

סקירה כלכלית

ספטמבר 2013

פעילות ריאלית

המדד המשולב למצב המשק עלה בחודש אוגוסט ב- 0.2% (בדומה לחודש יולי). ההאצה בקצב גידולו של המדד בחודשים האחרונים נובעת בעיקר מהאצה בקצב גידולו של התוצר העסקי אשר מושפע מתחילת ההפקה של הגז הטבעי. קצב עלייתו של המדד מעבר לכך מבטא צמיחה מתונה אך יציבה. **שיעור האבטלה** ירד מעט באוגוסט לרמה של 6.1% (לעומת 6.2% ביולי).

תקציב הממשלה

בחודשים ינואר – אוגוסט, הגרעון המצטבר בפעילות המקומית היה נמוך בכ- 7.5 מיליארד ₪ (0.75% תוצר) מהתוואי העונתי העקבי לתקרת הגרעון המעודכנת של 4.65% תוצר. הגרעון הנמוך מקורו בהוצאות נמוכות ביחס לתוואי התקציב. ההכנסות ממיסים שהיו נמוכות יחסית בחודשים הראשונים של השנה, הדביקו את הצפי בחודשים האחרונים.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (**מדד חודש אוגוסט**) עלה ב- 0.2% (נמוך מהתחזיות אשר עמדו בממוצע על 0.4%). ב- 12 החודשים האחרונים, עלה המדד ב- 1.3% (ירידה בקצב האינפלציה לאחר הוצאת המדד הגבוה של אוגוסט 2012 מהחישוב). **ציפיות האינפלציה השנתית הגלומות בשוק ההון**, נכון לסוף ספטמבר 2013, עומדות על כ- 1.6% בטווח הבינוני וכ- 2.2% בטווח הארוך.

2008	2009	2010	2011	2012	YTD	חודש אחרון	
3.8%	3.9%	2.7%	2.2%	1.6%	1.8%	0.2%	מדד המחירים לצרכן

שיעור הריבית

בנק ישראל החליט להוריד את הריבית לחודש אוקטובר 2013 ב- 0.25% לרמה של 1.00%. ההחלטה להוריד את הריבית עקבית עם מדיניות מוניטרית 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 (בניכוי השפעת תחילת הגז), התאוששות מתונה במשקים המפותחים יחד עם התמתנות בחלק מהשווקים המתפתחים, הפחתת תחזיות הצמיחה בארה"ב ובסין, הודעת הפד על המשך תכנית ההרחבה הכמותית בהיקף הנוכחי, הייסוף בשער השקל.

חודש קודם	אחרון	
1.25%	1.00%	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** – התמונה החודש מצביעה על האטה אפשרית בקצב השיפור במשקים המפותחים יחד עם המשך התמתנות הצמיחה בחלק מהשווקים המתפתחים. ארגון ה-OECD הוריד במעט את תחזיות הצמיחה לארה"ב ולסין ל-2013. כמו כן, ארגון הסחר העולמי הפחית את תחזיות הצמיחה של הסחר הגלובלי מ-3.3% ל-2.5% ב-2013 ומ-5% ל-4.5% ב-2014 על רקע התאוששות איטית מהצפוי במשק האירופי. מחירי הנפט והסחורות ירדו מעט החודש, בין השאר על רקע ירידת המתח הגיאו-פוליטי במזרח התיכון.

❖ **אירופה** – החודש שוב חזרו הנתונים השליליים לאירופה. שיעור האבטלה נותר ברמה גבוהה של 12.1%. המכירות הקמעונאיות והייצור התעשייתי ירדו בשיעור של 1.3% ו-1.5% בהתאמה. מנגד, מדד מנהלי הרכש בגוש האירו זינק באוגוסט לשיא של 26 חודשים. בהודעתו החודשית שוב הדגיש נשיא ה-ECB שהריבית בגוש האירו תישאר נמוכה לפרק זמן ארוך מאוד. בבריטניה, הפתיעו נתוני המקרו לטובה אך גם שם הביע נגיד הבנק המרכזי מחויבות לריבית נמוכה לאורך זמן.

❖ **ארה"ב** – חברי ועדת השוק הפתוח של הפד הפחיתו בפעם השלישית השנה את תחזיות הצמיחה לארה"ב ל-2013 ו-2014 ונתוני המקרו שהתפרסמו החודש היו חלשים ברובם. על רקע נתונים אלה ונוספים, החליט הפד לדחות את תחילת תהליך צמצום רכישות האג"ח עד שיצטברו עדויות נוספות להתבססות השיפור בפעילות הכלכלית. ברננקי אמר בהחלטתו שההתאוששות עדיין לא הושלמה והמצב בשוק התעסוקה רחוק מלהיות מספק. ברננקי רמז בהמשך דבריו כי ייתכן וההאטה ברכישות האג"ח עשויה לגלוש לשנה הבאה. אתגר גדול נוסף העומד בפני המנהיגים בארה"ב הוא להגיע להסכמה בנוגע לתקציב ולתקרת החוב במדינה. נכון להיום הממשל האמריקאי נכנס לשיתוק באופן רשמי בפעם הראשונה ב-16 השנים האחרונות לאחר שהרפובליקנים והדמוקרטים לא הצליחו להגיע לפשרה. המשמעות היא ש-800 אלף עובדי ממשל יצאו הבוקר לחופשה ללא תשלום. הסיבוך העיקרי נובע מרצונם של הרפובליקנים לדחות את יישום חוק הבריאות של אובמה כאשר הבית הלבן, מצידו, הודיע שהחוק הזה אינו נתון למשא ומתן. אם לא די בכך, ב-17 באוקטובר תגיע ארה"ב לתקרת החוב שלה, 16.8 טריליון דולר, ובממשל אובמה שוברים את הראש כיצד להגיע להסכמות עם הרפובליקאים להעלות (שוב) את תקרת החוב.

❖ **אסיה** – מרבית הנתונים אשר התפרסמו החודש ביפן מצביעים על בלימת ההתאוששות הכלכלית. הבנק המרכזי ביפן השאיר ללא שינוי את מדיניות רכישות האג"ח שלו. בהודו, הבנק המרכזי הודיע על צעדים מקלים במערכת הבנקאות (הקלה על בנקים לפתוח סניפים חדשים ולספק אשראי לסקטורים נרחבים שאינם קשורים באופן ישיר לממשלה). בניגוד לסין, בה עושה רושם שדווקא ההאטה הכלכלית נבלמה. הייצוא בסין עלה בחודש אוגוסט ב-7.2% מה שהביא את הכלכלה לעודף מסחרי של \$28.6 מיליארד (מעל הציפיות). בחלק משמעותי מהשווקים המתפתחים הנתונים עדיין מצביעים על האטה, ובעיקר בהודו ובברזיל. גם החודש משקים אלה סבלו מתנודתיות על רקע אי הוודאות לגבי צמצום תהליך ההרחבה הכמותית.

סקירה כלכלית

ספטמבר 2013

שוק המניות

למרות חוסר וודאות גיאופוליטית בתחילת החודש, רוב מדדי המניות המובילים בישראל זינקו בחודש ספטמבר. מדד ת"א 25 עלה החודש ב- 7.35% בהובלת מניות חברה לישראל וכליל. מבין הסקטורים שבלטו לטובה החודש אפשר לציין את מדד התקשורת שעלה בכ- 14.5%, זאת בעיקר בזכות מניית בזק אשר עלתה בספטמבר ביותר מ- 20% ומהווה יותר מ- 70% מהמדד.

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. שוק המניות בארץ מלא הפתעות וחודש ספטמבר הדגים לנו עד כמה כאשר תוך שבועיים השלים זינוק מטאורי (ועוד בחודש מסחר מקוצר). בראיה גלובלית, אנו עדיין מעריכים ששוק המניות האמריקאי הינו השוק האטרקטיבי ביותר במונחי סיכון/סיכוי ומשכך, צפוי להמשיך להניב ביצועים משופרים. יש לשים לב שמדד ה- S&P500 נגע החודש בשיא חדש של 1725 נקודות אך תיקן מאז וסגר את החודש בעליה צנועה יותר בעיקר עקב חוסר הוודאות בנוגע לאישור התקציב ותקרת החוב בארה"ב.

2008	2009	2010	2011	2012	YTD	חודש אחרון	
-46.2%	74.9%	15.8%	-18.2%	9.2%	6.7%	7.35%	מדד ת"א 25
-67.7%	149.8%	15.7%	-25.9%	4.8%	19.3%	3.10%	מדד ת"א 75
-73.0%	147.0%	19.7%	-25.7%	21.6%	36.95%	8.88%	מדד יתר 50
-37.7%	23.5%	12.1%	0.0%	13.4%	17.9%	2.97%	מדד S&P 500
-44.3%	21.0%	-5.9%	-17.8%	13.8%	9.8%	6.31%	מדד DJ Euro Stoxx50

שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים ירדה בחודש ספטמבר ל- 2.62%, לעומת 2.75% בסוף חודש אוגוסט. תשואות האג"ח נגעו החודש ברמת שיא של כמעט 2.98%, אך הכרזת הפד לגבי המשך ההקלה הכמותית בלמה את עליית התשואות. אנו נמצאים עדיין בסביבת תשואות נמוכה ביותר בהשוואה היסטורית. ההתאוששות האיטית באירופה, וההאטה בצמיחה בשווקים המתפתחים מעיבים עדיין על רמת התשואות. לנוכח התשואות הנמוכות, אנו ממשיכים להמליץ על משקל חסר משמעותי בחשיפה לאגרות חוב ארוכות של ממשלת ארה"ב.

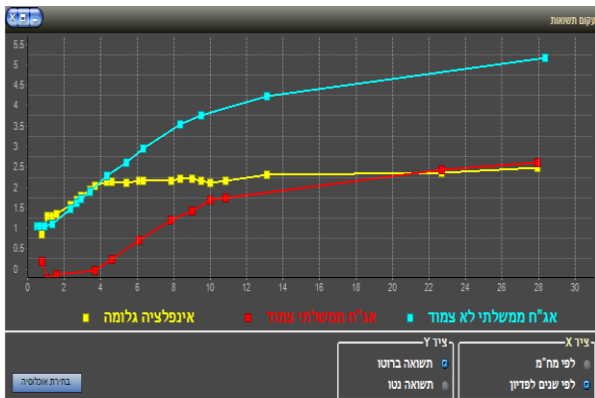
אגרות החוב הארוכות של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0122) נסחרות בסוף חודש ספטמבר בתשואה לפדיון של 3.53% לעומת 3.79% בסוף חודש קודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית ירד החודש ל- 91 נקודות בסיס. לדעתנו, בעקבות רמות התשואה הנמוכות בארה"ב ובישראל לא מומלץ להשקיע באגרות חוב ממשלתיות מעבר למח"מ השוק. בעקבות הגירעון הצפוי בתקציב המדינה, מומלץ אף לרדת למח"מ קצר.

סקירה כלכלית

ספטמבר 2013

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש ספטמבר 2013, הינן ברמה של 1.3% בטווח הקצר ו- 2.2%-1.5% 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 גם כן החודש. מדדי התל-בונד 20 ותל-בונד 40 עלו בחודש ספטמבר ב- 1.51% וב- 1.82% בהתאמה. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש ספטמבר על כ- 123 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 121 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	
1.26%	1.01%	1 שנה	מקמ לשנה
3.79%	3.53%	6.8 שנים	ממשלתי שקלי 0122
0.99%	0.70%	5.6 שנים	ממשלתי צמוד 1019
2.75%	2.62%	7.5 שנים	אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
1.79%	1.46%	4.2 שנים	תל בונד 20
3.20%	2.64%	2.9 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

הדולר חזר החודש למגמת הירידה אשר אפיינה אותו בחודשים האחרונים, ירידה של כ- 2.13%. גם האירו ירד קלות בכ- 0.22% מול השקל. לדעתנו, לנוכח התחזקות הכלכלה האמריקאית והסיכויים להפחתה בהזרמת כסף ע"י הפד עד סוף השנה, 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%	-5.3%	-2.1%	3.54	שער שקל/דולר
-6.4%	2.7%	-12.9%	6.5%	-0.4%	-3.0%	-0.2%	4.77	שער שקל/אירו

אופציות מעו"ף

אופציות מעו"ף לחודש ספטמבר פקעו ביום 24 בספטמבר לפי מדד של 1267.55 נקודות. פקיעה זו שיקפה עליה של 7.98% ביחס לפקיעת חודש אוגוסט. החודש היינו עדים לנפלאותיו של השוק, כאשר שבועיים בלבד לפני הפקיעה (08.09), עמד מדד המעו"ף על 1165 נקודות בעקבות החשש מתקיפה של ארה"ב בסוריה. שוב הוכח, בפעם המי יודע כמה שברגעים הכי לא צפויים, השוק מבצע מהלכים חדים, כמעט תמיד בכיוון ההפוך להגיון!

מי היה מאמין שדווקא החודש, בעיצומה של אי וודאות בינלאומית ועל רקע החשש ההולך וגובר של המשקיעים מפני האטה של הפד בתכנית רכישת האג"ח הגדולה, השוק המקומי יעשה מהלך כ"כ מהיר וחד, ויפרוץ את תבנית הדשדוש בת השנה?! חודש ספטמבר הוא התשובה הנחרצת לשאלה, מדוע תחום העיסוק שלנו נחשב לכ"כ מעניין.

אסטרטגיית המסחר שהומלצה על ידנו בחודש שעבר (רכישת חוזים ישירה במדד 1170), הניבה בדיוק את תשואת השוק לאמיצים שבינינו, כאשר הזהירים יותר, אשר ביקשו להגן על תיק המניות מפני ירידות שערים חדות, על רקע אי הוודאות הגדולה שאפפה את השוק, השיגו תשואות חסר ונהנו מעליה צנועה יותר בשיעור של 7.09% (הלוואי על כולנו כל חודש...).

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

תודו שחיכינו זמן רב למדי עד שמדד המעו"ף הועיל בטובו לפרוץ את תבנית הדשדוש בת השנה! ברמה האישית אני חייב לציין שתבנית זו נמשכה זמן רב משהערכת תחילה, אולם כעת, אסטרטגיית המסחר הבסיסית שלנו משתנה, כאשר הנחת היסוד שלנו מחפשת לונג! פריצת מדד המעו"ף את רמת 1250 הנקודות תוך גידול ניכר במחזורי המסחר וסגירת השוק באופן מובהק מספר ימים מעל רמה זו, הופכת אותה מעתה לרמת תמיכה טובה המהווה הזדמנות כניסה למשקיעים לטווח הארוך. חשוב לציין שרמה זו גם הייתה השיא ההיסטורי הקודם של המדד (אוקטובר 2007), ולכן אני רואה לאזור מסחר זה משמעות רבה. האסטרטגיה המומלצת החודש הינה Covered call במדד 1320, משום שמהלך העליות הנוכחי יכול וצפוי להסתיים ברמה זו, שלעניות דעתי תחזיר מוכרים לשוק, לפחות בניסיון הפריצה הראשון.

הערה: לאור פריצת השוק את רמת 1250 הנקודות, אומר כי הנחת העבודה החדשה שלנו מתירה לשוק לזלוג כלפי מטה עד רמת 1237 נקודות. שבירה של רמה זו תהיה נורת אזהרה למחזיקי פוזיציות לונג, ותאלץ אותנו להעריך מחדש את יכולתו של השוק במסעו צפונה, לרבות בדיקת רכישת הגנות אפשרית.