

סקירה כלכלית

אפריל 2020

פעילות ריאלית

המדד המשולב למצב המשק לחודש מרץ עלה ב- 0.06%. הירידה האחרונה של המדד נרשמה לפני 8 שנים בזמן משבר החובות באיחוד האירופי, לפני כן נרשמה ירידה במדד רק במהלך המשבר הפיננסי של 2008. במהלך מרץ החמיר בחדות משבר הקורונה והחל מאמצע החודש הושבת המשק בהדרגה. כתוצאה מכך נרשמו ירידות חדות בייצוא הסחורות ובשיעור המשרות הפנויות במרץ, ירידה ביבוא מוצרי הצריכה וירידה בפדיון של השירותים בפברואר. מדד הייצור התעשייתי עלה בפברואר ומיתן את ירידת המדד המשולב, אולם אינדיקטורים שונים כגון סקר המגמות בעסקים ומדד מנהלי הרכש מצביעים על ירידה שלו במרץ.

שיעור האבטלה בגילאי העבודה העיקריים (25-64) ברבעון הראשון עמד על 3.1%, לעומת 3.2% ברבעון הקודם.

תקציב הממשלה

בחודש מרץ נמדד גירעון בפעילות התקציבית של הממשלה בסך של 15.9 מיליארד ₪, לעומת גרעון תקציבי של 3.6 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בחודשים ינואר-מרץ נמדד גרעון בסך 13.3 מיליארד ₪, לעומת גירעון בסך 9.3 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הגרעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים (אפריל 2019 – מרץ 2020) עמד על 4.0% מהתמ"ג. סך גביית המסים בחודש מרץ הסתכמה בכ- 22.7 מיליארד ₪, עקב משבר הקורונה נדחו תשלומי מע"מ לחודש אפריל והיקף החזרי המס גדל באופן משמעותי כתוצאה מפעולות יזומות להתמודדות עם המשבר. סך גביית המסים מתחילת שנת 2020 הסתכמה ב-80.9 מיליארד ₪, קיטון נומינלי של 2.1% לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש מרץ) עלה ב-0.4% בהשוואה לפברואר 2020. בשניים עשר החודשים האחרונים (מרץ 2020 לעומת מרץ 2019) נותר מדד המחירים לצרכן ללא שינוי. על פי נתוני המגמה לתקופה שבין דצמבר 2019 – מרץ 2020, קצב העלייה השנתי של מדד המחירים לצרכן הגיע ל-0.6%.

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

שיעור הריבית

בנק ישראל החליט להפחית את הריבית ב-0.15% לרמה של 0.1%. בנוסף החליטה הועדה על הפעלת כלי מוניטרי חדש: מתן הלוואות מוניטריות לבנקים לטווח של שלוש שנים בריבית קבועה של 0.1%, ההלוואות מותנות במתן אשראי לעסקים קטנים וזעירים. כמו כן, הועדה החליטה על הרחבת התוכנית במסגרתה מתבצעות עסקאות ריפו מול גופים פיננסיים, כך שהעסקאות יוכלו לכלול גם אג"ח תאגידיות כבטוחה (בנוסף לאג"ח ממשלתית), צעד זה אמור לחזק את התמיכה של התוכנית בזיילות ובתפקוד התקין של השווקים הפיננסיים. משבר הקורונה קטע את מגמת הצמיחה והמשק עבר להתכווצות. התוצר התכווץ ב-5% ברבעון הראשון במונחים רבעוניים. בהנחה שיעקר המגבלות הבריאות יוסרו בהדרגה עד סוף חודש

יוני, צפויה צמיחה שלילית של כ-5% ב-2020, אם כי לאור חוסר הבהירות לגבי המשך המשבר אי הוודאות גבוהה במיוחד לגבי התחזית. השקל נחלש כ-3.4% במונחי השער הנומינלי אפקטיבי. סביבת האינפלציה שהייתה נמוכה טרם המשבר גם ככה ירדה בחדות, הירידות בציפיות לאינפלציה לשנה התעצמה, הציפיות לטווחים הארוכים נותרו יציבות.

חודש קודם	אחרון	
0.25%	0.1%	ריבית בנק ישראל
0.25%	0.25%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
0.00%	0.00%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

כלכלה עולמית

❖ **גלובלי** – חודש חיובי ומפתיע לטובה עבר על השווקים ככלל לאחר הטראומה הקצרה והכואבת שפקדה את השווקים בחודש מרץ, זאת למרות שכלכלת העולם נעצרה לחלוטין באופן יזום ולמרות שמחירי הנפט קרסו קריסה מוחלטת וחסרת תקדים במהלך החודש. בסיכום חודשי עלה מדד המניות העולמי כ-10%. שוק המניות המקומי לא נותר אדיש ועלה אף הוא ב-9% בממוצע. אגרות החוב עלו כ-3% אף הן ובכך תיקנו חלק ניכר מהירידות הקשות שפקדו אותן מאמצע חודש פברואר עד לסוף חודש מרץ.

לפי קרן המטבע הבינלאומית הצפי הוא שהסגר העולמי של הכלכלה העולמית יפחית את התוצר העולמי השנה בכ-3%, בעיקר בשווקים המפותחים שצפויים להתכווץ בכ-6.1%, זאת צפויה להיות השנה החלשה ביותר מאז שנות ה-30 של המאה הקודמת. לפי התחזית, ארה"ב תתכווץ בכ-5.9% וגוש האירו בשיעור חד אף יותר של כ-7.5%. לישראל, הקרן צופה צמיחה שלילית של כ-6.3%. כמו כן, הקרן צופה התאוששות של הצמיחה הגלובלית בשנה הבאה בקצב של כ-5.8%, אך רמת התוצר צפויה להיות עדיין נמוכה יותר בסוף 2021.

❖ **אירופה** – האינפלציה בגוש האירו ירדה במהירות ל-0.7% במרץ, לעומת 1.2% בפברואר על פי האומדן הראשוני, בעיקר בשל ירידה של 3.1% במחירי האנרגיה. אינפלציית הליבה ירדה ל-1.0% בשל הקיפאון במחירי השירותים. מדד מנהלי הרכש בגוש האירו לאפריל צלל ל-13.5!!! נקודות, זאת בשל ההגבלות על הפעילות וההתמוטטות של הביקושים.

❖ **ארה"ב** – דוח התעסוקה הראשוני למרץ היה חלש כצפוי כאשר מהמשק נגרעו 701 אלף משרות, הירידה החודשית החדה ביותר מאז מרץ 2009. לקראת סוף אפריל מספר הדרישות החדשות לדמי אבטלה הגיע במצטבר ל-26 מיליון, הנתון המקדים מלמד ששיעור האבטלה באפריל צפוי לחצות את רף ה-20%, לעומת 4.4% במרץ. מדד מנהלי הרכש של מכון ISM ירד ל-49.1 נקודות בענפי התעשייה ו-52.3 נקודות בענפי השירותים. אינפלציית הליבה ירדה ל-2.1%. מדד אמון הצרכנים צלל באפריל ל-71 נקודות, הירידה החודשית החדה ביותר. המכירות הקמעונאיות במרץ צללו ב-8.7% מעל הצפי.

ממשלת ארה"ב ממשיכה לנסות לשמור על יציבות הכלכלה על ידי הזרמת סכומים אדירים למשק.

תוכנית החילוץ המקורית עמדה על 2.2 טריליון דולר, אבל כבר עברה סכום זה, כאשר על ידי חקיקות בזק, ממשיכה הממשלה להגדיל במאות מיליארדים את הסיוע לעסקים. הבנק המרכזי הודיע שיגדיל את הסכומים של התכניות שכבר אושרו בעוד כ-2.3 טריליון דולר. כחלק מתוכנית החילוץ של הממשלה, הבנק המרכזי ומשרד האוצר צפויים להיות ערבים לכ-95% מהלוואות אשר יעניקו לעסקים קטנים ובינוניים ורשויות שונות. הפד נהיה הבנק המרכזי הלא רשמי של העולם כאשר הודיע שיאפשר לכל בנק מרכזי שיש לו חשבון אצלו בניו יורק להשתמש בכספים על מנת להשתמש במכרזי Repo. הרעיון שעומד אחר המהלך, הוא לא לתת לדולר להתחזק במהירות, דבר שיקשה על התאוששות הכלכלה. הבנק המרכזי הגדיל את הסכום אשר ישמש לרכישת אג"ח קונצרניות ל-750 מיליארד דולר והודיע שיאפשר לגופים שדרכם הוא מבצע את הרכישות לרכוש גם אג"ח של חברות שאינן מדורגות בדירוג השקעה (עם כל מיני הסתייגויות והגבלות). נגיד הפד הודיע שאינו מוטרד מהשלכות התוכנית על האינפלציה שירדה ל-1.5% במרץ, בעיקר בשל ירידה במחיר הנפט. כמעט כל המדינות בארה"ב הודיעו על תאריכי יעד לפתיחה מחדש של העסקים והקלה בהגבלות, ככפוף להתפתחות במספר הנדבקים.

❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – בסין, נתוני הצמיחה הרשמיים לרבעון הראשון היו כצפוי מחרידים, כשנרשמה ירידה של כ-6.8% בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד, הנתון החלש ביותר מאז שנות ה-70. יחד עם זאת, התוצר ברבעון השני צפוי לצמוח בקצב מהיר בשל העובדה שמרבית ההגבלות של הממשלה הוסרו.

ביפן, הבנק המרכזי הודיע שיסיר את התקרה על רכישת אג"ח ממשלתיות על מנת להשאיר את הריבית הארוכה סביב ה-0% והקצרה סביב 0.1%. הסיבה העיקרית נובעת מניסיון של הבנק המרכזי לסייע לממשלה לממן את התוכנית הפיסקאלית הרחבה שהציגה שמוערכת בכ-10% מהתוצר. כמו כן, המהלך המשמעותי יותר היה ההכרזה על שילוש הסכום שישמש את הבנק לרכישת אג"ח קונצרניות ל-20 טריליון יו, לעומת 7.4 טריליון בהחלטה לפני כחודש. במקביל, הבנק הגדיל משמעותית את מגבלות הרכישה של אג"ח מכל חברה, צעד אשר נועד לתרום לירידה במרווחי הסיכון של חברות ואשר צפוי להקל על החברות לגייס חוב ולגלגל הלוואות.

שוק המניות

חודש חיובי ומפתיע לטובה עבר על השווקים ככלל לאחר הטראומה הקצרה והכואבת שפקדה את השווקים בחודש מרץ. בסיכום חודשי עלה מדד המניות העולמי כ-10%. שוק המניות המקומי לא נותר אדיש ועלה אף הוא ב-9% במוצע. הסיבה לתיקונים החדים היא הנכונות של הממשלות והבנקים המרכזיים שלהן לשמור בכל מחיר על הכלכלה על ידי הזרמה כמעט אינסופית של כספים לשוק והורדות ריבית אגרסיביות עד לכדי רמה של 0%.

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%	-15.30%	מדד ת"א 35
-9.8%	-5.4%	17.3%	21.2%	-3.02%	40.30%	-7.75%	מדד ת"א 90
2.1%	-4.3%	5.6%	21.6%	-11.18%	24.05%	-13.46%	מדד MSCI
11.4%	-0.7%	9.5%	19.4%	-6.24%	28.88%	-9.85%	מדד S&P 500
1.2%	4.1%	0.7%	6.5%	-14.34%	24.78%	-21.82%	מדד DJ Euro Stoxx50

שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים עמדה בסוף החודש על 0.64%, לעומת 0.70% בסוף חודש מרץ. על פי ציפיות הריבית המעודכנות של חברי הפד, נקודת שיווי המשקל המעודכנת אמורה להיות 2%, ועל זה כמו שכולנו מבינים, השוק אמר את דברו...
אנו מעריכים כי שוק אגרות החוב בארה"ב יצא מאיזון באופן מוחלט וממליצים שלא להיחשף כעת לשוק החוב האמריקאי, עד למציאת שיווי משקל חדש. על אף שברור לחלוטין שהעלאת ריבית אינה נראית באופק, יחס סיכוי סיכון לא מצדיק החזקת אג"ח ממשלתיות בתשואות כ"כ נמוכות.

האג"ח המקבילה של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0330) נסחרה בסוף חודש אפריל בתשואה לפדיון של 0.84%, לעומת 1.07% בסוף החודש הקודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית הינו חיובי ועומד על +20 נ"ב. לאור התשואות הנמוכות מאוד הגלומות באפיק זה, אנו ממליצים לקצר מח"מ ל-3 שנים באפיק השקלי וגם את זה לייצר באמצעות מח"מ סינטטי. להערכתנו, גם תרחיש של הפחתת ריבית בישראל, ייצר אפקט מוגבל לירידת תשואות ברמת התמחור הנוכחית באפיק.

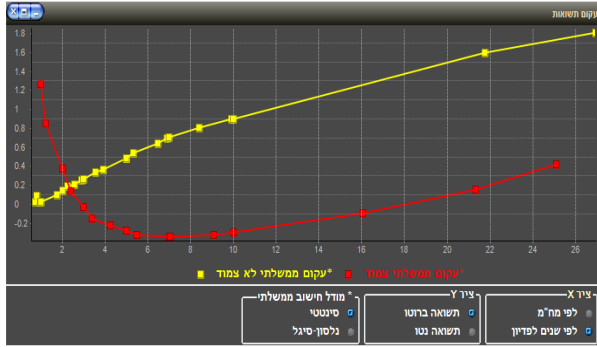
ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש אפריל 2020, הינן ברמה שנתית של 0.9% שנתיים קדימה, כ-0.9% בטווח של 5 שנים וכ-1.6% בטווחים הארוכים. אנחנו מפחיתים המלצתנו למשקל יתר לצמודים וממליצים על משקל שווה בין שקלים לצמודים תוך שמירה על מח"מ של 5 שנים באפיק זה.

האפיק הקונצרני נסחר החודש במגמה חיובית חדה. מדד התל-בונד 20 עלה בחודש אפריל בכ-3.43% ותל-בונד 40 עלה בכ-3.63%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש אפריל על כ-162 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ-128 נקודות בתל-בונד 40.

באפיק הקונצרני, אנו ממשיכים להמליץ על השקעה סלקטיבית באגרות חוב המעניקות תמורה הולמת לסיכונים 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.

סקירה כלכלית

אפריל 2020



תשואות לפדיון		מח"מ	
חודש קודם	סוף החודש		
0.16%	0.05%	1 שנה	מקמ לשנה
1.07%	0.84%	9.48 שנים	ממשלתי שקלי 0330
0.70%	0.64%		אג"ח ארה"ב ל-10 שנים
2.16%	1.67%	4.28 שנים	תל בונד 20
5.35%	4.18%	3.60 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

הדולר והאירו נחלשו החודש מול השקל בכ-1.82% וכ-2.40% 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%	1.27%	-1.82%	3.5000	שער שקל/דולר
-10.1%	-4.8%	2.69%	3.35%	-9.63%	-1.85%	-2.40%	3.8066	שער שקל/אירו

אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש אפריל פקעו ב- 1354.99 נקודות המדד ובכך שיקפו עליה חודשית חדה של 9.17%. ביחס לחודש הקודם. יש לזכור שעליה לא שכיחה זו מגיעה לאחר החודש השלילי בהיסטורית המעו"ף ובאסטרטגיה שהצענו בחודש הקודם, לקחנו מקדם בטוח בטווח הכתיבה שלנו. סטיית התקן ירדה החודש ל-30% בסמוך לפקיעה, לאחר שהגיעה בעיצומה של הפאניקה ל-80% בחודש הקודם, כפי שכתבנו בסקירה הקודמת. האסטרטגיה החודשית הניבה תשואה חיובית של 10.97%, לאחר שהקול הכתוב "הבשרני" שכתבנו במדד 1370 פקע מחוץ לכסף והניב תוספת תשואה חודשית נאה ביותר של 1.8% במונחי נכס בסיס.

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

סטיית התקן הגלומה ממשיכה להיות גבוהה מאוד ביחס לתקופות נורמליות ומאפשרת לנו לנקוט באסטרטגיה דומה לחודש שעבר. האסטרטגיה גם החודש אם כן, תהיה covered call במרחק 10% מהכסף (אנו ממשיכים לקחת 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 0.66% ביחס לתשואת המדד.

גרף אסטרטגיה מומלצת

