

פעילות ריאלית

המדד המשולב למצב המשק לחודש אוקטובר עלה ב-0.25%, העלייה שיקפה את דעיכת הגל הרביעי של התחלואה, אך קצב גידול המדד היה נמוך מהמוצע ארוך הטווח. עליית המדד המשולב הושפעה לטובה מעלויות בשיעור המשרות הפנויות באוקטובר, מדד הפדיון בשירותים וייצוא השירותים בספטמבר ומשרות השכיר באוגוסט. את העלייה מיתנו ירידות בייצוא הסחורות, יבוא התשומות לייצור ויבוא מוצרי הצריכה באוקטובר. מדד הייצור התעשייתי ומדד הפדיון במסחר הקמעונאי נותרו בקירוב ללא שינוי בספטמבר. **שיעור האבטלה** בגילאי העבודה העיקריים (25-64) באוקטובר עמד על 4.5%, לעומת 4.9% בחודש הקודם. **יש לשים לב שהעובדים שבחל"ת אינם נכללים בשיעור האבטלה.**

תקציב הממשלה

בחודש אוקטובר נמדד עודף בפעילותה התקציבית של הממשלה בסך של כ-4.4 מיליארד ₪, לעומת גירעון תקציבי של כ-20.4 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בחודשים ינואר-אוקטובר נמדד גירעון בסך של כ-47.1 מיליארד ₪, לעומת גירעון בסך של כ-123.8 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הגירעון המצטבר ב-12 החודשים האחרונים (נובמבר 2020 – אוקטובר 2021) עמד על כ-5.5% מהתוצר. גביית המסים בחודש אוקטובר הסתכמה בכ-37.3 מיליארד ₪. גביית המסים מתחילת 2021 הסתכמה בכ-313.2 מיליארד ₪, גידול נומינלי של 23.1% לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש אוקטובר) עלה ב-0.1% בהשוואה לספטמבר 2021. מתחילת השנה עלה מדד המחירים לצרכן ב-2.6%. ב-12 החודשים האחרונים (אוקטובר 2021 לעומת ספטמבר אוקטובר) עלה מדד המחירים לצרכן ב-2.3%. על פי נתוני המגמה לתקופה שבין יולי 2021 – אוקטובר 2021, קצב העלייה השנתי של מדד המחירים לצרכן הגיע ל-1.8%.

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	חודש אחרון	
-1.0%	-0.2%	0.4%	0.8%	0.6%	-0.7%	2.6%	0.1%	מדד המחירים לצרכן

שיעור הריבית

בנק ישראל החליט להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.1%. באוקטובר נרשמה אינפלציה בשיעור חיובי של 0.1%. ב-12 החודשים האחרונים האינפלציה עמדה על 2.3%. עד כה נרשמו העלאות ריבית בעולם רק במדינות בהן נרשמה חריגה ניכרת מיעד האינפלציה. בישראל הציפיות מהשווקים מצויות בתוך תחום היעד ועל פי התחזיות השונות האינפלציה צפויה להיות נמוכה יותר בעוד 12 חודשים. הציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים עלו בתקופה האחרונה ומצויות בתוך תחום היעד. השקל התחזק מאז החלטת הריבית הקודמת בכ-5.7% במונחי השער הנומינלי האפקטיבי, נתון המרחיק עוד יותר את ביי מהעלאות ריבית אפשרית.

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 עבר על שוק המניות בחודש נובמבר. בסיכום חודשי ירד מדד המניות העולמי בכ-2.5% בממוצע, זאת על רקע התפרצות וריאנט האומיקרון ושינוי המנגינה של נגיד הפד פאוול אשר לאחר בחירתו מחדש התחיל לטעון כי סביבת האינפלציה הגבוהה עשויה להיות יותר מזמנית. שוק המניות המקומי המשיך את התקופה החיובית ועלה בכ-1.4% בממוצע. שוק האג"ח עלה בכ-0.85% בממוצע, למרות הירידות באג"ח הקונצרני.
- ❖ **אירופה** – הצמיחה בגוש האירו ברבעון השלישי הייתה חזקה ועמדה על 9.1% בשיעור שנתי. למרות הצמיחה המהירה התוצר בגוש עדיין נמוך בהשוואה לרמתו מלפני המשבר. האינפלציה עלתה ל-4.1% באוקטובר, אינפלציית הליבה עלתה ל-2.1%. בהחלטת הריבית, נגידת הבנק המרכזי בגוש האירו הדגישה כי האינפלציה גבוהה בשל הזינוק במחירי האנרגיה ועלויות השילוח. מדד המחירים ליצרן בגוש האירו עלה ל-16% ב-12 החודשים האחרונים עד ספטמבר, כמחצית מכך בגלל עליית מחירי האנרגיה. העלייה בתחלואה האיצה לשיאים חדשים, הדבר גרם ליישום מחדש של הגבלות במיוחד על התקהלויות ובחלק מהמדינות כגון אוסטריה החמירו עם סגרים, הדבר עשוי לגרום להאטה בצמיחה ברבעון הרביעי והמשך חולשתו של האירו בחודשים הקרובים. בבריטניה, הבנק המרכזי הותיר את הריבית ללא שינוי על 0.1%. האינפלציה עלתה ל-4.2% באוקטובר, מעל הצפי.
- ❖ **ארה"ב** – הצמיחה ברבעון השלישי הייתה מאכזבת עם עלייה של 2% בלבד בשיעור שנתי, כאשר ללא הגידול במלאים הצמיחה הייתה אפסית. התפשטות וריאנט הדלתא ובעיות בשרשרת האספקה פגעו בצריכה הפרטית שצמחה בכ-1.3% בלבד לצד ירידה ביצוא בכ-2.5%. הבנק המרכזי הודיע שיחל לצמצם את תכנית הרכישות שלו לאור השיפור בשוק העבודה והעלייה באינפלציה, קצב הצמצום אמור להיות איטי עם ירידה של 15 מיליארד דולר בנובמבר ובדצמבר, נגיד הבנק המרכזי ציין שהם צופים שתכנית הרכישות תסתיים לקראת מחצית השנה הבאה, אך הם ישמרו על גמישות בהתאם להתפתחויות בכלכלה. פאוול הדגיש שהכלים שבאמתחתם אינם יכולים להקל על זעזועי היצע, שהם התורמים העיקריים לאינפלציה הגבוהה ולכן טען שעדיין לא הבשילו התנאים להעלאת ריבית ושיודיעו מספיק זמן מראש כדי לא להפתיע את השווקים כאשר יחליטו לשנות את עמדתם. אך יחד עם זאת, לקראת סוף החודש התפרץ וריאנט האומיקרון אשר עשוי לטרוף את הקלפים בסוגיה זו והבנק עשוי להידרש להגיב יותר מהר משתכנן במקור. באוקטובר נרשם גידול של כ-531 אלף משרות חדשות ונתוני החודשיים האחרונים עודכנו בחזות כלפי מעלה, שיעור האבטלה ירד ל-4.6%. גם סנטימנט החברות עלה חדות, מדד מנהלי הרכש של מכון ISM לענפי השירותים עלה ל-66.7 נקודות באוקטובר. האינפלציה עלתה ל-6.2%, מעל הצפי, אינפלציית הליבה עמדה על 4.6%. לאור האינפלציה ירד מדד אמון הצרכנים לנובמבר ל-66.8 נקודות, הקריאה הנמוכה ביותר מזה כעשור. המכירות הקמעונאיות (ללא מכירות הדלק) והייצור התעשייתי באוקטובר עלו 1.5% ו-1.6% בהתאמה. הצריכה הפרטית הריאלית עלתה ב-0.7% באוקטובר.
- ❖ **אסיה ושווקים מתפתחים** – בסין, סנטימנט חברות התעשייה השתפר בתחילת הרבעון, מדד מנהלי הרכש עלה ל-50.6 נקודות. הבנק המרכזי הזרים נזילות משמעותית לשווקים הפיננסיים כדי למתן

את ההאטה בצמיחה, במקביל גם הודיעה הממשלה על הרחבת השימוש במס הרכישה על נדל"ן כדי לצמצם את המינוף בענף ולהקטין פערים. ייצוא הסחורות עמד על כ-300 מיליארד דולר לאור הביקושים לקראת עונת החגים בארה"ב ואירופה. המכירות הקמעונאיות עלו ל-4.9% והייצור התעשייתי ל-3.5% ב-12 החודשים האחרונים, מעל הצפי. ביפן, האינפלציה הכי נמוכה מבין מדינות ה-OECD, עמדה על 0.1% בלבד באוקטובר. תחרות אגרסיבית בשוק התקשורת הסלולרית הורידה כ-0.5% מהאינפלציה.

שוק המניות

על אף הסיכון הגובר בשווקים והתמחור המלא במרביתם, בהיעדר אלטרנטיבות סולידיות ראויות, מניות 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%	24.34%	מדד ת"א 35
-5.4%	17.3%	21.2%	-3.02%	40.30%	18.06%	28.14%	מדד ת"א 90
-4.3%	5.6%	21.6%	-11.18%	24.05%	14.33%	12.42%	מדד MSCI
-0.7%	9.5%	19.4%	-6.24%	28.88%	16.26%	21.59%	מדד S&P 500
4.1%	0.7%	6.5%	-14.34%	24.78%	-5.14%	14.37%	מדד DJ Euro Stoxx50

שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים עמדה בסוף החודש על 1.43%, לעומת 1.55% בסוף חודש אוקטובר. 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 נובמבר בתשואה לפדיון של 0.87%, לעומת 1.23% בסוף החודש הקודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית הינו שלילי ועומד על 56- נ"ב.

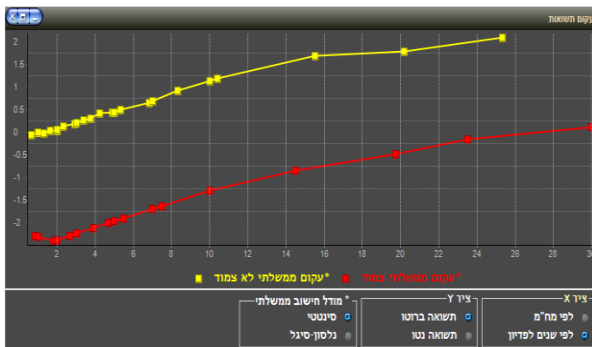
לאחר ירידות משמעותיות באפיק הממשלתי הקבוע, אנו מציעים לנצלן ולהאריך מח"מ מ-3 ל-5 שנים. לאור תלילות החדה של העקום, אנו ממליצים לעשות זאת באמצעות מח"מ סינטטי.

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש נובמבר 2021, הינן ברמה שנתית של 2.8% שנתיים 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 שקלים לצמודים ולשמור על מח"מ 6 באפיק הצמוד.

האפיק הקונצרני נסחר החודש במגמה שלילית. מדד התל-בונד 20 ירד בחודש נובמבר בכ- 0.28% ותל-בונד 40 ירד בכ- 0.49%. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש נובמבר על כ- 112 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 123 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 לסיכוני 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		
0.01%	-0.03%	1 שנה	מקמ לשנה
1.23%	0.87%	7.98 שנים	ממשלתי שקלי 0330
1.55%	1.43%		אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
-1.00%	-0.75%	5.30 שנים	תל בונד 20
2.00%	1.72%	3.51 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

הדולר התחזק החודש מול השקל בכ- 0.13%, מנגד האירו נחלש מול השקל בכ- 2.60% בהתאמה. התחלת 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 בשער 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%	-1.65%	0.13%	3.1620	שער שקל/דולר
-4.8%	2.69%	3.35%	-9.63%	1.70%	-8.98%	-2.60%	3.5899	שער שקל/אירו

אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש נובמבר פקעו ב- 1892.37 נקודות המדד ובכך שיקפו עליה חודשית נוספת של 1.97% ביחס לפקיעת החודש הקודם.

סטיית התקן ירדה ל- 12.5% סביב הכסף בסמוך לפקיעה.

האסטרטגיה החודשית הניבה תשואה של 1.57% כאשר ההגנות שהתחלנו למקם בחודשיים האחרונים (ונמשיך לעשות זאת בחודשים הקרובים כל עוד סטיות התקן נמוכות באופן יחסי), פקעו מחוץ לכסף.

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

כמאמר המשפט הידוע "לא מתקנים מה שעובד", וכפי שאנו כותבים בחודשים האחרונים, עד להודעה חדשה - ברירת המחדל שלנו תהיה עליות של השוק בישראל, כאשר אנו מעריכים שהשוק יעלה בהדרגתיות ובאופן יחסי בעקביות (הרבה יותר חודשי מעו"ף חיוביים משליליים), כל זאת בהנחת שוק מניות תקין ומתפקד מעבר ליס. יחד עם זאת, לאחר ירידה משמעותית ועקבית בסטיית התקן לרמות סבירות, אנו ממשיכים לשלב הגנות על המקטע המנייתי לתקופה הקרובה.

לאור הדברים האמורים ולאחר נגיסה משמעותית בפרמיות הכתיבה, האסטרטגיה תהיה הגנות עירומות ביחס 1:1 על נכס הבסיס במרחק 4.5% מהספוט. עלות האסטרטגיה 0.43% במונחי תשואה.

גרף אסטרטגיה מומלצת

