

סקירה כלכלית

דצמבר 2021

פעילות ריאלית

המדד המשולב למצב המשק לחודש אוקטובר עלה ב- 0.16%. עליית המדד המשולב הושפעה לטובה מעלויות במדד הייצור התעשייתי, במדד הפדיון בשירותים באוקטובר, ביבוא מוצרי הצריכה, ביבוא התשומות לייצור בנובמבר ובייצוא השירותים בספטמבר. את העלייה מיתנו ירידות בהתחלות הבנייה בספטמבר ובייצוא הסחורות בנובמבר. משרות השכיר בספטמבר ומדד הפדיון במסחר הקמעונאי באוקטובר נותרו בקירוב ללא שינוי.

שיעור האבטלה בגילאי העבודה העיקריים (25-64) בנובמבר עמד על 3.9%, לעומת 4.4% בחודש הקודם.

יש לשים לב שהעובדים שבחל"ת אינם נכללים בשיעור האבטלה.

תקציב הממשלה

בחודש נובמבר נמדד גירעון בפעילותה התקציבית של הממשלה בסך של כ-0.6 מיליארד ₪, לעומת גירעון תקציבי של כ-13.6 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בחודשים ינואר-נובמבר נמדד גירעון בסך של כ-47.7 מיליארד ₪, לעומת גירעון בסך של כ-137.5 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הגירעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים (דצמבר 2020 – נובמבר 2021) עמד על כ-4.6% מהתוצר. גביית המסים בחודש נובמבר הסתכמה בכ-36.0 מיליארד ₪. גביית המסים מתחילת 2021 הסתכמה בכ-349.2 מיליארד ₪, גידול נומינלי של 24.3% לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש נובמבר) ירד ב-0.1% בהשוואה לאוקטובר 2021. מתחילת השנה עלה מדד המחירים לצרכן ב-2.5%. ב-12 החודשים האחרונים (נובמבר 2021 לעומת נובמבר 2020) עלה מדד המחירים לצרכן ב-2.4%. על פי נתוני המגמה לתקופה שבין אוגוסט 2021 – נובמבר 2021, קצב העלייה השנתי של מדד המחירים לצרכן הגיע ל-2.1%.

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	חודש אחרון	
-1.0%	-0.2%	0.4%	0.8%	0.6%	-0.7%	2.5%	-0.1%	מדד המחירים לצרכן

שיעור הריבית

בנק ישראל החליט להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.1%. בנובמבר נרשמה אינפלציה בשיעור שלילי של 0.1%. ב-12 החודשים האחרונים האינפלציה עמדה על 2.4%. הציפיות לאינפלציה לשנה הקרובה ולטווחים הבינוניים והארוכים מצויות בתוך תחום היעד. השקל נחלש מאז החלטת הריבית הקודמת בכ-0.2% במונחי השער הנומינלי האפקטיבי.

חודש קודם	אחרון	
0.1%	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 תנודתי אך חיובי עבר על שוק המניות בחודש דצמבר. בסיכום חודשי עלה מדד המניות העולמי בכ-4% בממוצע, זאת על אף התפרצות וריאנט האומיקרון והחששות מאינפלציה בעולם. שוק המניות המקומי המשיך את המגמה החיובית ועלה בכ-5% בממוצע. שוק האג"ח ירד קלות בכ-0.1% בממוצע.
- ❖ **אירופה** – האינפלציה בגוש האירו המשיכה לזנק והגיע ל-4.9% בנובמבר, בעיקר בשל זינוק במחירי האנרגיה. מדד המחירים ליצרן עלה ב-22%. הבנק המרכזי המשיך בגישתו המרחיבה, הוא אומנם הודיע שתוכנית רכישות החירום תסתיים כצפוי במרץ 2022, אבל בד בבד תוכנית הרכישות הנוספת שלו תוכפל ממרץ ל-40 מיליארד אירו בחודש ותצטמצם בהדרגתיות ב-10 מיליארד אירו כל 2 רבעונים. בבריטניה, הבנק המרכזי הפתיע את השווקים והעלה את הריבית ל-0.25%. הנגיד ציין שהאינפלציה הגבוהה, אשר עמדה על 5.1% בנובמבר והשיפור בשוק העבודה תרמו להחלטה.
- ❖ **ארה"ב** – דוח התעסוקה לנובמבר הציג גידול במספר המשרות החדשות ל-210 אלף, נמוך מהצפי. שיעור האבטלה ירד חדות ל-4.2%. מדד מנהלי הרכש של ISM עלה ל-69.1 נקודות בנובמבר. בעדותו לקונגרס, נגיד הפד, ג'רום פאוול, התייחס לאינפלציה הגבוהה ואמר כי ייתכן והיא אינה זמנית כפי שהעריכו בעבר. האינפלציה עלתה ל-6.8% בנובמבר, שיא של 40 שנה. כצפוי, בהתאם לנתונים אלו הפד הודיע על הכפלת קצב צמצום המאזן מאמצע ינואר. הנגיד ציין שמאז ההחלטה הקודמת נרשם שיפור משמעותי בשוק העבודה ונוספו סימנים לעלייה באינפלציה מצד הביקוש. על פי התוכנית החדשה הפד צפוי לסיים את רכישות האג"ח בסוף הרבעון הראשון של 2022. כמו כן, חברי הועדה העלו את התחזית לעליית הריבית ל-3% העלאות של 0.25% ב-2022. רגע לפני שהתקציב הזמני הגיע לסימו הגיעו בקונגרס לפשרה ואישרו תקציב זמני עד ל-18 בפברואר.
- ❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – בסין, הבנק המרכזי הפחית את יחס הרזרבה לבנקים המסחריים הגדולים בחצי נקודת האחוז, צעד השקול להפחתת ריבית, זאת במטרה להגדיל את הנזילות בשווקים. הייצוא עלה ב-22% ב-12 החודשים האחרונים עד נובמבר. העודף המסחרי הצטמצם לאחר גידול חד של 31.7% ביבוא, בעיקר יבוא חריג של מוצרי אנרגיה. חוסנו של היואן תרם לכך שהאינפלציה בסין עמדה על 2.3% בנובמבר, מתחת ליעד הבנק המרכזי שעמד על-3% ונמוך גם ביחס לשאר העולם. בנוסף לצעד של הפחתת יחס הרזרבה, הבנק המרכזי הפחית את הריבית לשנה ל-3.8%, החששות מהחרפת הירידה בביקושים המקומיים לאור מדיניות "אפס הסובלנות" של הממשלה לקורונה תרמו להחלטה. קצב הגידול של המכירות הקמעונאיות ירד ל-3.9% ב-12 החודשים האחרונים עד נובמבר. נגיד הבנק המרכזי ציין את החשיבות של ייצוב הצמיחה והמשך הפחתת מרווחי האשראי של החברות.
- ביפן, הבנק המרכזי הודיע שיסיים את תוכנית הרכישות שלו במרץ 2022, אך יאריך את תוכנית ההלוואות לחברות קטנות בעוד חצי שנה עד ספטמבר. הבנק הותיר את הריבית ללא שינוי על 0.1%- ומדיניות שמירה על עקום התשואות סביב ה-0%. לאור האינפלציה הנמוכה שעמדה על 0.1% בנובמבר הנגיד ציין שמוקדם לדבר על שינוי בריבית.

שוק המניות

על אף הסיכון הגובר בשווקים והתמחור המלא במרביתם, בהיעדר אלטרנטיבות סולידיות ראויות, מניית עדיין צפויות להיות "המשחק היחיד בעיר". אנו מעלים את המלצתנו לשימוש בהגנות בתמחור הנוכחי.

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
4.3%	-3.8%	2.75%	-3.04%	14.99%	-10.95%	31.95%	מדד ת"א 35
-5.4%	17.3%	21.2%	-3.02%	40.30%	18.06%	33.09%	מדד ת"א 90
-4.3%	5.6%	21.6%	-11.18%	24.05%	14.33%	16.80%	מדד MSCI
-0.7%	9.5%	19.4%	-6.24%	28.88%	16.26%	26.89%	מדד S&P 500
4.1%	0.7%	6.5%	-14.34%	24.78%	-5.14%	20.99%	מדד DJ Euro Stoxx50

שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים עמדה בסוף החודש על 1.52%, לעומת 1.43% בסוף חודש נובמבר. על פי ציפיות הריבית המעודכנות של חברי הפד, נקודת שיווי המשקל המעודכנת אמורה להיות 2% והשוק מגיב בהתאם.

בחודשים האחרונים המלצנו להגדיל חשיפה לאג"ח ממשלת ארה"ב מתוך אמונה שלמרות החשש מעליית ריבית שעלולה לגרום המשך עליית תשואות, אפיק זה יוכל לשמש גידור אפשרי בתרחיש של מימוש בשווקים. ירידת התשואות הגיעה מכיוון מפתיע (מכיוון הפד), אך שירתה היטב את התיק. ברמת התשואות הנוכחית (1.5% נכון להיום), אנו ממליצים להיות במשקל חסר באפיק הממשלתי.

האג"ח המקבילה של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0330) נסחרה בסוף חודש דצמבר בתשואה לפדיון של 1.02%, לעומת 0.87% בסוף החודש הקודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית הינו שלילי ועומד על 50 נ"ב.

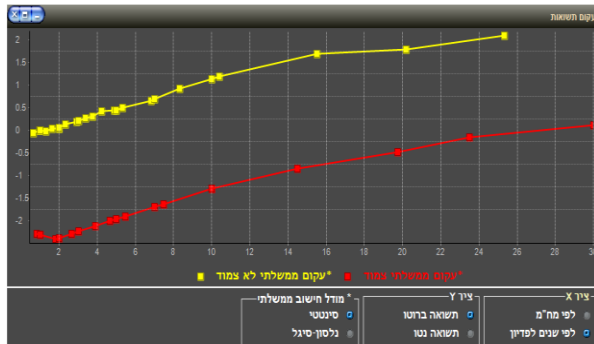
לאחר ירידות משמעותיות באפיק הממשלתי הקבוע, אנו מציעים לנצלן ולהאריך מח"מ מ-3 ל-5 שנים. לאור תלילותו החדה של העקום, אנו ממליצים לעשות זאת באמצעות מח"מ סינטיטי.

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש דצמבר 2021 הינן ברמה שנתית של 2.6% לשנתיים קדימה, כ-2.6% בטווח של 5 שנים וכ-2.4% בטווחים הארוכים.

לאחר עלייה משמעותית בציפיות האינפלציה לטווחים של שנתיים וחמש שנים, אנחנו ממליצים להיות במשקל שווה בין השקלים לצמודים ולשמור על מח"מ 6 באפיק הצמוד.

האפיק הקונצרני נסחר החודש במגמה חיובית. מדד התל-בונד 20 עלה בחודש דצמבר בכ-0.25% והתל-בונד 40 עלה בכ-0.31%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש דצמבר על כ-113 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ-124 נקודות בתל-בונד 40.

לאחר תקופה ממושכת בה המלצנו להיחשף במשקל יתר לאפיק הקונצרני, אנו ממשיכים להמליץ על השקעה סלקטיבית באגרות חוב המעניקות תמורה הולמת לסיכונים האשראי של החברה, אך מקטינים חשיפה לאפיק ככלל ולדירוג הבינוני בפרט, שם משוואת הסיכוי-סיכון יצאה מאיזון, לאחר עליות ניכרות שגרמו לצמצום מרווחים מהותי ביחס לאפיק הממשלתי.



תשואות לפדיון		מח"מ	
חודש קודם	סוף החודש		
-0.03%	0.01%	1 שנה	מק"מ לשנה
0.87%	1.02%	7.89 שנים	ממשלתי שקלי 0330
1.43%	1.52%		אג"ח ארה"ב ל-10 שנים
-0.75%	-0.88%	5.24 שנים	תל בונד 20
1.72%	1.64%	3.42 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

הדולר והאירו נחלשו החודש מול השקל בכ- 1.64% וכ-1.95% בהתאמה. תחילת צמצום תכנית הרכישות של הפד, התחזקות עקבית של הדולר מול סל המטבעות לצד שימוש במטבע כממתן ירידות אפשרי בשווקים, גורמים לנו להרגיש בנוח להגדיל חשיפה לדולר בשערו הנוכחי. ניתן לשקול הגדלת חשיפה למטבע באמצעות אג"ח שקליות בדירוגים גבוהים, צמודות מט"ח, במח"מ קצר, המעניקות תשואה דולרית גבוהה ביחס לחלופות דומות בעולם.

2016	2017	2018	2019	2020	YTD	חודש	שער אחרון	
-1.5%	-9.83%	8.10%	-7.79%	-6.97%	-3.27%	-1.64%	3.1100	שער שקל/דולר
-4.8%	2.69%	3.35%	-9.63%	1.70%	-10.76%	-1.95%	3.5199	שער שקל/אירו

אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש דצמבר פקעו ב- 1963.02 נקודות המדד ובכך שיקפו עליה חודשית נוספת של 3.73% ביחס לפקיעת החודש הקודם. פקיעה חיובית זו הביאה להשוואת שיא היסטורי של 6 פקיעות חיוביות ברצף (יולי-דצמבר), שהושג בעבר פעם אחת בלבד - בשנת 2009. החודש הווהוה שיא שנתי נוסף של 10 פקיעות חודשיות חיוביות, נתון שנתי שהושג פעמיים בלבד בכל היסטוריית המעו"ף (2005, 2009). על אף העלויות המרשימות, סטיית התקן עלתה החודש ל- 15% סביב הכסף בסמוך לפקיעה. האסטרטגיה החודשית הניבה תשואה של 3.3% כאשר ההגנות שהתחלנו למקם בחודשיים האחרונים פקעו מחוץ לכסף.

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

לאורך כל שנת 2021 כתבנו שאנחנו צופים למדד המעו"ף הרבה יותר חודשים חיוביים משליליים. הערכה זו שהוכחה הלכה למעשה הרבה מעל המצופה, הושגה וכעת, עם עליה מחודשת בסטיית התקן וכיאה להערכות המשקיעים במעבר בין שנים, אנחנו בוחרים לנקוט טקטית במשנה זהירות ולשלב הגנות על נכס הבסיס בדמות מרווח יורד.

לאור הדברים האמורים, האסטרטגיה תהיה מרווח יורד ביחס 1:1 על נכס הבסיס במרחק 4.5% מהספוט(1760-1880). עלות האסטרטגיה 0.35% במונחי תשואה.

גרף אסטרטגיה מומלצת

