

פעילות ריאלית

המדד המשולב למצב המשק בחודש אוקטובר 2016 עלה ב- 0.1%. השיפור בצמיחת המשק נמשך. על-פי האומדן הראשון, שיעור צמיחת המשק ברבעון השלישי בכ- 3.2% במונחים שנתיים. שיעור האבטלה בחודש אוקטובר ירד לרמה של 3.9%.

תקציב הממשלה

הגרעון המקומי המצטבר בפעילות הממשלה בחודשים ינואר-אוקטובר 2016 הסתכם ב- 4.4 מיליארד ש"ח, בהשוואה לגרעון של כ- 4.13 מיליארד בתקופה המקבילה אשתקד. הגרעון המקומי נמוך בכ- 9.0 מיליארד ש"ח מהתוואי העונתי התואם את יעד הגרעון לשנת 2016. גביית המסים בחודש אוקטובר עמדה על כ- 21.8 מיליארד ש"ח, גבוה מהאומדן המקורי ומהתקופה המקבילה אשתקד. תקציב המדינה לשנים 2017-2018 שאושר בממשלה כבר לפני חודשיים, טרם אושר בכנסת.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש אוקטובר) עלה ב- 0.2% מעט מעל התחזית. ב- 12 החודשים האחרונים נרשמה אינפלציה שלילית של 0.3%. בניכוי מחירי האנרגיה והפחתות המחירים האדמיניסטרטיביות נרשמה ב- 12 החודשים האחרונים אינפלציה של 0.1%. 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%	0.2%	0.2%	מדד המחירים לצרכן

שיעור הריבית

בנק ישראל הותיר את הריבית לחודש דצמבר ללא שינוי ברמה של 0.10%. הגורמים העיקריים שהשפיעו על החלטת הבנק היו: ציפיות אינפלציה שנתרו 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. אנו צופים שריבית בנק ישראל תיוותר ברמתה הנוכחית לפחות עד המחצית השנייה של שנת 2017.

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 מתון והסחר עדיין חלש. הבנקים המרכזיים העיקריים ממשיכים להנהיג מדיניות מוניטרית מרחיבה אך לא נקטו החודש צעדים נוספים. האינפלציה במרבית המדינות המפותחות נותרה נמוכה יחסית אך היא ממשיכה במגמת עליה הדרגתית, בעיקר על רקע התייצבות במחירי האנרגיה והסחורות.

❖ **אירופה** – הנתונים באירופה ממשיכים להצביע על קצב צמיחה מתון. הכלכלה צמחה בשיעור רבעוני של 0.3%. אי הוודאות הפוליטית נותרה גבוהה עד שיערך משאל העם באיטליה בתחילת דצמבר. משאל העם, שיתקיים ב-4 בדצמבר, הפך להצבעת אמון בראש הממשלה על רקע אבטלה גבוהה, יחס חוב - תוצר של 132% ומירמור גובר והולך בקרב מעמד הביניים. ההערכות בשוק הן שהבנק המרכזי יודיע בדצמבר על הארכת תכנית הרכישות (האינפלציה הנמוכה תומכת בהערכה זו). נגיד הבנק המרכזי האירופי מריו דראגי רמז החודש כי בכוונתו להמשיך במדיניות המוניטרית המרחיבה גם בתום המועד המקורי שלה: "למרות שיש מגמות מעודדות בכלכלת גוש האירו, ההתאוששות תלויה במידה רבה בהמשך המדיניות המוניטארית".

❖ **ארה"ב** – תוצאות הבחירות המפתיעות החודש הובילו לעליה חדה בתשואות האג"ח, להתחזקות בשער הדולר ולעליה בהסתברות לשינויים במדיניות הפיסקאלית בארה"ב. עלתה ההערכה בשווקים שהריבית תעלה ב-0.25% בדצמבר, אך בכל מקרה, קצב ההעלאה יהיה איטי. תרמה להערכה זו יו"ר הפד ג'נט ילן אשר אמרה החודש כי "הריבית בארה"ב תעלה בקרוב, וציינה כי אסור להשתוות במועד העלאת הריבית כדי למנוע סיכונים מיותרים". התמ"ג התרחב ברבעון השלישי בשיעור שנתי של 3.2%, זאת בעוד שההערכה הראשונית עמדה על 2.9%. זהו שיעור הצמיחה הגבוה ביותר מאז הרבעון השלישי של 2014 ומהווה זריקת עידוד לאחר הצמיחה האנמית של 1.4% שנרשמה ברבעון השני.

❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – הלחצים הדיפלומטיים ממשיכים להכביד על הכלכלה היפנית, התוצר במדינה צמח ב-0.5% ברבעון השלישי כתוצאה מגידול ביבוא. שיעור האבטלה במדינה נותר יציב ברמה של 3% באוקטובר. במרבית המשקים המתעוררים נרשמו עליות בתשואות האג"ח, ירידות במחירי המניות ופיחות בשערי המטבע אל מול הדולר, זאת על רקע ההערכה שארה"ב עשויה לנקוט מדיניות שתכלול העלאת מכסים ופגיעה בהסכמי סחר. הנתונים אשר פורסמו בסין החודש, הצביעו על התייצבות בקצב הפעילות. נתוני המאזן המסחרי בסין הצביעו על ירידה של 7.3% ביצוא בשיעור שנתי באוקטובר (שיפור לעומת ספטמבר).

שוק המניות

שוק המניות העולמי נסחר בחודש נובמבר במגמה חיובית בולטת בעיקר לאחר תוצאות הבחירות בארה"ב. עליות נרשמו בכל השווקים המפותחים, לעומת ירידות שערים בשווקים המתפתחים. מדד ת"א 25 עלה החודש בכ- 2.9%. 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%	-5.4%	2.87%	מדד ת"א 25
-25.9%	4.8%	24.7%	-9.8%	-5.4%	15.6%	3.87%	מדד ת"א 75
-9.4%	13.4%	20.3%	2.1%	-4.3%	3.5%	0.59%	מדד MSCI
0.0%	13.4%	29.6%	11.4%	-0.7%	7.6%	3.42%	מדד S&P 500
-17.8%	13.8%	14.7%	1.2%	4.1%	-6.6%	-0.12%	מדד DJ Euro Stoxx50

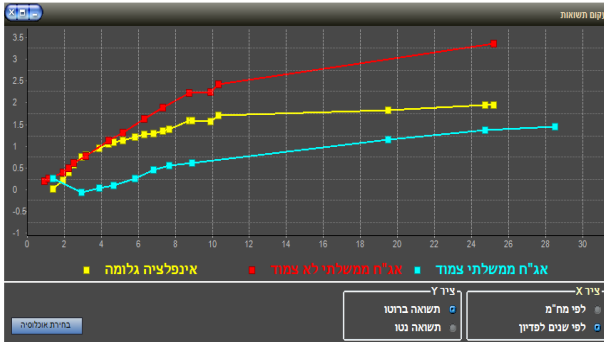
שוק האג"ח

עליית תשואות משמעותית נרשמה החודש. התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים נסחרה בסוף החודש ברמה של 2.39% לעומת 1.83% בסוף החודש הקודם. על-פי כל ההערכות ישנה הסתברות גבוהה מאוד להעלאת ריבית הפד ב-0.25% בחודש דצמבר השנה. אנו עדיין ממליצים על משקל חסר בחשיפה לאגרות חוב ארוכות של ממשלת ארה"ב. על פי ציפיות הריבית של חברי הפד, נקודת שיווי משקל אמורה להיות בסביבת 2.5-2.6%.

אגרות החוב המקבילות של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 1026) נסחרות בסוף חודש נובמבר בתשואה לפדיון של 2.21%, לעומת 1.80% בסוף חודש קודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית נמצא עדיין בטריטוריה 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 0.2% שנתיים קדימה, כ-1.1% בטווח של 5 שנים וכ-1.6% 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 נובמבר ב-0.2% ותל-בונד 40 ירד ב-0.24%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש אוקטובר על כ-171 נקודות בסיס בתל-בונד 20 ו-136 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	
0.08%	0.08%	1 שנה	מקמ לשנה
1.80%	2.21%	8 שנים	ממשלתי שקלי 1026
1.83%	2.39%		אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
1.74%	1.87%	4.6 שנים	תל בונד 20
2.80%	3.15%	4.2 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

החודש היינו עדים לאחד החודשים היותר תנודתיים בשנים האחרונות במסחר במט"ח. הדולר נחלש החודש מול השקל ברבע אחוז. האירו התרסק מול השקל בלמעלה מ-3.5%. 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%	-1.6%	-0.26%	3.839	שער שקל/דולר
6.5%	-0.4%	-2.8%	-2.8%	-1.2%	-10.1%	-4.01%	-3.56%	4.081	שער שקל/אירו

אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש נובמבר פקעו לפי מדד 1451.79 ובכך שיקפו פגיעה חיובית בשיעור של 2.08% ביחס לפקיעת החודש הקודם.

סטיית התקן חזרה לרדת לאחר הבחירות בארה"ב, תוך שהיא מתבססת ברמה נמוכה של 9.5% סביב הכסף. האסטרטגיה החודשית הניבה תשואה חיובית של 1.83%.

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

על אף (ואולי בזכות...) בחירתו המפתיעה של טראמפ, שוק המניות הגיב בחיוב ומדד המעו"ף עלה כאמור בשיעור של כ-2% ביחס לפקיעת החודש הקודם.

אנו סבורים שהלחץ המאסיבי ממנו סבל מדד המעו"ף צפוי לקטון ואנו מעריכים כי ציבור המשקיעים יחזור לבנות את האמון בהדרגה במדד זה.

לאור פער התשואות שנפתח בשנה האחרונה ביחס לשווקים רבים בעולם, לאור רמת תמחור נוחה שאנו מזהים במדד ולאור הלחץ שצפוי לקטון במסחר במניות הפארמה, להן משקל עצום במדד עצמו, אנו מעריכים שלמדד המעו"ף סיכוי טוב להציג תשואות יתר בחודשים הבאים.

אי לכך אנו מציעים אסטרטגית לונג חזקה יחסית, אך לא מוותרים על שימוש בהגנה בעלות זולה יחסית. האסטרטגיה המוצעת החודש הינה רכישת חוזה, הגנה במדד 1380 ומרווח עולה 1/3 בין 1460-1490 (אסטרטגיה שתנוהל באופן דינאמי בסגירה של השוק מעל 1468).

עלות האסטרטגיה הינה 0.3% במונחי תשואה. יעד 1000-1200 ₪ ליחידה.

גרף אסטרטגיה מומלצת:

