

פעילות ריאלית

המדד המשולב למצב המשק עלה בחודש יוני ב- 0.1%. קצב גידולו של המדד מצביע על המשך הצמיחה האיטית במשק. על פי נתוני החודש האחרון, הפעילות הכלכלית ממשיכה לצמוח בקצב שאפיון אותה בשנתיים האחרונות. **שיעור האבטלה** נשאר ללא שינוי בחודש יוני ברמה של 6.9%. עם זאת, שיעור האבטלה ברבעון השני עלה ל- 6.9% לעומת 6.6% ברבעון הראשון של 2013.

תקציב הממשלה

לאחר דיון של 15 שעות, אושר החודש תקציב המדינה לשנת 2013-2014 ברוב של 58 חברי כנסת. הגרעון המצטבר בפעילות המקומית במחצית השנה הראשונה הסתכם בכ- 7.7 מיליארד ₪ והיה נמוך בכ- 5.5 מיליארד ₪ מתקרת הגרעון המעודכנת של 4.65% תוצר. הגרעון הנמוך מקורו חלקית בהכנסות גבוהות ממיסים. אמנם חלק מגידול זה משקף הכנסות חד פעמיות והקדמת קניות טרם העלאת שיעור המע"מ ביוני.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (**מדד חודש יוני**) עלה ב- **0.8%** (התחזיות עמדו על 0.7%). לעליית המדד הגבוהה תרמה בעיקר עליית המע"מ. ב- 12 החודשים האחרונים, עלה המדד ב- 2.0%. **ציפיות האינפלציה השנתית הגלומות בשוק ההון**, נכון לסוף יולי 2013, עומדות על כ- 1.8% בטווח הבינוני וכ- 2.3% בטווח הארוך.

2008	2009	2010	2011	2012	YTD	חודש אחרון	מדד המחירים לצרכן
3.8%	3.9%	2.7%	2.2%	1.6%	1.3%	0.8%	

שיעור הריבית

בנק ישראל הותיר את הריבית לחודש אוגוסט 2013 ללא שינוי ברמה של 1.25%. ההחלטה להשאיר את הריבית ללא שינוי עקבית עם מדיניות ריבית שנועדה לבסס את האינפלציה בתוך יעד יציבות המחירים של 1% עד 3% ולתמוך בצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. הגורמים העיקריים שהשפיעו על החלטת הבנק היו: הימצאות ציפיות האינפלציה לשנה הקרובה מתחת למרכז היעד, המשך צמיחה מתון יחסית של הפעילות הכלכלית, עדכון כלפי מטה של תחזיות הצמיחה הגלובליות על ידי קרן המטבע הבינלאומית, תמונה מעורבת של מצב הצמיחה במשק העולמי והמשך המדיניות המרחיבה במשק המובילים.

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

כלכלה עולמית

- ❖ **גלובלי** – קרן המטבע הבינלאומית הורידה החודש את תחזית הצמיחה הגלובלית מ- 3.3% ל- 3.1% לשנת 2013 ומ- 4.0% ל- 3.8% ל- 2014. כמו כן, תחזית הגידול של הסחר העולמי הופחתה ב- 0.5 נקודות אחוז ל- 2013 וב- 0.1 נקודות אחוז ל- 2014. מחירי הסחורות עלו החודש ותרמו להאצה מסוימת באינפלציה במשקים המתעוררים.
- ❖ **אירופה** – ה- ECB השאיר את הריבית החודש ברמת השפל של 0.5%. בנאטו, אמר מריו דראגי כי המדיניות המרחיבה של הבנק תמשך כל עוד יש בה צורך, וכי שיעורי הריבית לא יעלו בעתיד הנראה לעין. גם באנגליה הריבית נותרה על כנה, על 0.5%. בהודעת הבנק נמסר כי אין כוונה להעלות את שיעור הריבית בתקופה הקרובה, וכי "ההתאוששות נמשכת, אך היא עדיין חלשה בסטנדרטים היסטוריים, והחולשה תמשך זמן מה". סוכנות הדירוג פיץ' הורידה החודש את דירוג האשראי המושלם של צרפת בדרגה אחת מ- AAA. בכך איבדה צרפת את הדירוג המושלם האחרון שלה, (אחרי מדייט ו- S&P בעבר). כמו כן, אי הודאות הפוליטית בפורטוגל (גל התפטרויות של שורה של בכירים) מקשה על התאוששות גוש האירו. הסדר 'טרוייקת' (מדינות האיחוד, הבנק האירופי וקרן המטבע הבינלאומית) המלווים ליוון אושר החודש. על פי ההסדר, האיחוד יעביר ליוון הלוואה של 2.5 מיליארד יורו החודש, ועוד 500- מיליון יורו בחודש אוקטובר, במידה ויוון תבצע פעולות לצמצום הוצאות המגזר הציבורי.
- ❖ **ארה"ב** – ה- FED הבהיר במהלך החודש שצמצום ההקלה הכמותית יהיה תלוי במצב המשק והיא עשויה לא רק להימשך אלא אף לגדול במידה והצמיחה תאכזב ותאריך סיומה לא חקוק באבן. כמו כן, בנאטו החצי שנתי, בן ברננקי חזר ואמר שהריבית האפסית לא תעלה בקרוב גם אם האבטלה תגיע ליעד של 6.5%. מסר זה בא להוריד מעט את התנודתיות בשווקים שנרשמה מאז נאום ברננקי בחודש שעבר. מאידך, פרוטוקולי הפד מציגים שכמחצית מחברי ועידת השוק הפתוח של הפדרל זרוב תומכים בסיום תכנית ההקלה הכמותית עוד השנה. כלכלת ארה"ב צמחה בקצב שנתי של 1.7% ברבעון השני של 2013 (מעל תחזיות האנליסטים). מחירי הבתים (מדד קייס שילר) זינקו במאי ב- 12.2% בהשוואה למאי 2012. העליה הגבוהה ביותר מ- 2006.
- ❖ **אסיה** – קרן המטבע העלתה החודש את תחזית הצמיחה ליפן ל- 2013 ב- 0.5 נקודות אחוז, עליה זו משקפת ככל הנראה את אמון המשקיעים בצעדים המרחיבים שנקטו שם. מנגד, בשווקים המתפתחים מחריפה ההאטה בקצב הצמיחה. סין צמחה ב- 7.5% ברבעון השני (האטה לעומת 7.7% ברבעון הראשון) במונחים שנתיים ומבחינת הרכב התוצר, נרשמה ירידה בחלקה של הצריכה הפרטית. גם מדד ה- PMI בסין ירד החודש מה שמעיד על האטה בצמיחה של סקטור השירותים. הבנק המרכזי של יפן ממשיך בהרחבה הכמותית אך המדיניות המוניטרית בשווקים המתעוררים לא אחידה. חלק מהשווקים ממשיכים לנקוט במדיניות מרחיבה ומצד שני, בהודו ובברזיל נקטה מדיניות מצמצמת על אף ההאטה (בשל חששות מפיחות ואינפלציה).

שוק המניות

חודש יולי ננעל בעלויות ברוב מדדי המניות המובילים בישראל. מדד ת"א 25 עלה החודש ב- 1.1% בהובלת מניות התקשורת. מבין הסקטורים שבלטו החודש אפשר לציין את מדד התקשורת שעלה ביותר מ- 18%. מתחילת השנה, עלה מדד התקשורת ביותר מ- 30%. הסקטורים הכי חלשים מתחילת שנת 2013 הם הבנקים והטכנולוגיה.

אנו מאמינים שהשילוב של תשואות נמוכות בכל העולם וכתוצאה מכך העדר אלטרנטיבות השקעה, יחד עם רמת המחירים הנוחה של המניות בישראל מביא את שוק המניות להיות אפיק ההשקעה המועדף לשנה הקרובה, בעיקר למשקיעים בעלי אופק השקעה ארוך. למרות שמדדי מניות יתר ות"א 75 צמצמו את הפערים עם שווקי חו"ל, מדד ת"א 25 עדיין בתשואת חסר משמעותית. 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 עדיין לשים לב שגם החודש הנאסד"ק נגע בשיא חדש של 12 שנים ולכן חשוב לשמור על זהירות.

2008	2009	2010	2011	2012	YTD	חודש אחרון	
-46.2%	74.9%	15.8%	-18.2%	9.2%	1.5%	1.09%	מדד ת"א 25
-67.7%	149.8%	15.7%	-25.9%	4.8%	14.0%	6.13%	מדד ת"א 75
-73.0%	147.0%	19.7%	-25.7%	21.6%	26.2%	3.58%	מדד יתר 50
-37.7%	23.5%	12.1%	0.0%	13.4%	18.2%	4.94%	מדד S&P 500
-44.3%	21.0%	-5.9%	-17.8%	13.8%	5.0%	6.36%	מדד DJ Euro Stoxx50

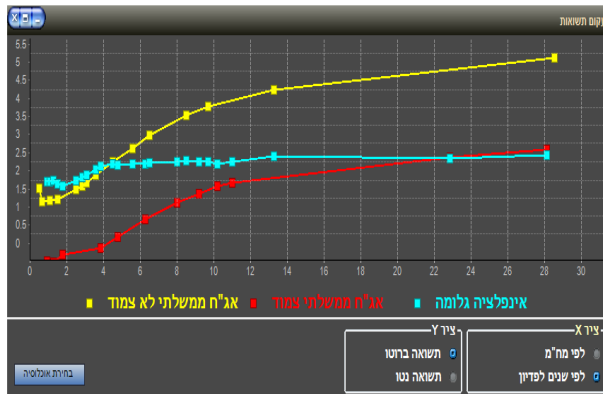
שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים עלתה בחודש יולי ל- 2.59%, לעומת 2.48% בסוף חודש יוני. למרות עליה של קרוב ל- 50% בשלושה חודשים, מדובר עדיין בסביבת תשואות נמוכה ביותר בהשוואה היסטורית. המצב באירופה עדיין מאיב על היציבות הגלובלית וההאטה בצמיחה בשווקים המתפתחים מונעת מהמשקיעים לעזוב את הקרקע הבטוחה. 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 יולי בתשואה לפדיון של 3.52% לעומת 3.55% בסוף חודש קודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית ירד החודש ל- 93 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 יולי 2013, הינן ברמה של 1.7% בטווח הקצר ו- 2.3%-1.8% 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 החודש. מדדי התל-בונד 20 ותל-בונד 40 עלו בחודש יולי ב- 1.80% וב- 1.64% בהתאמה. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש יולי על כ- 124 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 127 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	
1.25%	1.16%	1 שנה	מקמ לשנה
3.55%	3.52%	7.0 שנים	ממשלתי שקלי 0122
0.68%	0.66%	5.7 שנים	ממשלתי צמוד 1019
2.48%	2.59%	7.5 שנים	אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
1.70%	1.41%	4.2 שנים	תל בונד 20
3.07%	2.70%	3.0 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

גם החודש המשיך הדולר לרדת אל מול השקל, כאשר ירד כ- 1.44%. מנגד, האירו התחזק קלות בחודש יולי בכ- 0.15% מול השקל. לדעתנו, לנוכח התחזקות הכלכלה האמריקאית וההפחתה הצפויה בהזרמת כסף ע"י הפד, הדולר צפוי להתחזק מול רוב המטבעות בעולם ובכלל זה גם מול השקל.

2008	2009	2010	2011	2012	YTD	חודש	שער אחרון	
-1.1%	-0.7%	-6.0%	7.7%	-2.3%	-4.5%	-1.4%	3.57	שער שקל/דולר
-6.4%	2.7%	-12.9%	6.5%	-0.4%	-3.9%	0.15%	4.73	שער שקל/אירו

אופציות מעו"ף

אופציות מעו"ף לחודש יולי פקעו ביום 25 ביולי לפי מדד של 1233.8 נקודות. פקיעה זו משקפת עליה של 3.45% ביחס לפקיעת חודש יוני. בבוקר הפקיעה הוצאנו סקירה לעיתונות בה כתבנו שסטיות התקן נמצאות בשפל היסטורי (9.5%), נתון המעיד על בטחון יתר של המשקיעים וכי יש לשקול בימים אלה רכישת הגנות על תיק ההשקעות. מי שרכש הגנות מלאות על מדד ת"א 25, נהנה מתשואה של 130% על עלות ההגנה בשבוע המסחר האחרון (תשואה המפצה על ירידת ערכו של תיק ההשקעות כאמור).

אסטרטגיית המסחר החודשית שלנו הניבה תשואה חיובית של 3.65% לעומת מדד ת"א 25 שעלה כאמור ב- 3.45% בתקופה המקבילה (תשואה מפקיעה לפקיעה). כתיבת קולים מחוץ לכסף, במדד 1240 נקודות, אפשרה להניב תשואה עודפת על השוק בשיעור של 0.2%.

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

מדד המעו"ף ממשיך להיסחר בחוסר עניין, סביב "רצועת השעמום" 1170-1250, כאשר סטיות התקן הנמוכות הופכות את אסטרטגיית המסחר "כתיבת אוכף" למסוכנת ביותר וזאת משום שהתמורה המתקבלת מכתיבת האופציות נמוכה מדי ביחס לאפשרות של תנועה משמעותית של השוק, אשר תגרום להפסדים ניכרים עבור מוכרי הסטיות.

נכון לכתיבת שורות אלה, נסחר מדד המעו"ף סביב 1200 נקודות. משום שהמדד נמצא קרוב לאזור התמיכה של הרצועה, האסטרטגיה המומלצת הינה רכישת חוזים והכנסת הגנות לשוק במידה והשוק שובר כלפי מטה את רמת ה- 1170 נקודות.

במידה והשוק יעלה בשבוע המסחר הראשון של החודש לרמת 1215, ניתן לכתוב קולים במחיר מימוש 1240 ולהשאירם כל עוד מדד המעו"ף נסחר מתחת ל- 1250 נקודות.