלה לרמה של 3.7%.

### תקציב הממשלה

העודף המקומי בפעילות הממשלה בחודש ינואר 2017 הסתכם ב- 4.7 מיליארד ש"ח, העודף היה נמוך בכ- 0.6 מיליארד ₪ מהתוואי העונתי התואם את יעד הגירעון לשנת 2017. גביית המסים בינואר עמדה על 28.5 מיליארדי ₪, סכום גבוה ב- 0.5 מיליארד מהתוואי העונתי התואם את אומדן ההכנסות ממסים.

### אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש ינואר) ירד ב- 0.2%, בהתאם לממוצע תחזיות החזאים. ב- 12 החודשים האחרונים נרשמה אינפלציה חיובית של 0.1%. זהו נתון חיובי ראשון מאז אוגוסט 2014, ותמך בו בעיקר שינוי המגמה במחירי האנרגיה.

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

### שיעור הריבית

**בנק ישראל הותיר את הריבית לחודש מרץ ללא שינוי ברמה של 0.10%**. הגורמים העיקריים שהשפיעו על החלטת הבנק היו: נמשכת מגמת העליה המתונה באינפלציה השנתית, נמשך השיפור בפעילות הריאלית – על פי האומדן הראשון, ברבעון הרביעי של 2016 צמח המשק בקצב גבוה במיוחד, במשק העולמי נמשכת צמיחה מתונה של המשקים המפותחים העיקריים, תוך המשך מגמת השיפור במשקים המתעוררים, התחזקות השקל מול הדולר בחודש האחרון ב- 3%, ירידה חדה במחירי הדירות (על פי הנתון האחרון) במקביל לירידה בהיקף העסקאות.

חודש קודם	אחרון	
0.10%	0.10%	ריבית בנק ישראל
0.75%	0.75%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
0.00%	0.00%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

## כלכלה עולמית

- ❖ **גלובלי** – במשק העולמי נמשכת צמיחה מתונה של המשקים המפותחים העיקריים, תוך המשך מגמת השיפור במשקים המתעוררים.  
מחיר חבית נפט מסוג "ברנט" נע במהלך החודש סביב \$56 ומדד מחירי הסחורות ללא אנרגיה הוסיף לעלות, בכ-2%.
- ❖ **אירופה** – מסתמן מומנטום חיובי, בעיקר בגרמניה ובספרד, אך הסיכונים הפוליטיים נותרו משמעותיים. האבטלה בגוש האירו הוסיפה לרדת בדצמבר והגיעה ל-9.6%, השיעור הנמוך ביותר מזה 7 שנים. האינפלציה עלתה בחדות, ל-1.8%, בהשפעת העלייה במחירי הנפט, אך אינפלצית הליבה נותרה נמוכה – 0.9%. אי הוודאות הפוליטית נותרה גבוהה עקב מערכות הבחירות שכמה מדינות צפויות לקיים השנה, ועקב התגברות המתחים הנוגעים לכך שיוון צריכה לפרוע ביולי חוב שהיקפו כ-7 מיליארדי אירו. כלכלת בריטניה צמחה ב-2016 ב-2% והאבטלה הוסיפה לרדת, אך לפי ההערכות היא תאט בשנים הקרובות על רקע יציאת בריטניה מהאיחוד האירופאי.
- ❖ **ארה"ב** – נראה כי שוק העבודה מתקרב לתעסוקה מלאה – בחודש ינואר נוספו עוד 225 אלף משרות ושיעור האבטלה התייצב ברמה נמוכה של 4.8%, אולם קצב הגידול השנתי של השכר הממוצע ירד ל-2.5% (לעומת 2.8% בחודש הקודם), ונראה כי ייתכן שיש עדיין מקום לשיפור בשוק העבודה בעיקר בשיעור ההשתתפות. הצריכה הפרטית ממשיכה להוביל את הכלכלה, אך גם בייצור התעשייתי נמשכה התאוששות ושוק הנדל"ן מוסיף להשתפר. האינפלציה עלתה בחדות בינואר ל-2.5%, ומדדי הליבה קרובים ליעדי ה-FED. הריבית נותרה על כנה, אך תוואי הריבית הצפוי בשווקים עלה מעט, ונכון לעכשיו עולה ממנו כי ב-2017 צפויות שתי העלאות ריבית.
- ❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – ביפן נרשמה ב-2016 צמיחה בגובה 1% - נתון מאוד נמוך בהשוואה בין-לאומית אך גבוה מההערכות לגבי פוטנציאל הצמיחה – ואין עדיין סימנים להתאוששות האינפלציה. הכלכלה בסין צמחה ב-6.7% ברבעון הרביעי של השנה, ומדדי מנהלי הרכש הצביעו על המשך ההתרחבות בפעילות הכלכלית, בין היתר על רקע המשך הגידול באשראי. בשווקים המתעוררים האחרים (בעיקר ברזיל ורוסיה) נמשכה מגמת הצמיחה שנשענת על ההתייצבות במחירי הסחורות ועל עליית הביקוש בסין, אך תוואי הריבית העולה בארה"ב ומדיניות הסחר הצפויה בה חושפת אותם לסיכונים.

### שוק המניות

שוק המניות העולמי נסחר בחודש פברואר במגמה חיובית בהמשך ישיר לשלושת החודשים שקדמו לו. החודש גם מדד ת"א 35 הצטרף לעליות וסיים בעליה חודשית של כ- 1.0%. בסיכום חודשי רשמו רוב המדדים בעולם תשואות חיוביות. 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%	-3.24%	מדד ת"א 35
-25.9%	4.8%	24.7%	-9.8%	-5.4%	17.3%	6.94%	מדד ת"א 90
-9.4%	13.4%	20.3%	2.1%	-4.3%	5.6%	5.37%	מדד MSCI
0.0%	13.4%	29.6%	11.4%	-0.7%	9.5%	5.57%	מדד S&P 500
-17.8%	13.8%	14.7%	1.2%	4.1%	0.7%	0.88%	מדד DJ Euro Stoxx50

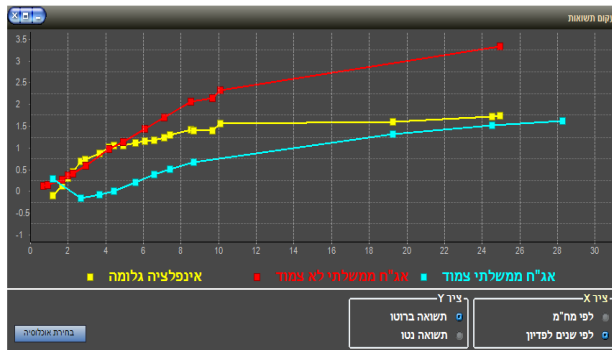
### שוק האג"ח

עליית תשואות קלה נרשמה גם החודש. התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים נסחרה בסוף החודש ברמה של 2.39% לעומת 2.47% בסוף החודש הקודם. על פי ציפיות הריבית של חברי הפד, נקודת שיווי משקל אמורה להיות בסביבות 2.6%. לאחר המלצה ארוכת טווח, שלא להיחשף לאגרות חוב ממשלתיות ארוכות, ניתן להתחיל להאריך מח"מ באופן הדגרתי לאור עליית התשואות הניכרת שפקדה אפיק זה בחודשיים האחרונים.

אגרות החוב המקבילות של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 1026) נסחרות בסוף חודש פברואר בתשואה לפדיון של 2.14%, לעומת 2.17% בסוף חודש קודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית עומד על 25 נ"ב. בדומה לשוק האמריקאי, אנו ממליצים על הארכת מח"מ ל-4 שנים.

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש פברואר 2017, הינן ברמה שנתית של 0.7% שנתיים קדימה, כ- 1.5% בטווח של 5 שנים וכ- 2.3% 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 פברואר ב- 0.36% ותל-בונד 40 עלה ב- 0.11%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש פברואר על כ- 139 נקודות בסיס בתל-בונד 20 ו- 110 נקודות בתל-בונד 40. באפיק הקונצרני, אנו ממשיכים להמליץ על השקעה סלקטיבית באגרות חוב שנותנות תמורה הולמת לסיכונים האשראי של החברה.



תשואות לפדיון			
חודש קודם	סוף החודש	מח"מ	
0.16%	0.19%	1 שנה	מקמ לשנה
2.38%	2.33%	7.8 שנים	ממשלתי שקלי 1026
2.47%	2.39%		אג"ח ארה"ב ל-10 שנים
1.62%	1.47%	4.5 שנים	תל בונד 20
2.80%	2.75%	4.1 שנים	תל בונד שקלי

### שוק המט"ח

החודש נמשכה ואף התגברה מגמת התחזקות השקל מול המטבעות המובילים בעולם. הדולר נחלש החודש מול השקל ב-2.39% ואילו האירו נחלש מול השקל ב-3.7%. אין ספק שהנתונים הכלכליים הבסיסיים של עודף בחשבון השו"מ, צמיחה גבוהה יחסית ואינפלציה אפסית, תומכים בהמשך התחזקות השקל. יחד עם זאת, לנוכח המדיניות המוניטרית המצמצמת בארה"ב לעומת המשך מדיניות מרחיבה באירופה וביפן, אנו מאמינים כי בטווח הארוך הדולר צפוי להמשיך להתחזק מול מרבית המטבעות בעולם ובסוף גם מול השקל.

שער אחרון	חודש	2016	2015	2014	2013	2013	2012	2011	
3.659	-2.9%	-1.5%	0.3%	12.0%	-7.0%	-7.0%	-2.3%	7.7%	שער שקל/דולר
3.878	-4.4%	-4.8%	-10.1%	-1.2%	-2.8%	-2.8%	-0.4%	6.5%	שער שקל/אירו

### אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש פברואר פקעו מוקדם, כיאה לחודשי פברואר, לפי מדד 1444.86 ובכך שיקפו עליה של 1.27% ביחס לפקיעת החודש הקודם.

סטיית התקן ירדה החודש לרמת 9.5%, אולם מיד לאחר הפקיעה עלתה בהדרגה חזרה ל-10% סביב בכס"ף. האסטרטגיה החודשית הניבה תשואה חיובית של 0.92% לאחר שההגנה לא נכנסה לכס"ף.

### אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

מזה חודשיים שאנו בדעה שהמעו"ף לא יקר ומתבדלים. בשלב זה, לאחר שחודש ינואר התברר כאכזבה גדולה למשקיעים וחודש פברואר הראה ניצנים של אופטימיות תוך גידול מסוים במחזורי המסחר הממוצעים (הרבה מכך בזכות רפורמת המדדים שיושמה החודש), אנו סבורים שהלחץ המאסיבי ממנו סובל מדד ת"א 35 צפוי לקטון ומעריכים כי ציבור המשקיעים יחזור לבנות אמון הדרגתי במדד הדגל בישראל.

לאור פער התשואות שנפתח בשנה וחצי האחרונות ביחס לשווקים רבים בעולם, לאור רמת תמחור נוחה שאנו מזהים במדד ולאור עדכוני מדדים מבורכים שהתקיימו במהלך חודש פברואר, כאמור, האסטרטגיה המוצעת החודש הינה לונג חוזים עם הגנה במדד 1380.

בהתקרב השוק לרמת 1480, תיבחן האפשרות לכתיבת קול 1520 והפיכת האסטרטגיה לקול מכוסה. עלות ההגנה 0.2% במונחי תשואה על נכס הבסיס.

### גרף אסטרטגיה מומלצת:

