

סקירה כלכלית

מאי 2013

פעילות ריאלית

המדד המשולב למצב המשק עלה בחודש אפריל ב- 0.2%. קצב גידולו של המדד החודש גבוה במקצת מקצבי הגידול בחודשים הראשונים של השנה. העלייה במדד החודש משקפת עלייה במדד יצוא סחורות ושירותים. **שיעור האבטלה** עלה בחודש אפריל לרמה של 6.9% (לעומת 6.6% במרץ).

תקציב הממשלה

הממשלה אישרה בתחילת החודש להגדיל את ההוצאה ב- 2013 ב- 6.5 מיליארד ₪ ולהעלות את תקרת הגרעון ל- 4.65%. הגרעון המצטבר מתחילת השנה הסתכם באפריל ב- 5.7 מיליארד ₪ והיה נמוך בכ- 0.4 מיליארד ₪ מהתחזית התואמת את יעד הגרעון של 4.65% תוצר.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (**מדד חודש אפריל**) עלה ב- 0.4%. ב- 12 החודשים האחרונים, עלה המדד ב- 0.8% (מתחת לגבול התחתון של יעד האינפלציה). **ציפיות האינפלציה השנתית הגלומות בשוק ההון**, נכון לסוף מאי 2013, עומדות על כ- 2.1% בטווח הבינוני וכ- 2.4% בטווח הארוך.

2008	2009	2010	2011	2012	YTD	חודש אחרון	מדד המחירים לצרכן
3.8%	3.9%	2.7%	2.2%	1.6%	0.4%	0.4%	

שיעור הריבית

בנק ישראל הוריד את הריבית לחודש יוני 2013 ב- 0.5% לרמה של 1.25%. הועדה המוניתרית של בנק ישראל הורידה את הריבית פעמיים במהלך חודש מאי. ב- 13 למאי, לנוכח התמשכות מגמת הייסוף של השקל, הפחתת הריבית על ידי בנקים מרכזיים, על רקע הפקת הגז מתמר וההקלה הכמותית של משקים מובילים החליטה הועדה להוריד את הריבית ב- 0.25% לרמה של 1.5%. ב- 27 למאי, הועדה המוניתרית החליטה שוב להוריד את הריבית במשק לרמה של 1.25%. ההחלטה נובעת מרצון להקטין את הפערים בין ריבית בנק ישראל לריביות המשקים המרכזיים בעולם, ממדיניות ההרחבה של הבנקים המרכזיים בעולם, המשך הצמיחה בקצב עליית מחירי הדירות וסביבת האינפלציה המתונה הנמצאת מתחת לגבול התחתון של היעד.

חודש קודם	אחרון	
1.75%	1.25%	ריבית בנק ישראל
0-0.25%	0-0.25%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
0.75%	0.50%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

כלכלה עולמית

- ❖ **גלובלי** – הכלכלה העולמית המשיכה להציג תמונה מקרו כלכלית מעורבת החודש. הנתונים בארה"ב הצביעו על שיפור מתון, בגוש האירו הנתונים הצביעו על העמקת המיתון ובסין מתקבלת תמונה של האטה משמעותית מהצפוי.
- ❖ **אירופה** – ה- ECB הוריד החודש את הריבית באירופה לרמה של 0.5%, רמת שפל של כל הזמנים. מריו דראגי הצדיק את הורדת הריבית בטענה כי "החולשה הכלכלית בגוש היורו התפשטה לחלקים שבהם לא נחקרה עדיין ההשפעה של המדיניות המוניטרית". כמו כן ציין דראגי כי אינו שולל הורדת ריבית נוספת במידה ויהיה לכך צורך. שיעור האבטלה באירופה אשר נמצא בשיא ורמת האינפלציה אשר הגיעה לשפל של 1.2% מהווים רוח גבית להחלטת הבנק המרכזי. ממשלת פורטוגל הודיעה החודש שהיא תיישם גל נוסף של קיצוצים כדי לעמוד בתנאים לקבלת חבילת חילוץ מהאיחוד האירופי. התכנית אשר כוללת קיצוצים של 30 אלף משרות במגזר הציבורי (5% מהמגזר) והעלאת גיל הפרישה בשנה אמורה לחסוך הוצאות ממשלתיות של 5.8 מיליארד אירו עד 2015. על אף הנתונים המעורבים, בורסות אירופה הגיעו החודש לשיא של 5 שנים.
- ❖ **ארה"ב** – נתוני האבטלה בארה"ב הפתיעו החודש לטובה - שיעור האבטלה ירד ל- 7.5% (שפל שלא נראה כמותו מאז 2008). הפד שלח מסר מרגיע לשווקים בתחילת החודש והחליט להמשיך במדיניות הריבית האפסית וההרחבה הכמותית כל עוד יהיה צורך בכך. לעומת זאת, בפרסום הפרוטוקולים של הפד משיבת הריבית האחרונה עולה שחלק מחברי הפד תומכים בהפסקת תכנית רכישות האג"ח. כמו כן בעדותו החצי שנתית, אמר ברננקי שהפדרל ריזרב מוכן לגלות גמישות במדיניות המוניטארית שלו - להאט את קצב רכישות האג"ח, או לחלופין להגביר, ככל שיידרש. גם נתוני מדד אמון הצרכנים ומדד מחירי הבתים של קייס שילר אשר עלו מעל הצפוי החודש מגבירים את החשש בשווקים שהפד יאט או יפסיק את ה-QE3.
- ❖ **אסיה** – גם באוסטרליה, הוריד החודש נגיד הבנק המרכזי את שיעור הריבית ב- 0.25% לרמה של 2.75%, זאת בניגוד לציפיות כי הריבית במדינה תישאר ברמה של 3%. החלטה זו התקבלה בעיקר על רקע האינפלציה הגבוהה והתחזקות הדולר האוסטרלי. ביפן, מדד הניקיי נגע החודש ברמות שלא הגיע אליהן מאז 2008 כאשר חצה את רף 14,000 נקודות. גם מדד ה- MSCI אסיה פסיפיק הגיע החודש לרמתו הגבוהה מזה 5 שנים. בסין, נתוני היצוא והמאזן המסחרי שפורסמו בתחילת החודש מעידים על התאוששות מסוימת. לעומת זאת, מדד השווקים המתפתחים של בנק HSBC מצביע על כך שקצב הצמיחה של השווקים המתפתחים ירד בחודש אפריל לשפל של שנה וחצי. המדד ירד בחודש אפריל ל- 51.3 נקודות, לעומת 52.5 נקודות בחודש מרץ. קצב הצמיחה של הכלכלה הסינית הוא הנמוך ביותר לאחר נתוני אינפלציה גבוהים מהצפוי. מדד המחירים לצרכן עלה בסין באפריל ב- 2.4% (מהחודש המקביל בשנה שעברה), עלייה גדולה יותר מנתון חודש מרץ שעמד על 2.1%. כמו כן, פעילות הייצור הסינית נפלה בחודש מאי לשפל של 7 חודשים. על רקע נתונים אלה, קרס בסוף החודש הניקיי היפני ב- 7.3% ביום אחד, הנפילה היומית החדה מאז מרץ 2011. בסך הכל השלימה הבורסה היפנית ירידה של מעל 10% מהשיא האחרון.

שוק המניות

חודש מאי ננעל בעליות במדדי המניות המובילים בישראל. מדד ת"א 25 עלה החודש ב- 2.14% בהובלת מניות איזיציפ, שטראוס ונייס.

מדד הביטוח הוביל את העליות עם 9.62%. מתחילת 2013 עלה מדד הביטוח בקרוב ל- 18%. למרות העליות ברוב מדדי המניות, מדד התקשורת ירד החודש בכמעט 5% בעקבות תוצאות מאכזבות של חברות התקשורת.

אנו מאמינים שהשילוב של תשואות נמוכות בכל העולם וכתוצאה מכך העדר אלטרנטיבות השקעה, יחד עם רמת המחירים הנוחה של המניות בישראל (השוק בארץ בתשואת חסר משמעותית על השוק בארה"ב) מביא את שוק המניות להיות אפיק ההשקעה המועדף לשנה הקרובה, בעיקר למשקיעים בעלי אופק השקעה ארוך, המסוגלים לסבול תנודתיות גבוהה בתיק ההשקעות. להערכתנו, שווקי המניות יניבו תשואה עודפת בעתיד הנראה לעין על פני אפיקים סולידיים. בראיה גלובלית, אנו עדיין מעריכים ששוק המניות האמריקאי הינו השוק האטרקטיבי ביותר במונחי סיכון/סיכוי ומשכך, צפוי להמשיך להניב ביצועים משופרים. יחד עם זאת, חשוב לשמור על זהירות ולקחת בחשבון שמדדי ה-S&P500 והנאסדק חצו רמות שיא חדשות החודש.

2008	2009	2010	2011	2012	YTD	חודש אחרון	
-46.2%	74.9%	15.8%	-18.2%	9.2%	3.9%	2.14%	מדד ת"א 25
-67.7%	149.8%	15.7%	-25.9%	4.8%	11.5%	3.56%	מדד ת"א 75
-73.0%	147.0%	19.7%	-25.7%	21.6%	24.3%	7.00%	מדד יתר 50
-37.7%	23.5%	12.1%	0.0%	13.4%	14.3%	2.10%	מדד S&P 500
-44.3%	21.0%	-5.9%	-17.8%	13.8%	5.1%	2.13%	מדד DJ Euro Stoxx50

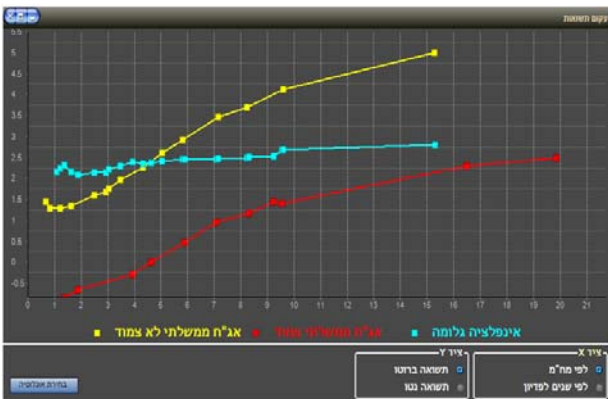
שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים עלתה בחודש מאי ל- 2.16%, לעומת 1.67% בסוף חודש אפריל. עליה של מעל 29% בחודש. למרות עליה זו, מדובר עדיין בסביבת תשואות נמוכה ביותר בהשוואה היסטורית. היציבות הגלובלית עדיין מוטלת בספק כאשר בנקים מרכזיים בעולם מורידים ריביות, מה שמונע מהמשקיעים להפנות את גבם ל"קרקע הבטוחה". החודש בפעם הראשונה קיבלנו רמז להאטה אפשרית ברכישות האג"ח בארה"ב. 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 0122) נסחרות בסוף חודש מאי בתשואה לפדיון של 3.5% לעומת 3.3% בסוף חודש קודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית ירד החודש ל- 134 נקודות בסיס. לדעתנו, בעקבות רמות התשואה הנמוכות בארה"ב ובישראל לא מומלץ להשקיע באגרות חוב ממשלתיות מעבר למח"מ השוק. בעקבות הגירעון הצפוי בתקציב המדינה, מומלץ אף לרדת למח"מ קצר.

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש מאי 2013, הינן ברמה של 2.3% בטווח הקצר ו- 2.1%-2.4% בטווחים הבינוניים והארוכים. להערכתנו, ציפיות האינפלציה הגלומות משקפות את טווח האינפלציה הצפוי ולכן אין עדיפות לאחד האפיקים (הצמוד והשיקלי).

שוק אגרות החוב הקונצרניות עלה החודש. מדדי התל-בונד 20 ותל-בונד 40 עלו בחודש מאי ב- 0.74% וב- 0.79% בהתאמה. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש מאי על כ- 128 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 154 נקודות בסיס בתל-בונד 40 (ירידה בתל בונד 20 ועליה בתל בונד 40 לעומת סוף חודש קודם). באפיק הקונצרני, אנו ממליצים על הצמדות לאגרות החוב הכלולות במדדי התל-בונד ובעיקר במדד תל-בונד צמודות. כמו כן, בעקבות סגירת 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	
1.63%	1.30%	1 שנה	מקמ לשנה
3.30%	3.50%	7.1 שנים	ממשלתי שקלי 0122
0.49%	0.53%	5.9 שנים	ממשלתי צמוד 1019
1.67%	2.16%	7.5 שנים	אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
1.54%	1.34%	4.3 שנים	תל בונד 20
3.12%	2.90%	3.1 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

החודש הדולר התאושש מול השקל ועלה בכ- 2.5%. בדומה לכך, גם שער האירו עלה בחודש מאי בכ- 2.1% מול השקל. התחזקות הדולר בחודש האחרון נובעת בעיקר ממדיניות בנק ישראל. בהעלאת הריבית הראשונה החודש, בנק ישראל הודיע שהשנה ובשנים הבאות ירכוש מט"ח כדי לקזז את ההשפעה של הפקת הגז על שער החליפין. לדעתנו, לנוכח האתגרים העומדים בפני הממשלה הן בתחום המדיני והן בהרכבת תקציב 2013, השקל צפוי להיחלש מול המטבעות המובילים ובין היתר גם לעומת הדולר.

שער שקל/דולר	שער שקל/אירו	חודש	YTD	2012	2011	2010	2009	2008
3.68	4.79	2.5%	-1.3%	-2.3%	7.7%	-6.0%	-0.7%	-1.1%
		2.1%	-2.5%	-0.4%	6.5%	-12.9%	2.7%	-6.4%

אופציות מעו"ף

אופציות מעו"ף לחודש מאי פקעו ביום 30 במאי לפי מדד של 1230 נקודות. פקיעה זו משקפת עליה של 1.83% ביחס לפקיעת חודש אפריל. גם החודש כבכל החודשים האחרונים, הפקיעה היתה רגועה ושירתה היטב את האינטרס של כותבי הפרמיות, על אף הסטיות הנמוכות. סטיית התקן הגלומה באופציות נותרה מאוד נמוכה והיא עומדת נכון לסוף מאי על 12% בקירוב סביב הכסף. חודשים ארוכים, רבים ממתנינים לתיקון המיוחל, כדי שיוכלו להגדיל חשיפה לשווקים במחירים קצת יותר נוחים, לאור מהלך העלויות המאוד מרשים שעשו השווקים בחו"ל (המעו"ף שלנו נמצא באי כשירות זמנית, אחרת קשה לומר מדוע לא הצטרף הוא לחגיגת העלויות האחרונה...). להערכתנו, התיקון כבר החל, כאשר יריית הפתיחה לתיקון נורתה ע"י "המזניק היפני"...

בעניין זה אומר שני דברים:

1. מימוש, הינו בריא לשוק ורצוי שיגיע ומהר, שכן עליות ממושכות ורצופות, מסוכנות לשוק!
 2. לעניות דעתי, בתרחיש של תיקון של השווקים, מדד המעו"ף יציג ביצועי יתר ביחס לשווקים רבים ומי שמתכנן כניסה למדד זה במחירים נוחים, יכול לנסות לרכוש את המדד באזור תחתית רצועת המסחר של השוק, קרי, 1170 נקודות.
- השוק בישראל ממשיך להיסחר ברצועת מסחר צרה יחסית (1167-1248) ועד שלא יצא מגבולות הגזרה הללו בפריצה או בשבירה מוכחת, אני מעריך שהסטיות תישארנה נמוכות והכתבנים ימשיכו לייצר תשואות נאות בגין מכירת פרמיות.

אסטרטגיית המסחר החודשית שלנו הניבה תשואה חיובית של 2.2% לעומת מדד ת"א 25 שעלה כאמור ב-1.83% בתקופה המקבילה (תשואה מפקיעה לפקיעה). כתיבת קולים מחוץ לכסף, במדד 1250 נקודות, אפשרה להניב תשואה עודפת על השוק בשיעור של 0.4%.

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

אמשיך ואומר שכל זמן שהמעו"ף ממשיך להיסחר בתוך רצועת המסחר המדוברת, ובוודאי ככל שהפקיעה קרובה לאזור ההתנגדות של רצועת המסחר הברורה של השוק (1170-1250), האסטרטגיה המומלצת הינה covered call במדד 1260 נקודות שאמורה לייצר תשואה עודפת של 0.4% על פני המדד. נקודת האיזון של האסטרטגיה הינה 1265 ובמקרה של פריצה אמיתית של השוק, נוכל לסגור אותה גם החודש ללא פגיעה ניכרת בתשואת התיק.

הערה: סגירה זו יומית של מדד המעו"ף מתחת ל- 1167 נקודות, תחייב אותי לנקוט משנה זהירות ולהשתמש באסטרטגיה הגנתית שתיבחן בזמן אמת!