

### פעילות ריאלית

**המדד המשולב** למצב המשק לחודש נובמבר ירד ב- 0.7% בהשפעת המשך מלחמת "חרבות ברזל". המדד המשולב הושפע לטובה מעלייה בייצוא הסחורות, ייצור החשמל ובריכות בכרטיסי אשראי בנובמבר. המדד הושפע לרעה מירידות במרבית מרכיבי המדד ובפרט מדד הייצור התעשייתי, מדד הפדיון בשירותים, ומדד הפדיון במסחר הקמעונאי באוקטובר.

**שיעור האבטלה** בגילאי העבודה העיקריים (25-64) בנובמבר עמד על 2.6%, לעומת 2.7% בחודש הקודם.

### תקציב הממשלה

בחודש נובמבר נמדד גירעון בפעילות התקציבית של הממשלה בסך של כ-16.6 מיליארד ₪ לעומת גירעון תקציבי של כ-1.7 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בדומה לחודש הקודם, הגירעון החרגי נובע מגידול משמעותי בהיקף ההוצאות לצד קיטון בהכנסות המדינה בעקבות מלחמת "חרבות ברזל". הגירעון המצטבר מתחילת השנה הסתכם בכ-43.8 מיליארד ₪, לעומת עודף של כ-28.4 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הגירעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים (נובמבר 2022 – נובמבר 2023) עמד על כ-3.4%. מהתוצר וזאת לעומת עודף של כ-0.4% מהתוצר לתקופה המקבילה אשתקד. סך גביית המיסים בחודש נובמבר הסתכמה בכ-29.7 מיליארד ₪. סך גביית המיסים מתחילת שנת 2023 הסתכם בכ-378.9 מיליארד ₪ לעומת כ-400.8 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד – קיטון נומינלי של כ-5.46%.

### אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש נובמבר) ירד ב-0.3% בהשוואה לאוקטובר 2023. מתחילת השנה עלה מדד המחירים לצרכן ב-3.1% וב-12 החודשים האחרונים (נובמבר 2023 לעומת נובמבר 2022) עלה מדד המחירים לצרכן ב-3.3%. על פי נתוני המגמה לתקופה שבין אוגוסט 2023 – נובמבר 2023, קצב העלייה השנתי של מדד המחירים לצרכן הגיע ל-2.3%.

2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	חודש אחרון	
0.4%	0.8%	0.6%	-0.7%	2.8%	5.3%	3.1%	-0.3%	מדד המחירים לצרכן

### שיעור הריבית

**בנק ישראל החליט להוריד את הריבית ב-0.25% לרמה של 4.75% ב-1/1/24.** בנובמבר האינפלציה ירדה ב-0.3%, ב-12 החודשים האחרונים (נובמבר 2022 – נובמבר 2023) האינפלציה עמדה על 3.3%, האינפלציה מתמתנת, והציפיות הן לכניסה ליעד ברבעון הראשון של 2024. למלחמה המתנהלת השלכות כלכליות משמעותיות על הפעילות הריאלית. מידת אי הוודאות לגבי עומק ומשך הלחמה הצפויים גדולה וזו משליכה גם לגבי מידת הפגיעה בפעילות. השקל התחזק מאז החלטת הריבית הקודמת בכ-2.0% במונחי השער הנומינלי האפקטיבי.

חודש קודם	אחרון	
4.75%	4.50%	ריבית בנק ישראל
5.50%	5.50%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
4.50%	4.50%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

## כלכלה עולמית

- ❖ **גלובלי** – חודש מעולה נוסף עבר על שוק המניות בחודש דצמבר למרות המשך מלחמת "חרבות ברזל" ועל רקע הורדות הריבית הצפויות בשנת 2024. בסיכום חודשי מדד המניות העולמי עלה כ-4.7%, בכל שנת 2023 עלה מדד המניות העולמי בכ-20%. הדולר המשיך להיחלש בכ-2.3% וסיים את 2023 עם עלייה של כ-3%, זאת לאחר שכבר עלה בשיאו כ-16.5% בתחילת המלחמה. שוק המניות המקומי עלה חדות כ-5.25%, מה שעזר לו לסיים את 2023 עם עלייה של כ-4%. שוק האג"ח עלה חדות כ-1.5% בממוצע בדצמבר ובסיום השנה כולה עלה כ-3.75%.
- ❖ **אירופה** – בגוש האירו, האינפלציה ירדה ל-2.4% בנובמבר, הרמה הנמוכה ביותר מאז אמצע 2011, הגורמים לכך היו המשך הירידה במחירי האנרגיה והתמתנות משמעותית במחירי המזון, אינפלציות הליבה ירדה ל-3.6%. הבנק המרכזי הותיר את הריבית בפעם השנייה ברציפות על 4.5%, בנוסף הבנק הודיע שיגביר את קצב צמצום המאזן ל-7.5 מיליארד אירו בחודש ובסוף השנה יפסיק לגמרי להשקיע מחדש אג"ח שהגיעו לפדיון (עוד צעד להאצת הצמצום). החולשה בכלכלה נמשכת ובאה לידי ביטוי בסנטימנט החברות, מדד מנהלי הרכש עמד על 47 נקודות בדצמבר. בבריטניה, האינפלציה במגמת ירידה ל-4.6%, אך אינפלציות הליבה ממשיכה להיות גבוהה ועמדה על 5.7%. הבנק המרכזי הותיר את הריבית ללא שינוי על 5.25%, בהתאם לצפי.
- ❖ **ארה"ב** – מדד מנהלי הרכש לענפי התעשייה של מכון ISM נותר על 46.7 נקודות בנובמבר, דבר שמצביע על המשך ההתכווצות בענף. מדד מנהלי הרכש לענפי השירותים של מכון ISM עלה ל-52.7 נקודות בנובמבר, מעט מעל הצפי. דוח התעסוקה הראה תוספת של כ-200 אלף משרות בנובמבר, אך נתוני החודשיים הקודמים עודכנו כלפי מטה. שיעור האבטלה ירד קלות ל-3.7%. השכר השעתי המשיך לעלות בקצב של 4% ב-12 החודשים האחרונים, קצב מהיר אך פחות מהחודשים הקודמים. הפד הותיר את הריבית על 5.25-5.5%, בהתאם לצפי. בנובמבר האינפלציה ירדה במתינות ל-3.1%, בעיקר בשל המשך הירידה במחירי האנרגיה. אינפלציות הליבה נותרה גבוהה על 4.0%, בהובלת מחירי השכירות. חברי הוועדה המוניטרית של הבנק צופים שהריבית תרד ב-0.75% במהלך 2024. מדד מחירי ההוצאה לצריכה הפרטית ירד ל-2.6% בנובמבר, בניכוי מחירי המזון והאנרגיה הנתון עמד על 3.2%.
- ❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – בסין, האינפלציה ירדה למינוס 0.5% בנובמבר, בניכוי מחירי המזון היא ירדה ל-0.4%, הרמה הנמוכה ביותר מזה כחצי שנה. בעקבות הנתונים הללו חברת דירוג האשראי מודייס הורידה את אופק הדירוג של המדינה לשלילי בשל חששות לגבי חובות חלק מהרשויות המקומיות במדינה שנשענות מאוד על מיסים מענף הנדל"ן שנחלש. על מנת לעמוד ביעד הצמיחה של 5% ב-2024, הממשלה הודיעה על כוונתה להגדיל את ההרחבה הפיסקאלית ותצטרך להגדיל את יעד הגירעון למעל 3%. הבנק המרכזי הותיר את הריבית ללא שינוי אך הגביר משמעותית את הנזילות קצרת הטווח לשווקים. ביפן, הבנק המרכזי הותיר את הריבית ומדיניותו המאוד מרחיבה ללא שינוי, בהתאם לצפי.

### שוק המניות

אנו ממליצים להתחיל לאזן בין חשיפה למניות ערך לבין מניות צמיחה, זאת לאחר שניתן להעריך כי תוואי הריבית של הבנקים המרכזיים צפוי להיות מקל במהלך שנת 2024.

2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
2.75%	-3.04%	14.99%	-10.95%	31.95%	-9.16%	3.81%	מדד ת"א 35
21.2%	-3.02%	40.30%	18.06%	33.09%	-18.25%	4.27%	מדד ת"א 90
21.6%	-11.18%	24.05%	14.33%	16.80%	-19.80%	20.09%	מדד MSCI
19.4%	-6.24%	28.88%	16.26%	26.89%	-19.44%	24.23%	מדד S&P 500
6.5%	-14.34%	24.78%	-5.14%	20.99%	-11.74%	19.19%	מדד DJ Euro Stoxx50

### שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים עמדה בסוף החודש על 3.88%, לעומת 4.37% בסוף חודש נובמבר. על פי ציפיות הריבית המעודכנות של חברי הפד, נקודת שיווי המשקל המעודכנת אמורה להיות 3.47% והשוק מגיב בהתאם.

לאחר עליית התשואות החדה שחוו אגרות החוב הממשלתיות, אנו ממשיכים להמליץ על הארכת מח"מ ל-7 שנים.

האג"ח המקבילה של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0432) נסחרה בסוף חודש דצמבר בתשואה לפדיון של 3.97%, לעומת 4.21% בסוף החודש הקודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית הינו חיובי ועומד על 9 נ"ב.

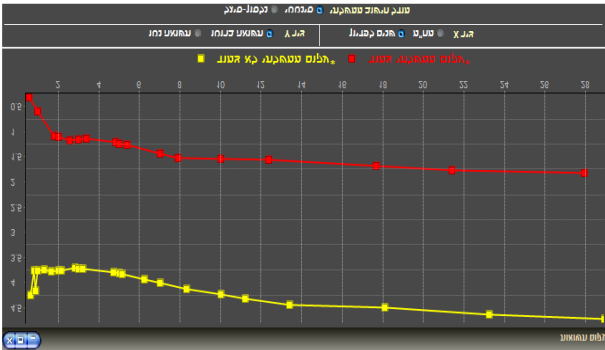
משיקולים טקטיים (פוליטיים ומדיניים-ביטחוניים) אנו מקטינים מח"מ ל-4 שנים באפיק זה ובניגוד לאג"ח ממשלת ארה"ב, לא מגדילים משקל לאפיק כרגע, עד להתבהרות המצב בישראל.

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש דצמבר 2023 הינן ברמה שנתית של 2.0% לשנתיים קדימה, כ-2.4% בטווח של 5 שנים וכ-2.6% בטווחים הארוכים.

אנו ממליצים להתחיל ולאזן בין האפיק השקלי לצמוד בפרופורציות של 60/40. בצמודים אנו ממליצים להימצא בחלק הבינוני- בינוני ארוך של העקום במח"מ 7 שנים.

האפיק הקונצרני המשיך להיסחר החודש במגמה חיובית חדה. מדד התל-בונד 20 עלה בחודש דצמבר בכ-1.41% ומדד התל-בונד 40 עלה בכ-1.44%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עמד בסוף חודש דצמבר על כ-136 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ-146 נקודות בתל-בונד 40.

אנו ממליצים להימצא במשקל שוק באפיק זה ולהחזיק את מרבית התיק באג"ח בדירוגים גבוהים, כאשר כ-20% מהחשיפה לאפיק אנו ממליצים להחזיק בסדרות ספציפיות של חברות איכותיות בעלות תזרים יציב ומינוף נמוך.



תשואות לפדיון			
חודש קודם	סוף החודש	מח"מ	
4.10%	4.10%	1 שנה	מק"מ לשנה
4.21%	3.97%	7.81 שנים	ממשלתי שקלי 0432
4.37%	3.88%		אג"ח ארה"ב ל-10 שנים
2.94%	2.61%	5.20 שנים	תל בונד 20
5.76%	5.41%	3.41 שנים	תל בונד שקלי

### שוק המט"ח

הדולר והאירו נחלשו החודש מול השקל בכ-2.34% וכ-1.05% בהתאמה.

בהינתן שלא תיפתח חזית משמעותית נוספת בצפון, אנו ממליצים לצמצם חשיפה לדולר ומעריכים כי התנודתיות הגבוהה במסחר במט"ח עשויה להימשך. הערכת התקדמות לסיום המלחמה עשויה לייצר המשך לחצי מכירות חזקים ומהירים של המטבע האמריקאי עד לרמת 3.55-3.65 אותה אנו מזהים כרמת תמיכה ראשונה בתרחיש חיובי.

2018	2019	2020	2021	2022	YTD	חודש	שער אחרון	
8.10%	-7.79%	-6.97%	-3.27%	13.15%	3.07%	-2.34%	3.6270	שער שקל/דולר
3.35%	-9.63%	1.70%	-10.76%	6.62%	6.89%	-1.05%	4.0116	שער שקל/אירו

### אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש דצמבר פקעו ב- 1862.14 נקודות המדד, המשקפים עליה חודשית של 3.96% ביחס לחודש הקודם.

סטיית התקן נותרה דומה לחודש הקודם ונותרה ברמה של 15.8%.

האסטרטגיה החודשית הניבה תשואה חיובית של 3.16%

### אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

האסטרטגיה החודשית תהיה מרווחים ביחס זהה ברמת 1800 ו-1960. עלות האסטרטגיה 0.5% במונחי נכס בסיס.

### גרף אסטרטגיה מומלצת

