

סקירה כלכלית

יוני 2012

פעילות ריאלית

על פי מרבית האינדיקטורים החודש, הצמיחה נמשכת בקצב של 3% (במונחים שנתיים). המדד המשולב למצב המשק, עלה בחודש מאי ב- 0.2% ושני המדדים הקודמים עודכנו מעט כלפי מעלה. שיעור האבטלה עלה בחודש מאי ל- 7.1% לעומת 6.7% בחודש אפריל. מנגד, נתוני שוק העבודה של חודש מאי מצביעים על עלייה בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה בכל חתכי הגיל.

תקציב הממשלה

הגירעון המקומי מתחילת 2012 ועד מאי, מסתכם ב- 2.9 מיליארד ₪, לעומת עודף של 0.7 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בהתאם לתחזית הצמיחה המעודכנת, הגירעון ב- 2012 צפוי לעמוד על 3.7% תוצר. נתון זה גבוה מתחזית הגירעון של האוצר העומדת על 3.4%. הגירעון נובע הן מירידה בהכנסות הממשלה והן מהגדלת התחייבויות הממשלה לעומת התקציב.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש מאי) נותר ללא שינוי, מתחת לתוואי העונתי העקבי עם יעד האינפלציה ומתחת להערכות המוקדמות שצפו עלייה של 0.2%-0.3% במדד. סעיף המזון הפתיע החודש במיוחד וירד ב- 0.4% בניגוד לתחזיות של עלייה מתונה. ב- 12 החודשים האחרונים הסתכמה האינפלציה ב- 1.6%, מתחת למרכז היעד של בנק ישראל. ציפיות האינפלציה השנתית הגלומות בשוק ההון, נכון לסוף יוני 2012, עומדות על כ- 2.2% בטווח הבינוני והארוך (ירידה לעומת סוף חודש קודם).

2008	2009	2010	2011	YTD	חודש אחרון	
3.8%	3.9%	2.7%	2.2%	1.3%	0.0%	מדד המחירים לצרכן

שיעור הריבית

בנק ישראל הוריד את הריבית לחודש יולי 2012 ב- 0.25 נקודות בסיס לרמה של 2.25%. ההחלטה להוריד את הריבית עקבית עם מדיניות ריבית שנועדה לבסס את האינפלציה בתוך יעד יציבות המחירים של 1% עד 3% בשנה הקרובה ולתמוך בצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. הגורמים העיקריים שהשפיעו על החלטת הבנק היו: הימצאות האינפלציה מתחת למרכז היעד, ראיות לקצב צמיחה מתון של הפעילות הכלכלית, נתוני מקרו בעולם המצביעים על האטה נוספת בצמיחה ורמת הסיכונים הגלובלית אשר נותרה גבוהה (עקב ההתפתחויות באירופה), שיעורי הריבית הנמוכים בשווקים המובילים בעולם, אשר לא מתמחרים העלאות ריבית השנה באף אחד מהבנקים המרכזיים.

חודש קודם	אחרון	
2.5%	2.25%	ריבית בנק ישראל
0-0.25%	0-0.25%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
1.00%	1.00%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

כלכלה עולמית

החודש נרשמה הרעה נוספת בהתפתחויות באירופה יחד עם סימני האטה נוספים בקצב הצמיחה של הכלכלה העולמית. שיעור האבטלה באירופה הגיע ל- 11%, כאשר ספרד ממשיכה לבלוט עם שיעור אבטלה של מעל ל- 24%. כמו כן, רוב המדדים המובילים ממשיכים להצביע על האטה. תשואות האג"ח של ספרד הגיעו החודש לרמה הגבוהה מעל 7%. בארה"ב, ההאטה באה לידי ביטוי בעיקר בשוק העבודה ובהוצאות הצרכנים. גם בשווקים המתעוררים הגדולים (סין, הודו, ברזיל) המשיכו להתקבל נתונים המצביעים על האטה בקצב הצמיחה. סביבת האינפלציה העולמית צפויה להישאר נמוכה במשקים המפותחים ולהתמתן במשקים המתפתחים. על רקע ההתפתחויות הללו הבנקים המרכזיים השונים הכריזו והאריכו תכניות הרחבה שונות. בסוף השבוע האחרון, לאחר פסגה בת יומיים בבריסל, הכריזו מנהיגי גוש האירו על "מכניזם משותף לפיקוח פיננסי" כלומר מעין משרד אוצר משותף כלל אירופי. כמו כן, הסכימו המנהיגים על מדיניות ברורה יותר הנוגעת לפיקוח המערכת הבנקאית ביבשת, ורכישות אג"ח ממשלתיות של כלכלות אירופה בשוק המשני. עם קבלת ההחלטה של מנהיגי האיחוד נסקו שווקי המניות באירופה ובארה"ב. ואולם, פרטי ההחלטה עדיין מעורפלים ולא ניתן לומר בוודאות שיש בהם כדי לפתור את משבר האשראי.

שוק המניות

גם החודש, החששות מהמצב באירופה והשפעתו על הצמיחה העולמית המשיכו להעיב על השווקים בעולם. בסיכום החצי הראשון של השנה, מדד התקשורת נפל בכ- 48% ומדד הטכנולוגיה זינק בכ- 28%. מדד ת"א 25 ומדד ת"א 100 ירדו 2.58% ו- 0.88% בהתאמה. מניות התקשורת ממשיכות להוביל את הירידות. מניות הסלולר ספגו השנה ירידות של יותר מ- 55% ונראה שעדיין מחפשות מחירי שיווי משקל חדשים בעקבות כניסת שני המפעילים החדשים.

אנו ממשיכים להאמין שרמת המחירים הנמוכה של המניות בישראל, מהווה הזדמנות השקעה טובה למשקיעים בעלי אופק השקעה ארוך, המסוגלים לסבול תנודתיות גבוהה בתיק ההשקעות. כפי שהערכנו עוד בשלהי השנה הקודמת, שוק המניות האמריקאי הינו השוק האטרקטיבי ביותר במונחי סיכון/סיכוי ומשך, צפוי להמשיך להניב ביצועים משופרים ביחס לשוק המניות בישראל. **כפי שניתן לראות בטבלה,**

מדד ה- S&P 500 הניב תשואה עודפת של כמעט 11% ביחס למדד ת"א 25 במחצית השנה הראשונה!

2008	2009	2010	2011	YTD	חודש אחרון	
-46.2%	74.9%	15.8%	-18.2%	-2.6%	-0.69%	מדד ת"א 25
-67.7%	149.8%	15.7%	-25.9%	0.8%	-4.96%	מדד ת"א 75
-73.0%	147.0%	19.7%	-25.7%	0.2%	-1.72%	מדד יתר 50
-37.7%	23.5%	12.1%	0.0%	8.3%	3.95%	מדד S&P 500
-44.3%	21.0%	-5.9%	-17.8%	-2.2%	6.90%	מדד DJ Euro Stoxx50

סקירה כלכלית

יוני 2012

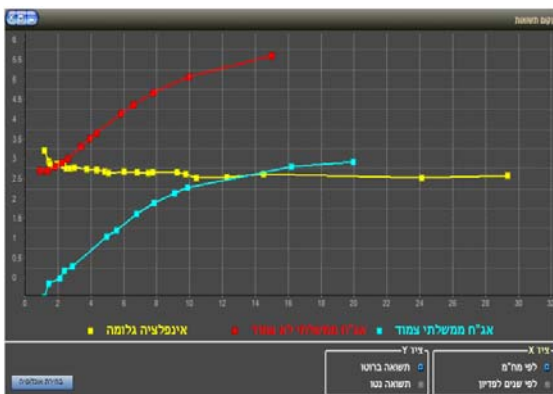
שוק האג"ח

אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים ממשיכות להיסחר בתשואת שפל של 1.64%, שינוי לא גדול לעומת 1.58% בסוף חודש מאי. מדובר, בסביבת תשואות נמוכה ביותר בהשוואה היסטורית אשר נובעת מריבית אפסית של הבנק הפדרלי בארה"ב ומחששות גוברים של המשקיעים לגבי האטה בכלכלה העולמית. המשקיעים ממשיכים לתור אחר קרקע בטוחה לנוכח החששות המתחזקים שספרד ויוון יגררו את אירופה לתוך משבר. 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 יוני בתשואה לפדיון של 4.32%. לעומת 4.40% בסוף חודש קודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית ירד מעט מחודש שעבר לכ- 268 נקודות בסיס. להערכתנו, הפער הגבוה יחסית צפוי להמשיך להסגר מכיוון עליית תשואות בארה"ב ולא מירידת תשואות בישראל. לדעתנו, עדיין לא הגיעה העת להאריך את התיק השקלי מעבר למח"מ השוק.

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש יוני 2012, הינן ברמה של 2.0% בטווח הקצר ו- 2.2% בטווחים הבינוניים והארוכים (ירידה של 30 נקודות בסיס מסוף חודש שעבר). להערכתנו, ציפיות האינפלציה הגלומות משקפות את החלק התחתון של טווח האינפלציה הצפוי ולכן ישנה עדיפות קלה ביותר לאפיק הצמוד על-פני האפיק השקלי.

שוק אגרות החוב הקונצרניות חווה ירידות שערים חדות גם החודש. מדדי התל-בונד 20 ותל-בונד 40 ירדו בחודש יוני ב- 1.79% וב- 1.36% בהתאמה. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש יוני על 310 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 320 נקודות בסיס בתל-בונד 40. למרות פתיחת המרווחים של מדדי התל- בונד למול האג"ח הממשלתי, אנו סבורים שבעת הנוכחית, עקב חשש הולך וגובר ממשבר אשראי חוץ בנקאי בישראל, לא כדאי למהר ולהגדיל אחזקות קונצרניות בתיק.



תשואות לפדיון			
חודש קודם	סוף החודש	מח"מ	
2.38%	2.22%	1 שנה	מקם לשנה
4.40%	4.32%	7.6 שנים	ממשלתי שקלי 0122
1.55%	1.66%	6.6 שנים	ממשלתי צמוד 1019
1.58%	1.64%	7.6 שנים	אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
3.54%	4.10%	4.4 שנים	תל בונד 20
5.65%	6.08%	3.2 שנים	תל בונד שקלי

סקירה כלכלית

יוני 2012

שוק המט"ח

בחודש יוני המשיכה המגמה של פיחות השקל מול הדולר, שער הדולר עלה בכ- 1.0%. גם שער האירו עלה בחודש יוני בכ- 2.3% מול השקל. לדעתנו, לנוכח האיום האירני ויציאתם (ללא חזרה נראית באופק) של המשקיעים הזרים מהשוק הישראלי, השקל צפוי להמשיך להיחלש בשנה הקרובה מול המטבעות המובילים ובעיקר לעומת הדולר.

	2008	2009	2010	2011	YTD	חודש	שער אחרון	
שער שקל/דולר	-1.1%	-0.7%	-6.0%	7.7%	2.6%	1.0%	3.92	
שער שקל/אירו	-6.4%	2.7%	-12.9%	6.5%	-0.1%	2.3%	4.93	

אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש יוני פקעו ביום 28 ביוני לפי מדד של 1074.37 נקודות. פקיעה זו משקפת עליה של 2.44% ביחס לפקיעת חודש מאי. סטיית התקן הגלומה באופציות נותרה בעינה, ועומדת נכון לסוף יוני על 21% בקירוב. אנו רואים שלמרות עליה של השוק מהפקיעה הקודמת, סטיית התקן נותרה גבוהה יחסית, נתון הרומז על המשך חששם של המשקיעים בנוגע לעתידו של השוק המקומי, לפחות בטווח הקצר. האסטרטגיה שהומלצה על-ידנו בחודש שעבר הניבה תשואה של 2.22%, לעומת מדד ת"א 25 שעלה 2.44% בתקופה המקבילה, אולם תיק ההשקעות שלנו היה מוגן במלואו, כזכור, החל ממדד 1020 נקודות, נתון שהפחית את סטיית התקן של התיק, עזר למדד שארפ של התיק להישאר גבוה וסייע לנו לישון טוב מאוד בלילה, בתקופה לא רגועה של השווקים. לא שווה ויתור על אחוז תשואה קטן לפעמים כדי לחסוך אי נעימויות לתיק במקרה של ירידות חדות בתקופת אי וודאות??

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

מדד ת"א 25 נותר החודש באזור הגבול התחתון של תחום הדשדוש עליו אנו כותבים רבות בסקירות האחרונות. גם החודש, בדיוק כמו בחודש הקודם, האסטרטגיה המומלצת, הינה אסטרטגיית לונג בחשיפה מנייתית מלאה, במקביל לרכישת אסטרטגיית פרפר דינאמי (הגנה מפני תרחיש של המשך ירידות בשוק) החל ממדד 1020 עד 950 נקודות. הערכתנו היא, כי כל עוד מדד המעו"ף נמצא באזור התחתון של תחום הדשדוש (1000 עד 1170 נקודות), אין טעם בנטילת סיכון להפסדים על אסטרטגיית כתיבת האוכף, וזאת משום שתיקון מהיר וחד של השוק כלפי מעלה, יגרום לתשואה שלילית בתיק הלקוח ולאובדן תשואה אלטרנטיבית משמעותי.

ירידה של מדד המעו"ף מתחת לרמת 1017 נקודות, תאלץ אותנו בהתערבות דינמית ובשיפוץ האסטרטגיה, בדמות רכישת אופציות המכר הכתובות במדד 950. תרחיש זה אינו התרחיש בעל ההסתברות הגבוהה כרגע ולכן, נכון לעכשיו, יש לממן את עלות ההגנה באמצעות כתיבת אופציות מכר במדד 950 נקודות.

הערת אזהרה: סטיית התקן הגלומה במחירי האופציות, גבוהה יחסית ועלולה להצריך ניהול דינמי של האסטרטגיה במהלך החודש. להערכתנו, תבנית הדשדוש של מדד המעו"ף נמשכת זמן רב מדי וגובר הסיכוי כי מגמת הדשדוש צפויה להסתיים. יציאה מגבולות הדשדוש, אמורה להוביל לתנועה מהירה וחדה יחסית של השוק, עם כיוון שבירתה של התבנית.