

פעילות ריאלית

המדד המשולב למצב המשק לא פורסם החודש מפאת החגים. השיפור בצמיחת המשק נמשך. שיעור צמיחת המשק ברבעון השני עודכן כלפי מעלה בקריאה השלישית לשיעור של 4.3% ובסך-הכל צמח המשק במחצית הראשונה של השנה בכ- 3.2% במונחים שנתיים. **שיעור האבטלה בחודש ספטמבר ירד לרמה של 4.7%**.

תקציב הממשלה

הגרעון המקומי המצטבר בפעילות הממשלה בחודשים ינואר-ספטמבר 2016 הסתכם ב- 2.9 מיליארד ש"ח, בהשוואה לגרעון של כ- 1.3 מיליארד בתקופה המקבילה אשתקד. הגרעון המקומי נמוך בכ- 7.7 מיליארד ש"ח מהתוואי העונתי התואם את יעד הגרעון לשנת 2016. גביית המסים בחודש ספטמבר עמדה על כ- 25.3 מיליארד ש"ח, גבוה מהגבייה מהאומדן המקורי ומהתקופה המקבילה אשתקד. תקציב המדינה לשנים 2017-2018 שאושר בממשלה כבר לפני חודשיים, טרם אושר בכנסת. הגרעון התקציבי שאושר עומד על 2.9% תוצר בכל שנה, גבוה מהמטרה שנקבעה בתקציב הקודם.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש ספטמבר) ירד כצפוי ב- 0.1%. ב- 12 החודשים האחרונים נרשמה אינפלציה שלילית של 0.4%. בניכוי מחירי האנרגיה והפחתות המחירים האדמיניסטרטיביות נרשמה ב- 12 החודשים האחרונים אינפלציה של 0.2%. תחזית האינפלציה לשנה הקרובה של הכלכלנים עומדת על 0.7%.

2010	2011	2012	2013	2014	2015	YTD	חודש אחרון	
2.7%	2.2%	1.6%	1.8%	-0.2%	-1.0%	0.0%	-0.1%	מדד המחירים לצרכן

שיעור הריבית

בנק ישראל הותיר את הריבית לחודש נובמבר 2016 ללא שינוי ברמה של 0.10%. הגורמים העיקריים שהשפיעו על החלטת הבנק היו: ציפיות אינפלציה שנתו נמוכות (מתחת לגבול התחתון של היעד), אומדן נתוני הצמיחה במחצית הראשונה של 2016 דומה לקצב הצמיחה הממוצע של השנים האחרונות, לצד צמיחה מתונה בכלכלה העולמית.

חודש קודם	אחרון	
0.10%	0.10%	ריבית בנק ישראל
0.50%	0.50%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
0.00%	0.00%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

כלכלה עולמית

- ❖ **גלובלי** – המשק העולמי ממשיך לצמוח בקצב איטי. ע"פ התחזית של קרן המטבע, שיעורי הצמיחה הצפויים לשנים 2016 ו-2017, נותרו 3.1% ו-3.4% בהתאמה. הבנקים המרכזיים בעולם ממשיכים בינתיים ליישם מדיניות מוניטרית מרחיבה.
- ❖ **אירופה** – התמ"ג לרבעון השלישי בגוש האירו עלה ב-0.3% בקריאה השניה (בהתאם לתחזיות). בנאום שנשא החודש נגיד הבנק האירופאי מריו דראגי בברלין, הגן על מדיניות ה-QE, במסגרתה הבנק המרכזי חתך את הריביות לרמת שפל ורוכש אג"ח ממשלתיות וקונצרניות בהיקף של עשרות מיליארדי אירו מדי חודש. לדבריו, המדיניות אותה מוביל הבנק המרכזי הצליחה לבלום את המשבר בגוש האירו וחילצה את הכלכלה מדפלציה מתמשכת. מטרתה של מדיניות ההקלה המוניטרית היא להגביר את פעילות האשראי של הבנקים, להזרים לסקטור העסקי עשרות מיליארדי דולרים ולהגביר את הביקושים של משקי הבית וכפועל יוצא מכך להעלות את קצב האינפלציה. כלכלת בריטניה צמחה ב-0.5% ברבעון השלישי (התחזיות היו לצמיחה של 0.3%).
- ❖ **ארה"ב** – הכלכלה האמריקאית צמחה ברבעון השלישי של 2016 בקצב שנתי ריאלי של 2.9%. ההערכות לשנת 2016 עומדות על צמיחה של כ-2%. בשוק העבודה נוספו בחודש ספטמבר 156,000 משרות וההערכות הן שהשוק מתקרב לתעסוקה מלאה. מפרוטוקולי הפד שפורסמו החודש עולה שחברי הפד ציינו כי "העלאת ריבית בארה"ב תידרש ממש בקרוב", ומצד שני מספר חברים הביעו דאגה כי העלאת ריבית בתקופה בה שוק העבודה לא בתעסוקה מלאה, עלולה לדחוף את המשק למיתון. ספר הבז', אשר פורסם החודש, מצביע על צמיחה מתונה ברוב האזורים במהלך ספטמבר ובחצי הראשון של אוקטובר.
- ❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – בסין, הצמיחה ברבעון השלישי עמדה על 6.7% לעומת הרבעון המקביל בשנה הקודמת ועל 1.8% לעומת הרבעון השני של 2016. נתוני המאזן המסחרי במדינה הצביעו על ירידה של 5.6% ביצוא בספטמבר, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. היצוא בסין באוגוסט טיפס בכ-6% בעוד היבוא ירד ב-2.2% בשיעור שנתי. ההשקעות בכלכלת הענק עלו ב-8.2% בחישוב שנתי, לתקופה שבין ינואר עד ספטמבר. הבנק המרכזי של דרום קוריאה הותיר את הריבית על כנה ברמה של 1.25%, זה החודש הרביעי ברציפות, זאת בצל החשש מפני החוב הגואה של משקי הבית. נתוני התמ"ג שפרסם הבנק המרכזי של דרום קוריאה הצביעו על ירידה בקצב הצמיחה ברבעון השלישי לרמה של 2.7% בחישוב שנתי, לעומת קצב הצמיחה ברבעון השני שעמד על 3.3%. הבנקים המרכזיים של יפן ואוסטרליה הותירו החודש את הריביות ללא שינוי.

שוק המניות

שוק המניות העולמי נסחר בחודש אוקטובר במגמה שלילית. מדד ת"א 25 ממשיך להציג ביצועי חסר לעומת יתר המדדים, וזאת לנוכח הסנטימנט השלילי בתחום הפארמה בכלל ובמניות פריגו וטבע בפרט. ברמת הריביות הנוכחית, אנו מאמינים, שאפיק המניות 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	YTD	חודש אחרון	
-18.2%	9.2%	12.1%	10.2%	4.3%	-8.1%	-3.2%	מדד ת"א 25
-25.9%	4.8%	24.7%	-9.8%	-5.4%	11.3%	0.36%	מדד ת"א 75
-9.4%	13.4%	20.3%	2.1%	-4.3%	2.9%	-1.77%	מדד MSCI
0.0%	13.4%	29.6%	11.4%	-0.7%	4.0%	-1.94%	מדד S&P 500
-17.8%	13.8%	14.7%	1.2%	4.1%	-6.5%	1.76%	מדד DJ Euro Stoxx50

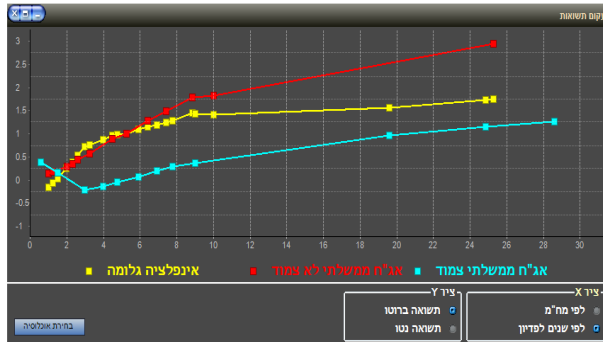
שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים נסחרה בסוף החודש ברמה של 1.83% ירידה לעומת סוף החודש הקודם. על-פי כל ההערכות ישנה הסתברות גבוהה להעלאת ריבית הפד ב- 0.25% בחודש דצמבר השנה. אנו עדיין ממליצים על משקל חסר משמעותי בחשיפה לאגרות חוב ארוכות של ממשלת ארה"ב ומתקשים להאמין שתשואות נמוכות אלו צפויות להישמר זמן רב.

אגרות החוב המקבילות של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 1026) נסחרות בסוף חודש אוקטובר בתשואה לפדיון של 1.80%, לעומת 1.74% בסוף חודש קודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית ירד אל שוב לטריטוריה שלילית. בדומה לשוק האמריקאי, אנו בדעה שאגרות החוב הממשלתיות במח"מ ארוך, אינן מניבות תשואה הולמת לסיכון הגלום בהן.

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש אוקטובר 2016, הינן ברמה שנתית של 0.3% שנתיים קדימה, כ- 1.0% בטווח של 5 שנים וכ- 1.5% 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 קלה. מדד התל-בונד 20 עלה בחודש אוקטובר ב- 0.22% ותל-בונד 40 עלה ב- 0.19%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש אוקטובר על כ- 175 נקודות בסיס בתל-בונד 20 ו- 127 נקודות בתל-בונד 40. באפיק הקונצרני, אנו ממשיכים להמליץ על השקעה סלקטיבית באגרות חוב שנותנות תמורה הולמת לסיכונים האשראי של החברה.



תשואות לפדיון		מח"מ	
חודש קודם	סוף החודש		
0.08%	0.08%	1 שנה	מקמ לשנה
1.74%	1.80%	7.9 שנים	ממשלתי שקלי 1026
1.61%	1.83%		אג"ח ארה"ב ל-10 שנים
1.79%	1.74%	4.4 שנים	תל בונד 20
2.76%	2.80%	4.0 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

החודש נבלמה התחזקות השקל מול סל המטבעות. הדולר התחזק החודש מול השקל בכ- 2.4% והאירו רשם עליה של כ- 0.2% מול השקל. 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 ובכללם מול השקל.

2011	2012	2013	2013	2014	2015	YTD	חודש	שער אחרון	
7.7%	-2.3%	-7.0%	-7.0%	12.0%	0.3%	-1.4%	2.42%	3.849	שער שקל/דולר
6.5%	-0.4%	-2.8%	-2.8%	-1.2%	-10.1%	-0.8%	0.24%	4.213	שער שקל/אירו

אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש אוקטובר פקעו לפי מדד 1422.2 ובכך שיקפו פקיעה שלילית של 2.05% ביחס לפקיעת החודש הקודם.

סטיית התקן עלתה מעט מיד לאחר הפקיעה תוך שהיא מתבססת סביב-11% בכסף. יש לשים לב לתמחור הגדל של האופציות מחוץ לכסף, נתון שגורם ל"סקי" (שיפוע עקום הסטיות) להיות קעור יותר. במילים פשוטות, השחקנים מוכנים לשלם ביטוח יקר יותר עבור ההגנות מחוץ לכסף, ביחס לתקופה האחרונה.

אני מעריך שתופעה זו תלך ותימשך ככל שנתקרב למועד הבחירות בארה"ב ב-8/11. האסטרטגיה החודש הניבה תשואה שלילית של 2.3%.

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

גם חודש אוקטובר לא הביא עמו את הבשורה וחדוות הקניות, ככל שהדברים נוגעים למדד המעו"ף, וזאת למרות תמחור מאוד נח, תשואות חסר בולטות בתקופה האחרונה ורגיעה יחסית בשוקי העולם. נתון זה, מדאיג לכשעצמו, מעלה תהיות בנוגע ליכולתו של המדד לנוע צפונה בנקודת הזמן הנוכחית. אי לכך, עד להודעה חדשה, נתייחס למדד המעו"ף בבחינת כבדהו וחשדהו.. האסטרטגיה המומלצת אם כך, חלף חשיפה ישירה למדד המעו"ף, הינה אסטרטגית מרווח עולה עד מדד 1500 ומרווח יורד ממדד 1380 עד מדד 1310. עלות ההגנה היא 0.25% במונחי תשואה.

גרף אסטרטגיה מומלצת:

