

סקירה כלכלית

מרץ 2020

פעילות ריאלית

המדד המשולב למצב המשק לחודש פברואר עלה בכ- 0.26%. מדד זה חושב על סמך נתוני ינואר ופברואר, טרם ההחמרה במשבר הקורונה בישראל ובעולם במהלך מרץ. המדד הושפע לטובה בעיקר מעלייה מעלייה בייצור התעשייתי ובפדיון ענפי המסחר הקמעונאי והשירותים בינואר. מנגד, את העלייה מיתנו בעיקר ירידות ביבוא התשומות ומוצרי הצריכה בפברואר.

שיעור האבטלה בגילאי העבודה העיקריים (25-64) בפברואר עמד על 3.1%, לעומת 3.0% בחודש הקודם.

תקציב הממשלה

בחודש פברואר נמדד גירעון בפעילות התקציבית של הממשלה בסך של 3.3 מיליארד ₪, לעומת גרעון תקציבי של 4.9 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בחודשים ינואר-פברואר נמדד עודף בסך 2.6 מיליארד ₪, לעומת גירעון בסך 5.7 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הגרעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים (מרץ 2019 – פברואר 2020) עמד על 3.1% מהתמ"ג. סך גביית המסים בחודש פברואר הסתכמה בכ- 24.9 מיליארד ₪. סך גביית המסים מתחילת שנת 2020 הסתכמה ב-58.2 מיליארד ₪, גידול נומינלי של 8.3% לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש פברואר) ירד ב-0.1% בהשוואה ינואר 2020. בשניים עשר החודשים האחרונים (פברואר 2020 לעומת פברואר 2019) עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.1%. על פי נתוני המגמה לתקופה שבין נובמבר 2019 – פברואר 2020, קצב העלייה השנתי של מדד המחירים לצרכן הגיע ל-0.3%.

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	חודש אחרון	
-0.2%	-1.0%	-0.2%	0.4%	0.8%	0.6%	-0.5%	-0.1%	מדד המחירים לצרכן

שיעור הריבית

בנק ישראל החליט להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.25%. סביבת האינפלציה נותרה נמוכה. בחודש האחרון השקל נחלש כ- 0.53% במונחי השער הנומינלי אפקטיבי.

חודש קודם	אחרון	
0.25%	0.25%	ריבית בנק ישראל
1.75%	0.25%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
0.00%	0.00%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

כלכלה עולמית

- ❖ **גלובלי** – חודש היסטורי והיסטורי עבר על שוק ההון בכל רחבי הגלובוס. בעקבות התפרצות נגיף הקורונה ומעבר מהיר של כל המדינות בעולם למדיניות של בידוד האוכלוסייה ושיתוק הכלכלה באופן יזום וזמני, ירד שוק המניות העולמי בסיכומו של חודש מרץ בכ-14% (לאחר שירד כבר למעלה מ-35% במהלך החודש).
- שוק אגרות החוב נחבט אף הוא בחוזה החודש, כאשר אגרות חוב בדירוגים הגבוהים ירדו בשיא הירידות בשיעור ממוצע של 13% ואילו אגרות החוב בדירוגים הבינוניים והנמוכים ירדו אף יותר, בסופו של דבר לאחר כמה ימים חיוביים בימים האחרונים של החודש שוק האג"ח ירד כ-7.5% בממוצע.
- ❖ **ארה"ב** – מדד מנהלי הרכש של מכון ISM לפברואר שעלה ל-57.3 נקודות, מעל הצפי והרמה הגבוהה ביותר מזה 12 חודשים. דוח התעסוקה, לפחות עד התפרצות הנגיף, היכה את התחזיות המוקדמות והציג תוספת של 273 אלף משרות חדשות, הרבה מעל הצפי. השכר הממוצע עלה ב-0.4% בפברואר, מעל הצפי ו-3% ב-12 החודשים האחרונים.
- הבנק המרכזי הוריד במהלך החודש את הריבית פעמיים בשיבות שלא מן המניין, בשלב הראשון בשיעור של 0.5% ולאחר מכן הורדה נוספת לטווח של 0-0.25%, פעולות חסרות תקדים. במקביל להורדת הריבית, הפד הכריז על תכנית רכישה של 700 מיליארד דולר, כולל 200 מיליארד דולר באג"ח מגובה משכנתאות (MBS). הפד גם הודיע כי יזרים 40 מיליארד דולר לרכישות במטרה למתן את קצב הפדיונות בשווקים הפיננסיים. בנוסף לכך, חלון האשראי לבנקים הוארך ל-90 יום ושיעור הרזרבה נחתך לאפס. בנוסף, לקראת סוף החודש הנשיא טראמפ הודיע כי יזרים עוד סכום מסיבי של 2 טריליון דולר לשווקים, כל זאת על מנת לשמר את יציבות הכלכלה והשווקים הפיננסיים.
- ❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – בסין, בתגובה להתפשטות הנגיף ועל מנת למתן את ההשפעה הכלכלית הממשלה התערבה פיסקאלית ונקטה במהלך של הרחבה פיסקאלית והפחתות מסים. נתוני סחר החוץ של סין לחודשיים הראשונים היו חלשים כצפוי, הייצוא צלל ב-17.2% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. במקביל גם היבוא ירד ב-4%, מעט טוב מהצפי. היצרנים אמנם עדיין יבאו חומרי גלם, אך לא יכלו לייצר ולייצא בשל ההשבתה. במהלך החודש חלק ניכר מהחברות הבינלאומיות הגדולות חזרו לפעילות, ולקראת סוף החודש רוב סין כבר חזרה לפעילות מלאה. ביפן, הבנק המרכזי הותיר את הריבית ללא שינוי, בהתאם לצפי. הבנק עדכן כלפי מעלה את תחזית הצמיחה שלו לשנתיים הקרובות, 0.9% השנה. אינפלציית הליבה אמנם עלתה ל-0.9% בדצמבר, אך היא עדיין רחוקה מיעד הבנק המרכזי של 2%.

שוק המניות

חודש היסטורי והיסטורי עבר על שוק ההון בכל רחבי הגלובוס. בעקבות התפרצות נגיף הקורונה ומעבר מהיר של כל המדינות בעולם למדיניות של בידוד האוכלוסייה ושיתוק הכלכלה באופן יזום וזמני, ירד שוק המניות העולמי בסיכומו של חודש מרץ בכ-14% (לאחר שירד כבר למעלה מ-35% במהלך החודש).

במהלך החודש חוונו את הירידה החדה בהיסטוריה של שוק ההון (חדה יותר ממשבר השפל הגדול בשנות

סקירה כלכלית

מרץ 2020

ה-30 של המאה הקודמת, וממשבר הסאב-פריים הזכור יותר לכולנו בשנת 2008) והרבעון כולו היה הגרוע ביותר בהיסטוריה של שוק המניות האמריקאי.

בהעדר אלטרנטיבות סולידיות ראויות, מניות אמורות להיות "המשחק היחיד בעיר". עד לסיום משבר הקורונה, משקיעי הערך יזדקקו לעצבים חזקים במיוחד, כפי שניתן לראות בתמחור המאוד גבוה של נגזרי מדדי המניות.

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
10.2%	4.3%	-3.8%	2.75%	-3.04%	14.99%	-21.01%	מדד ת"א 35
-9.8%	-5.4%	17.3%	21.2%	-3.02%	40.30%	-21.64%	מדד ת"א 90
2.1%	-4.3%	5.6%	21.6%	-11.18%	24.05%	-21.74%	מדד MSCI
11.4%	-0.7%	9.5%	19.4%	-6.24%	28.88%	-20.00%	מדד S&P 500
1.2%	4.1%	0.7%	6.5%	-14.34%	24.78%	-25.59%	מדד DJ Euro Stoxx50

שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים עמדה בסוף החודש על 0.70%, לעומת 1.13% בסוף חודש פברואר. על פי ציפיות הריבית המעודכנות של חברי הפד, נקודת שיווי המשקל המעודכנת אמורה להיות 2.3%.

אנו מעריכים כי שוק אגרות החוב בארה"ב יצא מאיזון באופן מוחלט וממליצים שלא להיחשף כעת לשוק החוב האמריקאי, עד למציאת שיווי משקל חדש.

האג"ח המקבילה של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0330) נסחרה בסוף חודש מרץ בתשואה לפדיון של 1.07%, לעומת 0.61% בסוף החודש הקודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית הינו חיובי ועומד על +37 נ"ב. לאור התשואות הנמוכות מאוד הגלומות באפיק זה, אנו ממליצים לקצר מח"מ ל-3 שנים באפיק השקלי. להערכתנו, גם תרחיש של הפחתת ריבית בישראל, ייצר אפקט מוגבל לירידת תשואות ברמת התמחור הנוכחית באפיק.

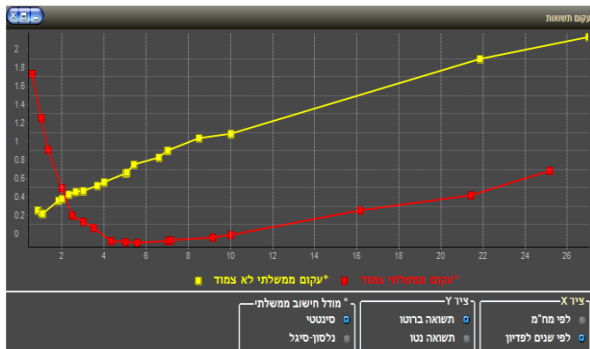
ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש מרץ 2020, הינן ברמה שנתית של 0.6% שנתיים קדימה, כ-0.6% בטווח של 5 שנים וכ-1.6% בטווחים הארוכים. אנחנו מפחיתים המלצתנו למשקל יתר לצמודים וממליצים על משקל שווה בין שקלים לצמודים תוך שמירה על מח"מ של 5 שנים באפיק זה.

האפיק הקונצרני נסחר החודש במגמה שלילית חדה. מדד התל-בונד 20 צלל בחודש מרץ בכ-6.58% ותל-בונד 40 צלל בכ-6.30%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש נובמבר על כ-199 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ-214 נקודות בתל-בונד 40.

סקירה כלכלית

מרץ 2020

באפיק הקונצרני, אנו ממשיכים להמליץ על השקעה סלקטיבית באגרות חוב המעניקות תמורה הולמת לסיכוני האשראי של החברה. מכיוון שהעלאת ריבית אינה נראית באופק, אנו מרגישים בנח לתת משקל סגולי נמוך יותר למח"מ בתקופה הקרובה, ומשקל יחסי גבוה לאיכות האשראי של החברה.



תשואות לפדיון			
חודש קודם	סוף החודש	מח"מ	
0.13%	0.16%	1 שנה	מקמ לשנה
0.61%	1.07%	9.56 שנים	ממשלתי שקלי 0330
1.13%	0.70%		אג"ח ארה"ב ל-10 שנים
0.23%	2.16%	4.31 שנים	תל בונד 20
2.32%	5.35%	3.62 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

הדולר והאירו התחזקו החודש מול השקל בכ-2.83% וכ-2.11% בהתאמה. אנו ממליצים להגדיל חשיפה לדולר ברמת 3.5-3.45 ולהפחית באופן משמעותי ברמת 3.83.

2015	2016	2017	2018	2019	YTD	חודש	שער אחרון	
0.3%	-1.5%	-9.83%	8.10%	-7.79%	3.15%	2.83%	3.5650	שער שקל/דולר
-10.1%	-4.8%	2.69%	3.35%	-9.63%	0.57%	2.11%	3.9003	שער שקל/אירו

אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש מרץ פקעו ב-1241.12 נקודות המדד ובכך שיקפו ירידה חודשית היסטורית והיסטורית של 25.2% ביחס לפקיעת החודש הקודם. מדובר בשינוי החודשי החד בהיסטוריה של המעו"ף!

בחודש שעבר כתבנו שהמשקיעים לא מתמחרים סיכונים נכונה לטעמנו בתקופה זו ולא נותנים משקל נכון לתמחר סיכונים אפשריים בתקופת משבר הקורונה. אין ספק שהמשקיעים התעוררו החודש בגדול לעולם חדש.

החודש נשברו הרבה מאוד שיאים שליליים בשווקים באופן כללי ועבור פעילי הנגזרים בפרט. מכיוון שלא זהו המקום לפרט את כל הדברים החריגים שקרו החודש בשווקים, רק אציין שסטיית התקן עלתה החודש בפראות כאשר בשיא הפאניקה הגיעה ל-80% סביב הכסף!! גידול של 347% ביחס לסטיית החודש הקודם, ושדרישת הבטחונות לנגזרים עלתה ב-500% בשיאה!! אני יודע שעבור מרבית הקוראים נתונים אלה נשמעים משמעותיים, אך עבור פעילים, נתונים אלה נשמעים כלקוחים מסרטי אימה!

האסטרטגיה החודשית הניבה תשואה שלילית של 23.47%, לאחר שמיקום אסטרטגיית ההגנות בטווח פקיעה הכי נמוך בהיסטוריה (עד לחודש זה), לא שירתה אותנו במלואה, אך הזזת פוט ל-1400 ל-1430 במהלך החודש קיבעה רווח של 1.73% במונחי נכס בסיס.

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

לאחר העליה הקיצונית בסטיית התקן הגלומה באופציות, מעתה ועד לחזרה לשיווי משקל חדש בשווקים, כל ההגנות בתיקים ישולבו באסטרטגיות ולא באופן ישיר. התוחלת של הגנות עירומות בסטיית תקן גבוהה כ"כ, צפויה להיות שלילית מובהקת!

האסטרטגיה החודש תהיה covered call במרחק 10% מהכסף (לאור התנועה החודשית החרیגה כלפי מטה, אנו לוקחים מקדם זהירות ומרחיקים את מיקום הכיסוי ב-4% נוספים ביחס לימי שגרה). בכל פקיעה נמוכה מ-10% עליה חודשית, צפויה האסטרטגיה לייצר תשואה עודפת של 1.8% ביחס לתשואת המדד.

גרף אסטרטגיה מומלצת

