

## פעילות ריאלית

**המדד המשולב** למצב המשק לחודש ינואר עלה ב- 0.3%, המשק הראה התאוששות הדרגתית מהפגיעה ממלחמת "חרבות ברזל". המדד המשולב הושפע לטובה מעלייה במדד הפדיון בשירותים ומדד הפדיון במסחר הקמעונאי בדצמבר, יבוא התשומות לייצור, ייצוא הסחורות, שיעור המשרות הפנויות והרכישות בכרטיסי האשראי בינואר. את העלייה במדד מיתנו ירידות במשרות השכיר וייצוא השירותים בנובמבר, מדד הייצור התעשייתי בדצמבר ויבוא מוצרי הצריכה בינואר.

**שיעור האבטלה** בגילאי העבודה העיקריים (25-64) בינואר עמד על 3.0%, לעומת 2.7% בחודש הקודם.

## תקציב הממשלה

בחודש ינואר נמדד עודף בפעילות התקציבית של הממשלה בסך של כ-2.5 מיליארד ₪ לעומת עודף תקציבי של כ-14.1 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הגירעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים עמד על כ-4.8% מהתוצר וזאת לעומת עודף של כ-0.3% מהתוצר לתקופה המקבילה אשתקד. סך גביית המיסים בחודש ינואר הסתכמה בכ-43.1 מיליארד ₪ לעומת 43.8 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד – קיטון נומינלי של כ-1.6%.

## אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש ינואר) נותר ללא שינוי בהשוואה לדצמבר 2023. ב-12 החודשים האחרונים (ינואר 2024 לעומת ינואר 2023) המדד עלה ב-2.6%. על פי נתוני המגמה לתקופה שבין אוקטובר 2023 – ינואר 2024, קצב העלייה השנתי של מדד המחירים לצרכן הגיע ל-1.7%.

2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	חודש אחרון	
0.8%	0.6%	-0.7%	2.8%	5.3%	3.0%	0.0%	0.0%	מדד המחירים לצרכן

## שיעור הריבית

**בנק ישראל החליט להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 4.5%**. האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים התמתנה ונמצאת בתוך תחום היעד. הצפיות והתחזיות לשנה הקרובה עלו במעט ומצויות בסביבת הגבול העליון של היעד. הציפיות לשנה השנייה ואילך מצויות בתוך תחום היעד. למלחמה המתנהלת השלכות כלכליות משמעותיות הן על הפעילות הריאלית והן על השווקים הפיננסיים ופרמיית הסיכון של המשק עדיין שווה ברמה גבוהה. התוצר צמח בקצב של 2% בסיכום שנת 2023. השקל התחזק מאז החלטת הריבית הקודמת בכ-1.4% במונחי השער הנומינלי האפקטיבי.

חודש קודם	אחרון	
4.50%	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 חיובי ביותר עבור על שוק המניות בפברואר, זאת למרות המשך מלחמת "חרבות ברזל" והשאררת ריבית בנק ישראל ללא שינוי ועל רקע דוחות חיוביים במרבית החברות בארה"ב. בסיכום חודשי מדד המניות העולמי עלה כ-4.17%. הדולר ירד כ-1.4% ביחס לשקל. שוק המניות המקומי עלה כ-6.4%. שוק האג"ח המקומי עלה כ-0.5%.

❖ **אירופה** – בגוש האירו, התוצר רשם צמיחה של 0.1% בשיעור שנתי ברבעון האחרון של 2023, זאת לאחר התכווצות ברבעון הקודם. הפעילות הכלכלית השתפרה קלות, מדד מנהלי הרכש לענפי התעשייה עלה ל-48.9 נקודות בפברואר, מעט מעל הצפי, אך השונות גבוהה כאשר צרפת בלטה לחיוב אבל בגרמניה עדיין הענף מקרטע. בבריטניה, הבנק המרכזי הותיר את הריבית ללא שינוי על 5.25%, בהתאם לצפי. הנגיד ציין שהבנק צריך לראות יותר נתונים שהאינפלציה ממשיכה לרדת לכיוון יעד 2%, כאשר בדצמבר עמדה על 4.1%. התוצר התכווץ ב-1.4% בשיעור שנתי ברבעון האחרון של 2023, לאחר מינוס 0.5% ברבעון הקודם, ירידה מהירה מההערכות בשל התכווצות מהירה בענף הבנייה. בסיכום 2023 נרשמה צמיחה מזערית של 0.1%, הקצב האיטי ביותר מאז 2009. אינפלציית הליבה נותרה על 5.1%.

❖ **ארה"ב** – דוח התעסוקה הראשון ל-2024 היכה את התחזיות המוקדמות עם גידול של כ-350 אלף משרות חדשות ונתוני החודשיים הקודמים עודכנו כלפי מעלה בכ-120 אלף. השכר השעתי האיץ ל-4.5% ב-12 החודשים האחרונים ושיעור האבטלה נותר יציב על 3.7%. מדד מנהלי הרכש של מכון ISM לענף התעשייה עלה ל-49.1 נקודות, אומנם התכווצות אבל הנתון הגבוה מזה כשנתיים. המדד המקביל לענפי השירותים עלה ל-53.4 נקודות, מעל הצפי. האינפלציה ירדה בינואר ל-3.1% ב-12 החודשים האחרונים, פחות מהצפי, זאת על רקע המשך העלייה המהירה מהצפוי במחירי הדויר ושירותי התחבורה. אינפלציית הליבה נותרה ללא שינוי על 3.9%. גם מדד המחירים ליצרן היה גבוה מההערכות המוקדמות. המכירות הקמעונאיות בינואר רשמו ירידה של כ-1%, מעל הצפי. קצב עליית המחירים ממשיך להתמתן, מדד מחירי ההוצאה לצריכה הפרטית עלה ב-2.4% ב-12 החודשים האחרונים עד לינואר, קצב עליית מחירי השירותים עמד על 3.9%, עדיין כפול מיעד הפד.

❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – בסין, הדפלציה ממשיכה להחמיר עם מינוס 0.8% באינפלציה ב-12 החודשים האחרונים עד ינואר, הרמה הנמוכה ביותר מאז 2009. מדד המחירים ליצרן ירד ב-2.5% ב-12 החודשים האחרונים, נתון משמעותי מכיוון שסין היא יצואנית משמעותית של סחורות בעולם וזה עשוי למתן את האינפלציה בעולם. הבנק המרכזי בסין ממשיך לנסות לתמוך בשוק הנדל"ן ע"י הפחתת ריבית הממוקדת בריבית ההלוואות ל-5 שנים שירדה ב-0.25% ל-3.95%. ביפן, צמיחה שלילית רבעון שני ברציפות, מינוס 0.4% בשיעור שנתי ברבעון הרביעי, זאת לאחר מינוס 3.3% ברבעון הקודם. בסיכום שנת 2023 הצמיחה דווקא עלתה ל-1.9%, כמחצית מכך בשל ייצוא נטו שנהנה מהפיחות החד במטבע המקומי לצד הירידה במחירי הסחורות. האינפלציה ירדה ל-2.2%, מעט מהצפי. אינפלציית הליבה נותרה גבוהה ועמדה על 3.5%.

### 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.

2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
-3.04%	14.99%	-10.95%	31.95%	-9.16%	3.81%	4.38%	מדד ת"א 35
-3.02%	40.30%	18.06%	33.09%	-18.25%	4.27%	7.41%	מדד ת"א 90
-11.18%	24.05%	14.33%	16.80%	-19.80%	20.09%	4.72%	מדד MSCI
-6.24%	28.88%	16.26%	26.89%	-19.44%	24.23%	6.84%	מדד S&P 500
-14.34%	24.78%	-5.14%	20.99%	-11.74%	19.19%	7.88%	מדד DJ Euro Stoxx50

### שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים עמדה בסוף החודש על 4.25%, לעומת 3.99% בסוף חודש ינואר. 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 7-7 שנים.

המקבילה של ממשלת ישראל ל-10 שנים נסחרה בסוף חודש פברואר בתשואה לפדיון של 4.15%, לעומת 4.16% בסוף החודש הקודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית הינו שלילי ועומד על 10 נ"ב.

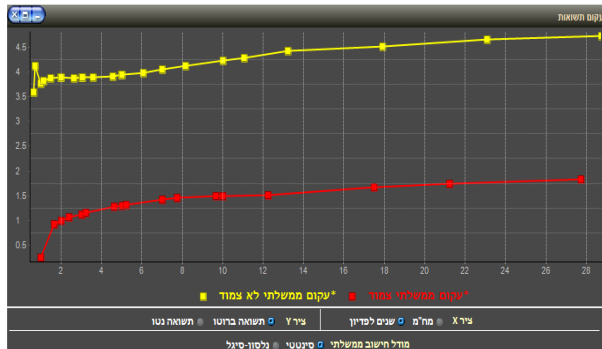
משיקולים טקטיים (פוליטיים ומדיניים-ביטחוניים) אנו מקטינים מח"מ ל-4 שנים באפיק זה ובניגוד לאג"ח ממשלת ארה"ב, לא מגדילים משקל לאפיק כרגע, עד להתבהרות המצב בישראל.

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש פברואר 2024 הינן ברמה שנתית של 2.4% לשנתיים קדימה, כ-2.5% בטווח של 5 שנים וכ-2.8% בטווחים הארוכים.

אנו ממליצים להתחיל לאזן 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. מדד התל-בונד 20 עלה בחודש פברואר בכ-0.55% ומדד התל-בונד 40 עלה בכ-0.53%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עמד בסוף חודש פברואר על כ-124 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ-129 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	
3.99%	3.97%	1 שנה	מק"מ לשנה
4.16%	4.15%		אג"ח ממשלתי ל-10 שנים
3.99%	4.25%		אג"ח ארה"ב ל-10 שנים
2.61%	2.56%	5.52 שנים	תל בונד 20
5.46%	5.41%	3.40 שנים	תל בונד שקלי

### שוק המט"ח

הדולר והאירו נחלשו החודש מול השקל בכ-1.40% וכ-1.38% 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.

2019	2020	2021	2022	2023	YTD	חודש	שער אחרון	
-7.79%	-6.97%	-3.27%	13.15%	3.07%	-1.19%	-1.40%	3.5840	שער שקל/דולר
-9.63%	1.70%	-10.76%	6.62%	6.89%	-3.14%	-1.38%	3.8856	שער שקל/אירו

### אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש פברואר פקעו ב- 1905.31 נקודות המדד, המשקפים עליה חודשית של 4% ביחס לחודש הקודם.

סטיית התקן ירדה משמעותית ביחס לממוצע הרב שנתי ל- 13%.

האסטרטגיה החודשית הניבה תשואה חיובית של 3.3% לאחר שההגנות פקעו מחוץ לכסף.

### אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

לאור תמחור נח מאוד של הגנות, האסטרטגיה החודשית תהיה זהה לחודש הקודם. מרווחים ביחס זהה ברמת 1840 ו-2040. עלות האסטרטגיה 0.3% במונחי נכס בסיס.

### גרף אסטרטגיה מומלצת

