

סקירה כלכלית

נובמבר 2012

פעילות ריאלית

בחודשים האחרונים חלה האטה בקצב עלייתו של **המדד המשולב** למצב המשק. בחודשים ינואר – יולי עלה המדד בקצב חודשי ממוצע של 0.21%, לעומת עלייה חודשית ממוצעת של 0.15% בחודשים אוגוסט – אוקטובר. גם החודש, האינדיקטורים במדד המשולב ממשיכים לתמוך בתחזית צמיחה ממותנת של בנק ישראל לשנת 2012 – 3.0%. **שיעור האבטלה** עלה בחודש אוקטובר לרמה של 7.0% (לעומת 6.9% בספטמבר). העלייה בשיעור האבטלה מלווה הפעם גם בירידה בשיעור ההשתתפות ל- 63.8% לעומת 64.1% בספטמבר.

תקציב הממשלה

נתוני פעילות הממשלה מינואר עד אוקטובר מצביעים על כך שההכנסות ממיסים נמוכות מההכנסות הצפויות בבסיס התקציב בכ- 6.1 מיליארד ₪. כתוצאה מכך, **הגירעון לשנת 2012** צפוי להסתכם בכ- 4% תוצר (בהנחה שהוצאות הממשלה לא יעלו על התקציב המקורי). בעקבות מבצע "עמוד ענן" צפויה תוספת חד פעמית להוצאות הביטחון, אך יש לחכות ולראות אם תהיה לכך השפעה על התקציב הכולל.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (**מדד חודש אוקטובר**) ירד ב- 0.2%, בניגוד לתחזיות המוקדמות אשר צפו עליה של כ- 0.2%. הסיבה העיקרית לכך היא הירידה החדה מהצפוי בסעיף הדיור ובסעיף הפירות והירקות. האינפלציה ב- 12 החודשים האחרונים עומדת על 1.8%. **ציפיות האינפלציה השנתית הגלומות בשוק ההון**, נכון לסוף נובמבר 2012, עומדות על כ- 2.2% בטווח הבינוני וכ- 2.4% בטווח הארוך.

2008	2009	2010	2011	YTD	חודש אחרון	מדד המחירים לצרכן
3.8%	3.9%	2.7%	2.2%	1.9%	-0.2%	

שיעור הריבית

בנק ישראל הותיר את הריבית לחודש דצמבר 2012 ללא שינוי ברמה של 2%. ההחלטה להשאיר את הריבית ללא שינוי (לאחר הפחתתה בחודש שעבר), 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 להשאיר את הריבית ללא שינוי היו: שיעור האינפלציה בפועל אשר נמצא במרכז היעד, המשך גידול מתון בפעילות הכלכלית במשק, מדיניות מוניטארית של מרבית המשקים המובילים אשר נותרה ללא שינוי החודש והרמות הנמוכות של אינפלציה בעולם.

חודש קודם	אחרון	ריבית בנק ישראל
2.00%	2.00%	
0-0.25%	0-0.25%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
0.75%	0.75%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

כלכלה עולמית

בחודש האחרון היו אלה בעיותיה התקציביות של ארה"ב (הצוק הפיסקלי) אשר תפסו את מרכז תשומת הלב. להזכירכם, מדובר בשילוב של ביטול הטבות מס וקיצוצים רוחביים בהוצאות הממשלה שאמורים להיכנס לתוקף בינואר 2013. האינדיקטורים הכלכליים, שפורסמו בחודש האחרון, מצביעים על שיפור מתון בכלכלות ארה"ב וסין. זאת לעומת המשך המיתון באירופה והחמרה של המצב הכלכלי ביפן.

❖ **גלובלי** – בדוח של כלכלני ה-OECD שפורסם החודש חוזים כי הכלכלה האירופית תמשיך להיות במיתון עד מחצית 2013, כאשר באותה שנה הצמיחה תהיה כמעט אפסית וכבר ב-2014 צפויה צמיחה של מעל 1%. לפי התחזיות, כלכלת ארה"ב צפויה לצמוח השנה ב-2.2%, כאשר השיעור ירד בשנת 2013 לרמה של 2% ויגדל שוב לכמעט 3% ב-2014. בכלכלה הגלובלית הצמיחה הכלכלית צפויה להיות חלשה מאוד בשנתיים הקרובות. הנתונים המתפרסמים ביפן ממשיכים להתרועע על האטה בצמיחה. המכירות הקמעונאיות (שנתל) במדינה ירדו ב-1.2% לעומת צפי לירידה של 0.7%. היצוא הכולל של יפן צנח באוקטובר ב-6.5% (בהשוואה לשנה שעברה) והיצוא לסין (היעד העיקרי של היצוא מיפן) נפל ב-11.6%.

❖ **אירופה** – יוון השיגה "ניצחון" החודש כאשר שרי האוצר של 17 מדינות גוש האירו (בשילוב עם ה-ECB וקרן המטבע הבינלאומית) החליטו, לאחר דיונים ממושכים להקל את תנאי חבילת הסיוע למדינה. יוון תקבל בדצמבר עוד כ-34.4 מיליארד אירו ובמקביל הסכימו הצדדים להפחית את תשלומי הריבית על ההלוואות למדינה ולדחות את ההחזרים ב-10 שנים. בנוסף, הוחלט על תוכנית שאמורה לעזור ליוון להוריד את נטל חובותיה בשנים הקרובות.

❖ **ארה"ב** – ברק אובמה ודובר בית הנבחרים הודיעו שבע שבועות אופטימיים לגבי פתרון בעיית הצוק הפיסקאלי עוד לפני חג המולד. הצדדים צפויים לחזור לשולחן הדיונים לאחר חופשת חג ההודיה, בניסיון למנוע סדרה של העלאות מס וקיצוצים בהוצאות הממשל הפדרלי שעתיד להיכנס לתוקף בתחילת 2013. מהספר הבז' שהתפרסם החודש עולה כי היקף הפעילות הכלכלית באמריקה גדל בתקופה האחרונה. על פי הספר, ההוצאה הפרטית צמחה בקצב מתון והקמעונאים הביעו אופטימיות מהיקף המכירות הצפוי בתקופת החגים הנוצרים המתקרבת. הפד גם דיווח על שיפור מסוים בהיקף פעילות שוק העבודה בארצות הברית והוא הודיע כי ימשיך בתוכניות ה-QE3 עד שיהיה שיפור משמעותי בשוק הזה. הנתונים שהתפרסמו החודש בארה"ב מצביעים על התאוששות מתונה בלבד.

❖ **שווקים מתפתחים** – מדד מנהלי הרכש בסין לחודש נובמבר עלה לשיא של 13 חודשים (50.4 נקודות) ונראה כי החששות שמא הכלכלה השנייה בגודלה בעולם תידרדר להאטה קשה מתפוגגים. לעומת זאת, בשווקים מתפתחים אחרים האינדיקטורים החודש היו פחות מעודדים. התוצר התעשייתי בקוריאה עלה (חודשי) ב-0.6% לעומת צפי לעלייה של 0.8% והתמ"ג (שנתל) בהודו עלה ב-5.3% לעומת צפי לעלייה של 5.4%.

סקירה כלכלית

נובמבר 2012

שוק המניות

מדד ת"א 25 עלה החודש ב- 1.3% בהובלת מניות איזיציפ, דלק קבוצה ומלאנוקס. מדד הביטוח הוביל את העליות החודש – עם עליה של 9%. כל המדדים המובילים רשמו עליות מתחילת החודש ורובם גם מתחילת שנה, להוציא את מדד התקשורת שעדיין בתשואה שלילית של 29% מתחילת 2012.

אנו מאמינים שגם לאחר העליות של חודש נובמבר רמת המחירים של המניות בישראל עדיין נמוכה ומהווה הזדמנות השקעה טובה למשקיעים בעלי אופק השקעה ארוך, המסוגלים לסבול תנודתיות גבוהה בתיק ההשקעות. בראיה גלובלית, אנו עדיין מעריכים ששוק המניות האמריקאי הינו השוק האטרקטיבי ביותר במזרח אסיה/סין ומשכך, צפוי להמשיך להניב ביצועים משופרים.

2008	2009	2010	2011	YTD	חודש אחרון	
-46.2%	74.9%	15.8%	-18.2%	13.3%	1.30%	מדד ת"א 25
-67.7%	149.8%	15.7%	-25.9%	8.1%	3.52%	מדד ת"א 75
-73.0%	147.0%	19.7%	-25.7%	21.2%	5.98%	מדד יתר 50
-37.7%	23.5%	12.1%	0.0%	12.6%	0.28%	מדד S&P 500
-44.3%	21.0%	-5.9%	-17.8%	11.2%	2.86%	מדד DJ Euro Stoxx50

שוק האג"ח

אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים ממשיכות להיסחר בתשואת שפל של 1.61%, ירידה קלה לעומת 1.69% בסוף חודש אוקטובר. מדובר עדיין, בסביבת תשואות נמוכה ביותר בהשוואה היסטורית אשר נובעת מריבית אפסית של הבנק הפדרלי בארה"ב ומהמשך החששות של המשקיעים לגבי האטה בכלכלה העולמית. המשקיעים ממשיכים לתור אחר קרקע בטוחה לנוכח החששות המתחזקים שהמדינות החלשות בגוש האירו יגררו את אירופה לתוך משבר ויתרמו להאטה בצמיחה העולמית. לנוכח התשואות הנמוכות, אנו ממשיכים להמליץ על משקל חסר משמעותי בחשיפה לאגרות חוב ארוכות של ממשלת ארה"ב.

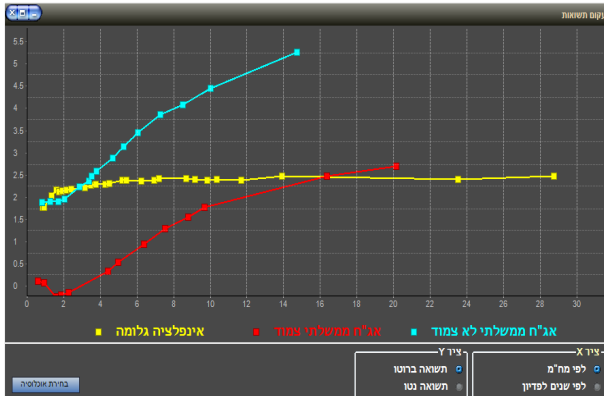
אגרות החוב הארוכות של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0122) נסחרות בסוף חודש נובמבר בתשואה לפדיון של 3.85% לעומת 3.98% בסוף חודש קודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית ירד מחודש שעבר לכ- 224 נקודות בסיס. לדעתנו, בעקבות רמות התשואה הנמוכות בארה"ב ובישראל לא מומלץ להשקיע באגרות 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 נובמבר 2012, הינן ברמה של 2.0% בטווח הקצר ו- 2.2%-2.4% בטווחים הבינוניים והארוכים (ירידה מסוף חודש שעבר). להערכתנו, ציפיות האינפלציה הגלומות משקפות את טווח האינפלציה הצפוי ולכן אין עדיפות לאחד האפיקים (הצמוד השיקלי).

סקירה כלכלית

נובמבר 2012

שוק אגרות החוב הקונצרניות המשיך בעליות מתונות החודש. מדדי התל-בונד 20 ותל-בונד 40 עלו בחודש נובמבר ב- 0.30% וב- 0.36% בהתאמה. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש נובמבר על כ- 157 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 167 נקודות בסיס בתל-בונד 40 (ירידה לעומת סוף חודש קודם). לנוכח סגירת פערי התשואות, בעקבות העליות במחירי אגרות חוב הקונצרניות בחודשים האחרונים ועקב חשש הולך וגובר ממשבר אשראי חוץ בנקאי בישראל אנו סבורים שבעת הנוכחית, לא כדאי למהר ולהגדיל אחזקות קונצרניות בתיק.



תשואות לפדיון		מח"מ	
חודש קודם	סוף החודש		
1.95%	1.86%	1 שנה	מקמ לשנה
3.98%	3.85%	7.3 שנים	ממשלתי שקלי 0122
0.99%	0.95%	6.4 שנים	ממשלתי צמוד 1019
1.69%	1.61%	7.5 שנים	אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
1.93%	1.92%	4.2 שנים	תל בונד 20
3.90%	3.56%	2.9 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

גם החודש המשיכה המגמה של אוקטובר, כאשר הדולר ירד אל מול השקל בכ- 1.7%. גם שער האירו ירד בחודש נובמבר בכ- 1.7% מול השקל. לדעתנו, לנוכח הגירעון בחשבון השוטף במאזן התשלומים הישראלי, ובעקבות אי הוודאות הנובעת מהבחירות הצפויות בתחילת השנה הבאה, השקל צפוי להיחלש מול המטבעות המובילים ובין היתר גם לעומת הדולר.

שער שקל/דולר	שער אחרון	חודש	YTD	2011	2010	2009	2008
3.81	-1.7%	-0.3%	7.7%	-6.0%	-0.7%	-1.1%	
4.95	-1.7%	0.3%	6.5%	-12.9%	2.7%	-6.4%	

אופציות מעו"ף

אופציות מעו"ף לחודש נובמבר פקעו ביום 29 בנובמבר (תאריך היסטורי משמעותי לנו ולפלטאינאים..). לפי מדד של 1226.56 נקודות. פקיעה זו משקפת עליה של 2.22% ביחס לפקיעת חודש אוקטובר. סטיית התקן הגלומה באופציות עלתה מעט החודש ביחס לחודש הקודם (עדיין נמוכה היסטורית) ועומדת נכון לסוף נובמבר על 15% בקירוב. סטיית התקן אומנם עלתה במהלך הלחימה החודש עד לרמה של 19% בכסף (סטייה מאוד נמוכה לתנאים לא שגרתיים), אך ירדה מהר מאוד לרמות נמוכות ביותר, עובדה אשר נכון לעכשיו מעידה על בטחון רב של המשקיעים. כפי שהערכנו בסקירות הקודמות, פריצת השוק את רמת ההתנגדות ב- 1173 נקודות, צפויה לאשרר את מגמת העלייה. ניתן לראות כי גם "עמוד ענן" גדול ואפור שחלף על השוק, לא הצליח להרטיב את המשקיעים בו, כאשר השוק הצליח לסיים את החודש בעליות, לאחר שירד במהלך הלחימה עד רמת 1167 נקודות, אזור תמיכה שהחזיר מיד את חדות הקניות לשוק, שסיים עוד באותו יום המסחר מעל רמת 1173 נקודות כצפוי!

האסטרטגיה שהומלצה על-ידנו בחודש שעבר הניבה תשואה של 2.9% לעומת מדד ת"א 25 שעלה ב- 2.22%. בתקופה המקבילה (תשואה מפקיעה לפקיעה). האסטרטגיה אפשרה לעלות יותר מעליית השוק, שכן התנפחות אופציות הרכש אפשרה לנו לכתוב קולים רחוקים (מדד 1290) ולקבל עליהם פרמיית כתיבה נאה ביותר, תולדה של עליה מהירה של שוק המניות כולו טרם תחילת המערכה הצבאית.

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

כפי שהערכנו למעלה משנה, פריצת רמת 1173 הנקודות אכן הובילה את השוק למהלך בזק של עליות עד למדד 1237 כאמור. כעת, משנפרצה תבנית הדשדוש, הנחת העבודה היא שכל מימוש מחירים ינוצל להגדלת חשיפה מנייתית, כל זמן שמדד המעו"ף נמצא מעל 1173 נקודות (במונחי סגירה). שבירה כלפי מטה של רמה זו, תחייב אותנו לבחון מחדש את כיוונו של השוק בטווח הזמן הקצר-בינוני.

האסטרטגיה המומלצת על ידינו החודש היא covered call במדד 1260 נקודות. השיקולים למיקום הקול המכוסה ברמת 1260 נקודות הם שיקולים טכניים נוחים, שמאפשרים לנו לסגור בעת הצורך את הקול המכוסה, מבלי לשלם מחיר כבד על כתיבתו, כל זאת בפריצת השוק את רמת 1248 נקודות ע"ב סגירה (רמת השיא ההיסטורית הקודמת, אשר ממנה הגיעו הירידות הגדולות בשנת 2008). המשך שיוט של השוק בגבולות הגזרה הזמניים שלו (1170-1238), יאפשרו לנו להניב תשואה עודפת של כאחוז ביחס למדד המעו"ף.

הערה: במקרה שמדד המעו"ף ירד מתחת ל- 1173 נקודות, יש לשקול רכישת אסטרטגיית הגנות לתיק. האסטרטגיה המדויקת תיבחן בזמן אמת, בהתאם למחירי האופציות, סטיית התקן, ושיפוע עקום הסטיות.

שימו לב כי קיים סיכוי סביר להערכתנו, שנצטרך להרחיק את נקודת הכתיבה לאזור 1300-1320, אך את זה נעשה, כאמור, רק בסגירת השוק מעל 1248 נקודות המדד.