

פעילות ריאלית

המדד המשולב למצב המשק עלה בחודש פברואר ב- 0.2%. קצב עלייתו של המדד ירד במעט החודש אך עדיין מעיד על צמיחת המשק בקצב דומה לזה שאפיין אותו בחודשים האחרונים. בחודשים האחרונים נמשכה המגמה של גידול ביצוא לאסיה (הגיע למוצע של מיליארד דולר בחודש). **שיעור האבטלה** ירד בחודש פברואר לרמה של 5.8% (לעומת 5.9% בינואר).

תקציב הממשלה

העודף המקומי הסתכם בפברואר ב- 2.3 מיליארד ₪ בדומה לתוואי העונתי העקבי לתקרת הגרעון ל- 2014. ההכנסות ממיסים הסתכמו בפברואר בכ- 19.8 מיליארד ₪ והן נמוכות ב- 0.2 מיליארד ₪ מתחזית גביית המיסים בתקציב.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (**מדד חודש פברואר**) ירד ב- 0.2%. ב- 12 החודשים האחרונים, עלה המדד ב- 1.2%. **ציפיות האינפלציה השנתית הגלומות בשוק ההון**, נכון לסוף מרץ 2014, עומדות על כ- 2.2% בטווח הבינוני וכ- 2.3% בטווח הארוך.

2009	2010	2011	2012	2013	YTD	חודש אחרון	מדד המחירים לצרכן
3.9%	2.7%	2.2%	1.6%	1.8%	-0.8%	-0.2%	

שיעור הריבית

בנק ישראל הותיר את הריבית לחודש אפריל 2014 ללא שינוי ברמה של 0.75%. ההחלטה להותיר את הריבית ללא שינוי עקבית עם מדיניות מוניטרית שנועדה לבסס את האינפלציה בתוך יעד יציבות המחירים של 1% עד 3% ולתמוך בצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. כיוון הריבית בהמשך תלוי בהתפתחויות בסביבת האינפלציה, בצמיחה הגלובלית והמקומית, בשיעורי החליפין ובמדיניות המוניטרית של הבנקים המובילים. הגורמים העיקריים שהשפיעו על החלטת הבנק היו: ירידה במדד המחירים לצרכן לחודש פברואר, האינפלציה ב- 12 החודשים האחרונים נמצאת בחלקו התחתון של היעד ויש הערכה שעלולה לרדת זמנית מתחת לתחום היעד, התחזקות מתמשכת של השקל, התמתנות בקצב מכירת הדירות החודש, צפי להמשך התאוששות בארה"ב ואופטימיות זהירה באירופה.

חודש קודם	אחרון	
0.75%	0.75%	ריבית בנק ישראל
0-0.25%	0-0.25%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
0.25%	0.25%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

כלכלה עולמית

- ❖ **גלובלי** – ארגון ה-OECD צופה התאוששות בסחר העולמי והמשך התאוששות במשקים המפותחים. למרות זאת, ההתאוששות צפויה להישאר מתונה על רקע חולשת המשקים המתעוררים. מחיר נפט ירד החודש בכ- 3% ומדד המתכות בכ- 5%. מחיר הסחורות החקלאיות עלה ביותר מ- 5% על רקע מזג האוויר הקשה במדינות רבות.
- ❖ **אירופה** – ה-ECB עדכן החודש כלפי מעלה את תחזית הצמיחה ל- 2014, ל- 1.2%. הבנק המרכזי הותיר החודש את הריבית ללא שינוי ברמה של 0.25%. נשיא הבנק המרכזי שב וציין שהריבית צפויה להישאר ברמתה הנוכחית, או נמוכה ממנה, למשך תקופה ארוכה. גם הבנק המרכזי של אנגליה הודיע כי הוא מותיר את הריבית על כנה ברמה של 0.5%. כמו כן, הבנק הבריטי הותיר את תוכנית ההרחבה הכמותית על רמתה המקסימלית של 375 מיליארד ליש"ט (כ- 625 מיליארד דולר). ההפתעה הגדולה החודש הייתה פורטוגל אשר רשמה ברבעון הרביעי של 2013 את הצמיחה הגבוהה ביותר בגוש היורו. הרפורמות המבניות אשר אימצה כתוצאה מהמשבר העמוק אליו נקלעה תרמו לשיפור התחזיות הכלכליות ל- 2014 והירידה המשמעותית באבטלה (היחידה ממדינות ה-PIIGS).
- ❖ **ארה"ב** – בתום ישיבת הריבית הראשונה תחת הנהגתה של ג'נט ילן החליט ה-FED להמשיך ולסגת מתכנית להקלה הכמותית ולצמצם את רכישות האג"ח בעוד 10 מיליארד דולר. מאפריל, הפד ירכוש כל חודש אג"ח בשווי 55 מיליארד דולר. שיעור אבטלה של 6.5% לא יהווה יותר יעד לשינוי מדיניות הריבית האפסית ומעתה הבנק המרכזי יבחן שורה של משתנים כלכליים לפני שיחליט האם להעלות את הריבית המרכזית. על פי ההערכות החדשות הריבית צפויה להגיע ל- 1% בסוף 2015. הנתונים שהתפרסמו החודש בארה"ב היו מעורבים בעיקר על רקע מזג האוויר הקשה אשר פקד את היבשת. שיעור האבטלה עלה החודש ב- 0.1% לרמה של 6.7% אך שיעור ההשתתפות נותר יציב. סוכנות הדירוג פיץ' אישררה החודש את דירוג האשראי של ארה"ב (AAA).
- ❖ **אסיה** – הצמיחה ביפן צפויה להיות חזקה ברבעון הראשון של 2014 אך שלילית ברבעון השני על רקע העלאת מע"מ שתיערך באפריל. החודש פורסם נתון מעודכן לפיו כלכלת יפן צמחה ב-0.7% בלבד ברבעון הרביעי של 2013 לעומת 1% בפרסום הקודם. הבנק המרכזי ביפן הודיע כי ירחיב את הזרמת הנזילות לשווקים מ-60 טריליון ין (581 מיליארד דולר) ל-70 טריליון. ראש ממשלת סין הודיע החודש שיעד הצמיחה ל- 2014 עומד על 7.5% (אותו יעד צמיחה שנקבע לפני שנה) והאינפלציה על 3.5%. כמו כן, התקציב הממשלתי ל- 2014 יעמוד על 15.3 טריליון יואן (2.5 טריליון דולר). מצד אחד יעד הצמיחה מוכיח שסין ממשיכה להתפתח, אך מצד שני, יעד צמיחה גבוה מדי אינו משאיר מקום לביצוע הרפורמות הדרושות בכלכלה, רפורמות שבאות על חשבון הצמיחה.

שוק המניות

חודש מרץ התאפיין במגמה מעורבת במדדי המניות המובילים. החודש היינו עדים לציאת משקיעים מהאחזקות ה"מסוכנות" יותר ונהירה לעבר החברות הגדולות וה"בטוחות". מדד ת"א 25 עלה החודש ב-3.8% בהובלת מניות בזק ומזרחי טפחות. לעומת זאת, מדד ת"א 75 ירד בחודש מרץ ב-1.7%. מדד הביומד אשר הוביל את העליות בחודש פברואר, ירד החודש ביותר מ-6%. מנגד, מדד התקשורת בלט לטובה עם עליה של יותר מ-9%.

אנו עדיין בדעה שהפוטנציאל ההולך ונעלם של האפיק הסולידי יחד עם האפסייד הגלום באפיק המנייתי הופכים את שוק המניות להשקעה האטרקטיבית של 2014. המגמה המעורבת בחודש מרץ בארץ ובעולם מהווה הוכחה נוספת שיש להתמקד בבחירה זהירה עם פוטנציאל ארוך טווח של מניות בארץ ובח"ל. בארה"ב, בדומה לישראל, ראינו החודש תשואת יתר במדד ה-S&P אשר נחשב לסולידי יותר על פני הנאסדק התנודתי יותר. בראיה גלובלית, אנו עדיין מעריכים ששוק המניות האמריקאי הינו השוק האטרקטיבי ביותר במונחי סיכון/סיכוי ומשכך, צפוי להמשיך להניב ביצועים משופרים.

2009	2010	2011	2012	2013	YTD	חודש אחרון	
74.9%	15.8%	-18.2%	9.2%	12.1%	5.48%	3.81%	מדד ת"א 25
149.8%	15.7%	-25.9%	4.8%	24.7%	6.15%	-1.70%	מדד ת"א 75
147.0%	19.7%	-25.7%	21.6%	35.7%	3.85%	-0.93%	מדד יתר 50
23.5%	12.1%	0.0%	13.4%	29.6%	1.29%	0.69%	מדד S&P 500
21.0%	-5.9%	-17.8%	13.8%	14.7%	1.69%	0.39%	מדד DJ Euro Stoxx50

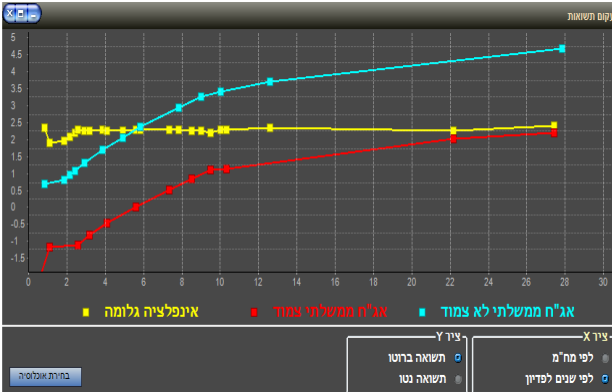
שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים עלתה מעט במרץ לרמה של 2.72%, לעומת 2.66% בסוף פברואר. רוחות המלחמה החודש בין אוקראינה לרוסיה והתנודתיות בשווקים כתוצאה מכך מהווים את אחת מהסיבות לעלית התשואות. לנוכח התשואות הנמוכות, אנו ממשיכים להמליץ על משקל חסר משמעותי בחשיפה לאגרות חוב ארוכות של ממשלת ארה"ב.

אגרות החוב הארוכות של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0323) נסחרות בסוף חודש מרץ בתשואה לפדיון של 3.24%, ירידה קלה מסוף חודש פברואר. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית הצטמצם החודש ל-52 נקודות בסיס. לדעתנו, בעקבות רמות התשואה הנמוכות בארה"ב ובישראל לא מומלץ להשקיע באגרות חוב ממשלתיות מעבר למח"מ השוק.

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש מרץ 2014, הינן ברמה של 1.7% בטווח הקצר ו-2.2%-2.3% בטווחים הבינוניים והארוכים. להערכתנו, ציפיות האינפלציה הגלומות משקפות את טווח האינפלציה הצפוי ולכן אין עדיפות מובהקת לאחד האפיקים (הצמוד והשיקלי).

שוק אגרות החוב הקונצרניות עלה בחודש מרץ. מדדי התל-בונד 20 ותל-בונד 40 עלו החודש ב- 0.83% וב- 0.77% בהתאמה. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש מרץ על כ- 127 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 113 נקודות בסיס בתל-בונד 40 (ירידה לעומת סוף חודש קודם). באפיק הקונצרני, אנו ממליצים על הצמדות לאגרות החוב הכלולות במדדי התל-בונד ובעיקר במדד תל-בונד צמודות. כמו כן, בעקבות דשדוש המרווחים של תשואות אגרות חוב הקונצרניות בחודשים האחרונים, אנו מעדיפים השקעה בסדרות בעלות מח"מ קצר יחסית.



תשואות לפדיון			
חודש קודם	סוף החודש	מח"מ	
0.75%	0.66%	1 שנה	מקמ לשנה
3.26%	3.24%	7.7 שנים	ממשלתי שקלי 0323
0.17%	0.01%	5.2 שנים	ממשלתי צמוד 1019
2.66%	2.72%	7.5 שנים	אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
1.13%	0.81%	4.3 שנים	תל בונד 20
2.25%	2.14%	2.9 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

החודש הדולר שוב ירד קלות ב- 0.26% אל מול השקל. מנגד, האירו עלה החודש ב- 0.30%. אנו ממשיכים להאמין שלנוכח התחזקות הכלכלה האמריקאית (גם אם איטית), המשך ההפחתה בהזרמת כסף ע"י הפד, וחוסר הודאות בשווקים המתפתחים הדולר צפוי להתחזק השנה מול רוב המטבעות בעולם ובכלל זה גם מול השקל.

2009	2010	2011	2012	2013	YTD	חודש	שער אחרון	
-0.7%	-6.0%	7.7%	-2.3%	-7.0%	0.46%	-0.26%	3.487	שער שקל/דולר
2.7%	-12.9%	6.5%	-0.4%	-2.8%	0.64%	0.30%	4.812	שער שקל/אירו

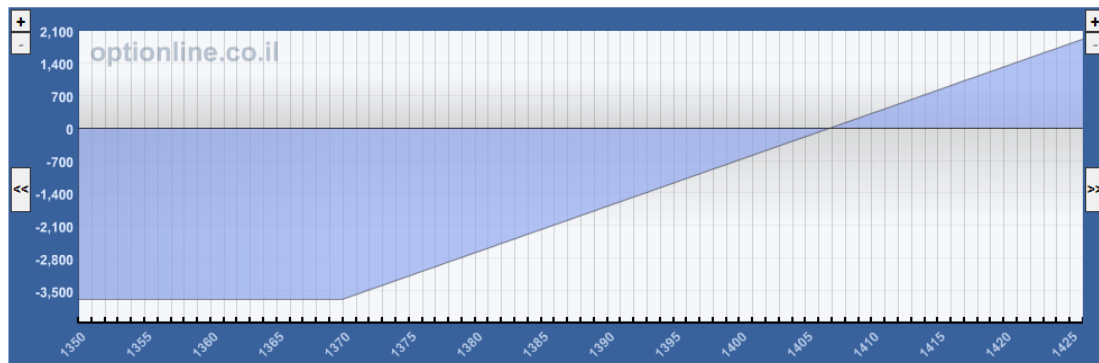
אופציות מעו"ף

אופציות מעו"ף לחודש מרץ פקעו ב- 27 לחודש לפי מדד 1398.49. פקיעה זו שיקפה עליה חודשית של 3.21% ביחס לפקיעת חודש פברואר. התנודתיות בשוק ממשיכה להיות נמוכה, ללא שינוי ניכר בסטיות התקן הגלומות, ביחס לחודש הקודם. מדד המעו"ף הפגין החודש עוצמה, כאשר הצליח לשבור את רמת השיא ההיסטורית אותה השיג בשלהי השנה הקודמת, תוך שהוא מתבסס מעליה ללא לחץ מוכרים ניכר. האסטרטגיה החודש הניבה תשואה חיובית של 2.5%, כאשר אני מדגיש שאנו מבקשים לעלות עם השוק במקביל לשמירה על סטיית תקן נמוכה ממנו ולהבטיח השגת תשואה עודפת ניכרת על פני השוק בתרחיש של ירידות.

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

לאור העובדה שמדד המעו"ף הצליח לשבור את שיאו ההיסטורי ולהתבסס מעליו, האסטרטגיה המומלצת הינה רכישת חוזה סינטטי עם הגנות קרובות לכסף. בימים כתיקונם הייתי ממליץ על אסטרטגיית קול מכוסה בלבד והכנסת הגנות בתרחיש של ירידת השוק מרמת 1375 ע"ב סגירה, אולם ההגנות כ"כ זולות עד כדי כך שכדאי לנהל לדעתי פוזיציות לונג עם הגנות קרובות בתקופה הקרובה. אי לכך, האסטרטגיה המומלצת החודש הינה רכישת חוזים סינטיים עם הגנות מלאות החל ממדד 1370. עלות האסטרטגיה 0.27% במונחי תשואה.

גרף אסטרטגיה מומלצת:



הערה: לאור גל העלויות הממושך ולאור העובדה שאנו נמצאים ברמת תנודתיות מאוד נמוכה, אני ממליץ בחום לעבור לעבודה עם סטופ לוס נגרר, גם במחיר של ויתור תקופתי על חלק קטן מעליית השוק. ניהול פוזיציה בשיטה זו יקנה לנו שקט תפעולי ויבטיח השגת תשואה עודפת משמעותית על פני מדדי השוואה רלוונטיים, להערכתנו, כבר בחודשים הקרובים.