

### פעילות ריאלית

**המדד המשולב** למצב המשק לחודש ינואר עלה בכ-0.3%, בדומה לקצב עלייתו הממוצע במהלך כל שנת 2017. הממד הושפע לטובה מהעלייה בייצוא הסחורות בינואר ומעלייה קלה בפדיון המסחר הקמעונאי בדצמבר. את קצב עלייתו של הממד מיתנו הירידות בייצור התעשייתי ובפדיון השירותים בינואר. **שיעור האבטלה** בגילאי העבודה העיקריים (25-64) בחודש ינואר 2018 עמד על 3.1%, לעומת 3.4% בחודש דצמבר 2017.

### תקציב הממשלה

בחודש ינואר נמדד עודף בפעילותה התקציבית של הממשלה בסך של 4.7 מיליארד ₪. חודש ינואר מתאפיין עונתית בעודף תקציבי עקב הכנסות מסים גבוהות והוצאות נמוכות של המשרדים. בתקציב לשנת 2018 מתוכנן גירעון שנתי בסך של 38.5 מיליארד ₪ שהם 2.9% מהתמ"ג. הגירעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים (פברואר 2017 – ינואר 2018) עומד על 1.9% מהתמ"ג. סך גביית המסים בחודש ינואר הסתכמה בכ- 29.7 מיליארד ₪, בהשוואה לחודש ינואר אשתקד ההכנסות ממסים עלו נומינלית ב-4.5%.

### אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש ינואר) ירד ב-0.5% בהשוואה לדצמבר 2017. בשניים עשר החודשים האחרונים (ינואר 2018 לעומת ינואר 2017) עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.1%. על פי נתוני המגמה לתקופה שבין אוקטובר 2017 – ינואר 2018, קצב העלייה השנתי של מדד המחירים לצרכן הגיע לכ-0.6%.

2012	2013	2014	2015	2016	2017	YTD	חודש אחרון	
1.6%	1.8%	-0.2%	-1.0%	-0.2%	0.4%	-0.5%	-0.5%	מדד המחירים לצרכן

### שיעור הריבית

**בנק ישראל החליט להותיר את הריבית לחודש פברואר 2018 ללא שינוי ברמה של 0.1%**. הגורם העיקרי שהשפיע על החלטת הבנק היה סביבת האינפלציה הנמוכה והיא מוסיפה להיות נמוכה מהיעד, אך חלה עלייה מסוימת בצפייות לאינפלציה לטווחים הקצרים והבינוניים. בחודשים הקרובים צפויה ירידה זמנית באינפלציה השנתית. הפיחות שחל בחודש האחרון, ככל שיתמיד, כמו גם עליית השכר במשק, יתמכו בחזרת האינפלציה ליעד. בטווח הקרוב לא צפויה העלאת ריבית בארץ.

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

## כלכלה עולמית

- ❖ **גלובלי** – התנודתיות החדה בשווקים הפיננסיים, נוכח העלויות בשנים האחרונות, ולאור הצטברות משמעותית של נתונים טובים מהצפי (במיוחד בארה"ב), הובילו לחששות מהידוק מוניטרי מהיר יותר ביחס להערכות המוקדמות. הבנקים המרכזיים בעולם מתאימים בהדרגה את המדיניות המוניטרית לצמיחה המהירה ולהתגברות החששות מאינפלציה. שיקולי יציבות פיננסית מקבלים משקל הולך וגדל במדיניות המוניטרית. עליית התשואות באג"ח בעולם הן תגובה להערכות אלו.
- ❖ **אירופה** – הצמיחה בגוש האירו ברבעון האחרון של 2017 הייתה 2.4% בשיעור שנתי, כאשר 2 הכלכלות הגדולות גרמניה וצרפת הובילו עם צמיחה של 2.5% כל אחת. גם נתוני הייצור התעשייתי היו טובים מהצפי, עם עלייה של 0.4% בדצמבר ו-5.2% ב-12 החודשים האחרונים, הקצב המהיר ביותר מאז 2011. למרות המשך הצמיחה המהירה, האינפלציה בגוש האירו לא מתקרבת ליעד של הבנק המרכזי של 2%, בינואר האינפלציה ירדה ל-1.3%, אך אינפלציית הליבה עלתה קלות ל-1%. נגיד הבנק המרכזי בגוש האירו ציין שעוד מוקדם מדי להכריז על כך שהאינפלציה תתכנס לכיוון היעד של 2%, על כן המדיניות המוניטרית של הבנק צפויה להישאר מרחיבה מאוד. בבריטניה הבנק המרכזי הותיר את המדיניות המוניטרית ללא שינוי, יחד עם זאת במסיבת העיתונאים שקיים נרשמה נימה "ניצית" של חברי הוועדה, האינפלציה הייתה מעל הצפי ונותרה כ-3% בינואר, אינפלציית הליבה עלתה ל-2.7%.
- ❖ **ארה"ב** – דוח התעסוקה הראשון לשנת 2018 היה טוב והראה עלייה של כ-200 אלף משרות חדשות בינואר, מעל לצפי. שיעור האבטלה נותר ברמה נמוכה היסטורית של 4.1% וכך גם שיעור ההשתתפות 62.7%. במקביל, נרשמה האצה בקצב העלייה בשכר הממוצע ל-2.9% ב-12 החודשים האחרונים, הקצב המהיר ביותר מאז 2009. סקטור חברות התעשייה נותר גבוה מאוד ועל פי מדד ה-ISM עמד על 59.1 נקודות, מעל הצפי. המדד המקביל לענפי השירותים היה גם כן מצוין ועלה ל-59.9 נקודות. האינפלציה בינואר 2018 הייתה גבוהה מהצפי, האינפלציה ואינפלציית ליבה נותרו 2.1% ו-1.8% בהתאמה ללא שינוי, לעומת צפי לירידה. היציבות במדד הליבה נבעה, בין השאר, מעלייה מהירה במחירי ההלבשה, הבריאות והתחבורה. נגיד הפד החדש, ג'רום פאוול, בעדותו מול הקונגרס היה שורי ואופטימי מהצפוי וציין כי תחזיות הצמיחה שלו אופטימיות יותר כיום, לעומת דצמבר, ולכן נרשמה עלייה בציפיות האינפלציה. כל הנתונים הללו מובילים בסבירות גבוהה לעליית ריבית במרץ.
- ❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – בסין, האינפלציה ירדה ל-1.5% בינואר לעומת 1.8% בדצמבר. בכך, האינפלציה נמצאת מתחת ליעד של הבנק המרכזי כבר יותר מ-4 שנים (ומתחת ל-2 אחוזים כבר יותר משנה) ביפן, התוצר עולה 8 רבעונים ברציפות, נתון שלא נראה כ-3 עשורים. יחד עם זאת קצב הצמיחה ברבעון האחרון של 2017 היה הנמוך ביותר ברצף הנוכחי, עם 0.5% בלבד בשיעור שנתי, יש לציין כי צמיחה זו היא גם טכנית בלבד ונבעה מירידת מחירי התוצר. האינפלציה המשיכה לעלות והגיעה ל-

1.4% בינואר לעומת 1% בדצמבר, מעט מעל הצפי, בעיקר בשל עלייה במחירי האנרגיה. כך שאינפלציית הליבה (בניכוי מחירי המזון והאנרגיה) עלתה ב-0.4% בלבד, רחוק מיעד ה-2% של הבנק המרכזי. כהונתו של נגיד הבנק הנוכחי הוארכה בעוד 5 שנים, והמועמדים המובילים למועצת הבנק הביעו תמיכה במדיניות המאוד מרחיבה שלו. כך שב-2019 הבנק המרכזי היפני צפוי להיות היחיד שימשיך במדיניות רכישות האג"ח.

### שוק המניות

שוק המניות העולמי נסחר בחודש פברואר במגמה שלילית על רקע הציפיות לאינפלציה ועליית התשואות באג"ח בארה"ב. אנו מאמינים, שאפיק המניות יכול להמשיך ולהיות המנוע המרכזי ליצירת תשואה בתיקים, אולם יש לקחת בחשבון ששנת 2018 תהיה תנועתית יותר מקודמתה. מבחינת רמות מחירים ומכפילים, השוק הישראלי מעניין יותר ממרבית השווקים בחו"ל.

2012	2013	2014	2015	2016	2017	YTD	
9.2%	12.1%	10.2%	4.3%	-3.8%	2.75%	-0.61%	מדד ת"א 35
4.8%	24.7%	-9.8%	-5.4%	17.3%	21.2%	0.48%	מדד ת"א 90
13.4%	20.3%	2.1%	-4.3%	5.6%	21.6%	0.98%	מדד MSCI
13.4%	29.6%	11.4%	-0.7%	9.5%	19.4%	1.50%	מדד S&P 500
13.8%	14.7%	1.2%	4.1%	0.7%	6.5%	-1.86%	מדד DJ Euro Stoxx50

### שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים נסחרה בסוף החודש ברמה של 2.87%, לעומת 2.72% בסוף חודש ינואר. על פי ציפיות הריבית של חברי הפד, נקודת שיווי משקל אמורה להיות בסביבות 2.6%.

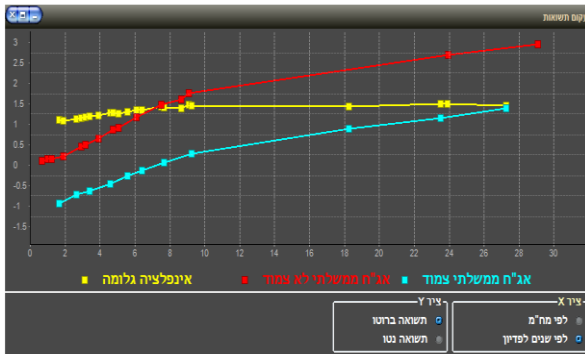
לאור עליית התשואות באפיק זה בחודשים האחרונים ולאור העובדה שהשוק מגלם לראשונה, מזה מספר שנים, תשואות גבוהות ביחס לתחזית הפד, אנו ממליצים להיות במשקל חסר באפיק עד להתייצבות מחודשת של התשואות.

אגרות החוב המקבילות של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0327) נסחרות בסוף חודש פברואר בתשואה לפדיון של 1.77%, לעומת 1.72% בסוף חודש קודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית הינו שלילי ועומד על 110 נ"ב. בדומה לשוק האמריקאי, אנו ממליצים על מח"מ של 4 שנים.

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש פברואר 2018, הינן ברמה שנתית של 1% שנתיים קדימה, כ-1.2% 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 שלילית. מדד התל-בונד 20 ירד בחודש פברואר ב-1.03% ותל-בונד 40 ירד ב-0.66%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף

חודש ינואר על כ- 129 נקודות בסיס בתל-בונד 20 ו- 133 נקודות בתל-בונד 40. באפיק הקונצרני, אנו ממשיכים להמליץ על השקעה סלקטיבית באגרות חוב המעניקות תמורה הולמת לסיכוני האשראי של החברה. לאור עליית התשואות באג"ח של ממשלת ארה"ב, אנו ממליצים כעת לקצר מעט מח"מ ולהימנע באופן כללי מאחזקת אג"ח ארוכות, עד למציאת שיווי משקל חדש, להערכתנו סביב 3% ב-T10.



תשואות לפדיון				
חודש קודם	סוף החודש	מח"מ		
0.12%	0.09%	1 שנה		מקמ לשנה
1.72%	1.77%	8.25 שנים	0327	ממשלתי שקלי
2.72%	2.87%			אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
0.85%	0.92%	4.64 שנים		תל בונד 20
2.18%	2.56%	4 שנים		תל בונד שקלי

### שוק המט"ח

החודש הדולר התחזק מול השקל בכ- 2.35% והאירו התחזק מול השקל בכ- 0.41%. 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 הנוכחי, אנו ממליצים להגדיל חשיפה למטבע האמריקאי.

2013	2014	2015	2016	2017	YTD	חודש	שער אחרון	
-7.0%	12.0%	0.3%	-1.5%	-9.83%	0.52%	2.35%	3.4850	שער שקל/דולר
-2.8%	-1.2%	-10.1%	-4.8%	2.69%	2.55%	0.41%	4.2586	שער שקל/אירו

### אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש פברואר פקעו לפי מדד 1498.75 ובכך שיקפו ירידה בשיעור של 2.41% ביחס לפקיעת החודש הקודם. החודש היה מפתיע בחולשתו, לאחר שכל שווקי העולם חוו מימושי רווחים. סטיית התקן עלתה החודש תוך שהיא מנסה למצוא שיווי משקל חדש סביב 11-11.5% בכסף. האסטרטגיה החודש הניבה תשואה שלילית של 2.53% לאחר שההגנות שמוקמו במדד 1470 פקעו מחוץ לכסף.

### אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

למרות חודש שלילי מפתיע למדי, אנו ממשיכים לנקוט בגישה חיובית בנוגע למדד המעו"ף, בוודאי כל עוד הוא נסחר מעל 1470 נקודות המדד. מתחת לרמה זו, נצטרך לעשות הערכה מחודשת בנוגע למידת הוודאות של פריצת הדשדוש וכיוונו הכללי של המדד. לאור החולשה הזמנית בשווקים ועליה מסוימת במידת התנודתיות בהם, האסטרטגיה החודשית שלנו היא לונג חוזים בשילוב הגנות ממדד 1470 עד רמת 1390. רמה זו אמורה לשמש כעת כרמת תמיכה, כאשר כל עוד מדד המעו"ף יסחר מעליה, הנחת העבודה תהיה לונג. עלות האסטרטגיה הינה 0.35% במונחי תשואה על נכס הבסיס.

### גרף אסטרטגיה מומלצת:

