

## פעילות ריאלית

**המדד המשולב** למצב המשק לחודש פברואר עלה ב-0.46%, המשק המשיך להראות התאוששות הדרגתית מהפגיעה ממלחמת "חרבות ברזל". המדד המשולב הושפע לטובה מעלייה במשרות השכיר בדצמבר, מדד הייצור התעשייתי, מדד הפדיון בשירותים, מדד הפדיון במסחר הקמעונאי בינואר, יבוא מוצרי צריכה, יבוא התשומות לייצור, ייצוא הסחורות ושיעור המשרות הפנויות בפברואר. את העלייה במדד מיתנו ירידות בהתחלות הבנייה ברבעון הרביעי, ייצוא השירותים בדצמבר ורכישות בכרטיסי אשראי בפברואר. **שיעור האבטלה** בגילאי העבודה העיקריים (25-64) בפברואר עמד על 3.0%, ללא שינוי לעומת החודש הקודם.

## תקציב הממשלה

בחודש פברואר נמדד גירעון בפעילות התקציבית של הממשלה בסך של כ-13.4 מיליארד ₪ לעומת עודף תקציבי של כ-2.8 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. מתחילת השנה נרשם גירעון מצטבר של כ-10.9 מיליארד ₪ לעומת עודף של כ-16.9 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הגירעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים עמד על כ-5.6% מהתוצר וזאת לעומת עודף של כ-0.2% מהתוצר לתקופה המקבילה אשתקד. סך גביית המיסים בחודש פברואר הסתכמה בכ-35.4 מיליארד ₪. סך גביית המיסים מתחילת שנת 2024 הסתכמה בכ-78.6 מיליארד ₪ לעומת כ-78.9 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד – קיטון נומינלי של כ-0.4%.

## אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש פברואר) עלה ב-0.4% בהשוואה לינואר 2024. מתחילת השנה עלה מדד המחירים לצרכן ב-0.4% וב-12 החודשים האחרונים (פברואר 2024 לעומת פברואר 2023) המדד עלה ב-2.5%. על פי נתוני המגמה לתקופה שבין נובמבר 2023 – פברואר 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%	0.4%	0.4%	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. הציפיות 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. השקל נחלש מאז החלטת הריבית הקודמת בכ-0.8% 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 נוסף עבר על שוק המניות במרץ, זאת למרות המשך מלחמת "חרבות ברזל" ועל רקע ציפיות להפחתות ריבית בהמשך השנה בארה"ב. בסיכום חודשי מדד המניות העולמי עלה כ-2.93%. הדולר ממשיך בתנועתיותו והתחזק בכ-2.7% ביחס לשקל. שוק המניות המקומי עלה כ-3.15%. שוק האג"ח המקומי עלה כ-0.2%.
- ❖ **אירופה** – בגוש האירו, האינפלציה בפברואר עמדה על 2.6% (בניכוי מחירי המזון והאנרגיה עמדה על 3.1%). הבנק המרכזי בגוש האירו הותיר את הריבית ללא שינוי על 4.5% (4% ריבית הפיקדונות), במקביל הבנק עדכן כלפי מטה את תחזית הצמיחה השנה ל-0.6%, במקום 0.8% בתחזית הקודמת. כמו כן, הבנק הוריד את תחזית האינפלציה ל-2.3%, לעומת 2.7% בתחזית הקודמת, בעיקר בשל הירידה במחירי מוצרי האנרגיה. נגידת הבנק ציינה שעוד מוקדם לדון בהורדת ריבית, אך במידה והאינפלציה תתקדם בהתאם לתחזיות האחרונות, סביר שיחלו דיונים בנושא סביב אמצע השנה. סנטימנט החברות השתפר במרץ, מדדי מנהלי הרכש הצביעו על עלייה קלה ל-49.9 נקודות. ענפי התעשייה עדיין מראים חולשה, בעיקר בגרמניה וצרפת, השיפור הבולט היה בענפי השירותים. בבריטניה, הבנק המרכזי הותיר את הריבית ללא שינוי על 5.25%, בהתאם לצפי. הנגיד ציין שלהערכתו סביר שהשווקים מצפים להפחתת ריבית עוד השנה. האינפלציה ירדה ל-3.4% בפברואר.
- ❖ **ארה"ב** – בפברואר נוספו כ-223 אלף משרות חדשות בסקטור הפרטי, אך נתוני החודשיים הקודמים עודכנו משמעותית כלפי מטה בכ-200 אלף. שיעור האבטלה עלה במפתיע ל-3.9%. בעדותו החצי שנתית לקונגרס נגיד הפד פאוול ציין שסביר שהריבית תרד השנה, אך זה יקרה כאשר הבנק יהיה בטוח שהאינפלציה חוזרת ליעדה. האינפלציה הפתיעה כלפי מעלה חודש שני ברציפות ועלתה ל-3.2% בפברואר, גם מדד המחירים ליצרן היה מעל הצפי. בניכוי מחירי האנרגיה והמזון אינפלצית הליבה התמתנה ל-3.8%, גבוה מההערכות וכמעט כפול מיעד הבנק המרכזי. המכירות הקמעונאיות עלו ב-0.6% בפברואר, פחות מהצפי, בנוסף נתוני החודשיים הקודמים עודכנו כלפי מטה. הבנק המרכזי הותיר את הריבית ללא שינוי בפעם החמישית ברציפות על 5.25-5.50%, בהתאם לצפי. בנוסף, פאוול ציין כי לאחר שהבנק הקטין עד כה את מאזנו בכמעט 1.5 טריליון דולר, בקרוב יואט קצב צמצום המאזן. מדד ההוצאה לצריכה הפרטית ב-12 החודשים האחרונים עד פברואר עלה ל-2.5%, מעט גבוה מהצפי, אך מדד הליבה (בניכוי מוצרי המזון והאנרגיה) התמתן ל-2.8% הקצב האיטי ביותר מזה כ-3 שנים. מדד מנהלי הרכש של מכון ISM לענפי התעשייה עלה ל-50.3 נקודות, מעל הצפי, הנתון אינו מרשים במיוחד, אך זאת הקריאה החיובית הראשונה מזה 16 חודשים.
- ❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – בסין, מדד מנהלי הרכש למרץ עלה ל-51.1 נקודות, מעל הצפי, שיפור בביקושים לייצוא לצד הקלה בשיבושי הייצע ומחירי חומרי הגלם הנמוכים תרמו לשיפור.

ביפן, הבנק המרכזי העלה את הריבית לטווח של 0 עד 0.1% ויצא מהטריטוריה השלילית לאחר זמן ארוך. האינפלציה הגבוהה לצד הדיווחים על עלייה חדה מהצפי בשכר הובילו להחלטה. במקביל הבנק הודיע על הקטנת ההתערבות הישירה שלו בשוק ההון ומדיניות השמירה על עקום התשואות שקיימת בשנים האחרונות. למרות שהבנק יפסיק לרכוש תעודות סל מנייתיות באופן מיידי, הוא ימשיך לרכוש אג"ח ממשלתיות כדי למנוע עלייה וחדה ומיידית בתשואות הארוכות כתוצאה מההחלטה וגם את רכישת אג"ח החברות יקטין בהדרגה. האינפלציה עלתה ל-2.8% בפברואר ו-3.2% ללא מחירי המזון והאנרגיה. סקר החברות הראה שיפור משמעותי בסנטימנט חברות השירותים הגדולות ברבעון הראשון השנה, זאת לאור הזינוק בתיירות ולצד המשך השיפור בצריכה הפרטית ובפעילות בשוק הנדל"ן. המדד המקביל של ענפי התעשייה ירד קלות, אך נותר בטריטוריה חיובית בשל המשך הצמיחה בייצוא.

### שוק המניות

אנו ממליצים לשמור על חשיפה מנייתית בינונית- גבוהה, תוך הגדלת חשיפה הדרגתית לשוק המקומי ולשוק ההודי, ע"ח ארה"ב.

2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
-3.04%	14.99%	-10.95%	31.95%	-9.16%	3.81%	7.78%	מדד ת"א 35
-3.02%	40.30%	18.06%	33.09%	-18.25%	4.27%	10.92%	מדד ת"א 90
-11.18%	24.05%	14.33%	16.80%	-19.80%	20.09%	7.78%	מדד MSCI
-6.24%	28.88%	16.26%	26.89%	-19.44%	24.23%	10.16%	מדד S&P 500
-14.34%	24.78%	-5.14%	20.99%	-11.74%	19.19%	12.42%	מדד DJ Euro Stoxx50

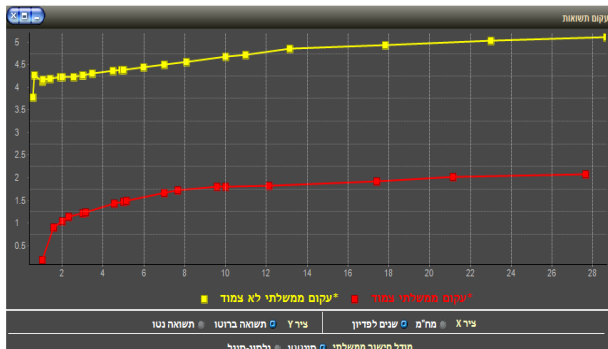
### שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים עמדה בסוף החודש על 4.20%, לעומת 4.25% בסוף חודש פברואר. על פי ציפיות הריבית המעודכנות של חברי הפד, נקודת שיווי המשקל המעודכנת אמורה להיות 3.20% 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 מרץ בתשואה לפדיון של 4.31%, לעומת 4.15% בסוף החודש הקודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית הינו חיובי ועומד על 11 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 מרץ 2024 הינן ברמה שנתית של 2.4% לשנתיים קדימה, כ-2.5% בטווח של 5 שנים וכ-2.8% בטווחים הארוכים. אנו ממליצים להתחיל ולאזן בין האפיק השקלי לצמוד בפרופורציות של 60/40 לטובת האפיק השקלי. בצמודים אנו ממליצים להימנע בחלק הבינוני- בינוני ארוך של העקום במח"מ 7 שנים.

האפיק הקונצרני המשיך להיסחר החודש במגמה חיובית חדה. מדד התל-בונד 20 עלה בחודש מרץ בכ- 0.81% ומדד התל-בונד 40 עלה בכ- 0.77%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עמד בסוף חודש מרץ על כ- 103 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 106 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	
3.97%	4.06%	1 שנה	מק"מ לשנה
4.15%	4.31%		אג"ח ממשלתי ל- 10 שנים
4.25%	4.20%		אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
2.56%	2.51%	5.75 שנים	תל בונד 20
5.41%	5.42%	3.39 שנים	תל בונד שקלי

### שוק המט"ח

הדולר והאירו התחזקו החודש מול השקל בכ- 2.70% וכ- 2.41% 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. אנו מעריכים את גבולות גזרת המסחר כיום בטווח רחב יחסית של 3.55-3.8 \$/₪ לדולר.

שנה	2019	2020	2021	2022	2023	YTD	חודש	שער אחרון	
שער שקל/דולר	-7.79%	-6.97%	-3.27%	13.15%	3.07%	1.49%	2.70%	3.6810	
שער שקל/אירו	-9.63%	1.70%	-10.76%	6.62%	6.89%	-0.81%	2.41%	3.9791	

### אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש מרץ פקעו ב- 2022.76 נקודות המדד, המשקפים עליה חודשית מרשימה של 6.16% ביחס לחודש הקודם.

על אף העליות החדות ביחס לפקיעה הקודמת, סטיית התקן עלתה ל- 15% בדומה לממוצע הרב שנתי. האסטרטגיה החודשית הניבה תשואה חיובית של 5.86% לאחר שההגנות פקעו מחוץ לכסף.

### אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

לאחר עליות מרשימות ועם התקרבות לשיא היסטורי במדד המעו"ף, אנו נמשיך לנקוט במשנה זהירות ונשמור על אסטרטגיית מרווחים (חוזה+ קול כתוב במדד 2120 במקביל לרכישת פוט במדד 1920). עלות האסטרטגיה 0.22% במונחי תשואת נכס בסיס).

### גרף אסטרטגיה מומלצת

