

סקירה כלכלית

אוגוסט 2012

פעילות ריאלית

האינדיקטורים החודשיים במדד המשולב מצביעים על קצב צמיחה דומה לזה שנרשם בחודשים האחרונים. שיעור המתאים לתחזית הצמיחה של בנק ישראל לשנת 2012 – 3.1%. המדד המשולב למצב המשק, עלה בחודש יולי ב- 0.2% אך התחזית קדימה מצביעה על האטה בפעילות הריאלית במשק. שיעור האבטלה ירד בחודש יולי לרמה של 6.5% (לעומת 7.2% ביוני). נתון זה מפתיע מעט, מכיוון שבחודש יולי נרשם שיא של 3 שנים במספר המפוטרים. נתוני סקר כוח אדם לרבעון השני, מצביעים על גידול התעסוקה ועל עלייה בשיעור ההשתתפות. מנגד, הנתונים לחודש יוני מצביעים על ירידה בתעסוקה יחסית למאי ובחודש יולי נרשמה עליה של מעל 10% במספר התביעות החדשות לדמי אבטלה.

תקציב הממשלה

הנתונים בפועל מראים שהגירעון המקומי (ללא מתן אשראי) בחודשים ינואר - יולי, הסתכם ב- 9.3 מיליארדי ₪, לעומת גירעון של 3.6 מיליארדי ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הגירעון לשנת 2012 צפוי להיות בין 3.5% - 4% תוצר, בעיקר בגלל הכנסות נמוכות מהצפוי במחצית הראשונה של השנה. כדי להקטין את הגירעון ב- 2012 ולעמוד ביעד ל- 2013 (3% תוצר), הממשלה כבר הודיעה על מספר צעדים, לרבות העלאת שיעורי המס. במסגרת זו הועלה שיעור מס ערך מוסף החל מיום 1 בספטמבר 2012 ל- 17%.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (מדד חודש יולי) עלה ב- 0.1%, בדומה לתחזיות המוקדמות, מתחת לתוואי העונתי. הגורמים העיקריים למדד חודש יולי היו עליה בסעיף הדיור לצד ירידה בסעיפי האנרגיה והמזון. האינפלציה ב- 12 החודשים האחרונים עומדת על 1.4%. ציפיות האינפלציה השנתית הגלומות בשוק ההון, נכון לסוף אוגוסט 2012, עומדות על כ- 2.7% בטווח הבינוני וכ- 2.5% בטווח הארוך.

2008	2009	2010	2011	YTD	חודש אחרון	מדד המחירים לצרכן
3.8%	3.9%	2.7%	2.2%	1.1%	0.1%	

שיעור הריבית

בנק ישראל הותיר את הריבית לחודש ספטמבר 2012 ללא שינוי ברמה של 2.25%. ההחלטה להותיר את הריבית ללא שינוי, 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, הערכה וציפיות להאטה בקצב הצמיחה של המשק, המשך אי הודאות באירופה והחשש מפני השפעות שליליות על הכלכלה המקומית, ריביות נמוכות במשקים המובילים בעולם והציפייה שיישארו ברמות האלה בטווח הקרוב.

חודש קודם	אחרון	
2.25%	2.25%	ריבית בנק ישראל
0-0.25%	0-0.25%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
0.75%	0.75%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

כלכלה עולמית

החודש הורגשה הקלה מסוימת בשווקים הפיננסיים, הקלה אשר באה על רקע הודעת נגיד ה- ECB על התוכנית החדשה להתערבות הבנק המרכזי בשוק האג"ח הממשלתיות וציפיות לתוכניות הרחבה נוספות.

❖ **גלובלי** – מדד הסחורות החקלאיות נותר החודש ללא שינוי בזמן שמחירי הנפט המשיכו לעלות. במרבית המשקים המובילים, הורגשה התמתנות בשיעורי האינפלציה. בתי השקעות עדכנו כלפי מטה את תחזיות הצמיחה לשנת 2013 עבור הצמיחה העולמית (מ- 3.4% ל- 3.3%), הצמיחה בארה"ב (מ- 2.2% ל- 2.1%) ובאירופה (מ- 0.3% ל- 0.1%).

❖ **אירופה** – למרות ההקלה אשר באה לידי ביטוי בירידת תשואות באג"ח הממשלתיות של ספרד ואיטליה (ובעליה במדדי המניות), נתוני הצמיחה בגוש האירו ברבעון השני מעידים על התכווצות הפעילות הכלכלית באירופה, אשר לא פסחה גם על גרמניה. נתונים חלשים נרשמו גם בבריטניה כאשר התמ"ג הרבעוני ירד ב- 0.5%. מריו דרגי, יו"ר הבנק האירופי, הבהיר החודש בשנית כי הוא מוכן לפעול בכדי לרסן את המשבר. כדי לשמור על יציבות המחירים באירופה, לדברי דרגי, על הבנק האירופי "לנקוט לעיתים בצעדים לא סטנדרטיים במסגרת המדיניות המוניטארית שלו", וכן הזהיר כי השווקים הפיננסיים "מתנהלים על רקע פחד לא פרופורציונאלי".

❖ **ארה"ב** – כפי שעולה מספר הבז' (דוח הבנק המרכזי האמריקני המודד את הפעילות הכלכלית ברחבי המדינה), הפעילות הכלכלית המשיכה להתרחב בהדרגה בחודשים יולי-אוגוסט. מדובר בניסוח חיובי מזה שנראה בספר הבז' של חודש יוני-יולי. כמו כן, האומדן השני לצמיחה ברבעון השני בארה"ב מצביע על צמיחה בקצב של 1.7%, גבוה יותר מהאומדן הקודם שעמד על 1.5%. העלייה משקפת הוצאות צרכנים גבוהות יותר ויבוא דל יותר.

❖ **שווקים מתפתחים** – נתוני המאקרו בשווקים המתפתחים החודש, ובייחוד בסין המשיכו להצביע על האטה בקצב הצמיחה. מדד אמון הצרכנים בדרום קוריאה ירד לרמתו הנמוכה ביותר מאז משבר הסאב-פריים ב-2008. ביפן, המכירות הקמעונאיות לחודש יולי, ירדו בכ- 0.8% בהשוואה לאשתקד (ובכ- 1.5% בהשוואה ליולי), הירידה הראשונה בנתון מזה 8 חודשים.

סקירה כלכלית

אוגוסט 2012

שוק המניות

מדד ת"א 25 עלה החודש ב- 1.33%. זאת בעיקר בהשפעת מניות התקשורת והבנקים אשר התאוששו קלות מהירידות של החודשים האחרונים. גם החודש תרמה מניית מלאנוקס את חלקה לעליית מדד המעוף – עליה של 10% (מניית מלאנוקס מהווה כמעט 12% מהמדד).

מדדי התקשורת והבנקים הובילו את העליות החודש, 17% ו- 6% בהתאמה. למרות ההתאוששות קצרת הטווח, מדד מניות התקשורת עדיין ירד השנה בכ- 42% ומדד הבנקים ירד בכ- 8%. כמו כן, מדד הביטוח ירד מתחילת 2012 בכ- 24%. ועל כן, אנו מאמינים 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 ומשכך, צפוי להמשיך להניב ביצועים משופרים ביחס לשוק המניות בישראל.

כפי שניתן לראות בטבלה, מדד ה- S&P 500 הניב תשואה עודפת של יותר מ- 8.5% ביחס למדד ת"א 25 מתחילת השנה.

2008	2009	2010	2011	YTD	חודש אחרון	
-46.2%	74.9%	15.8%	-18.2%	3.2%	1.33%	מדד ת"א 25
-67.7%	149.8%	15.7%	-25.9%	-1.5%	1.70%	מדד ת"א 75
-73.0%	147.0%	19.7%	-25.7%	3.6%	0.95%	מדד יתר 50
-37.7%	23.5%	12.1%	0.0%	11.8%	1.98%	מדד S&P 500
-44.3%	21.0%	-5.9%	-17.8%	5.4%	4.94%	מדד DJ Euro Stoxx50

שוק האג"ח

אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים ממשיכות להיסחר בתשואת שפל של 1.55%, עליה קלה לעומת 1.49% בסוף חודש יולי. 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.**

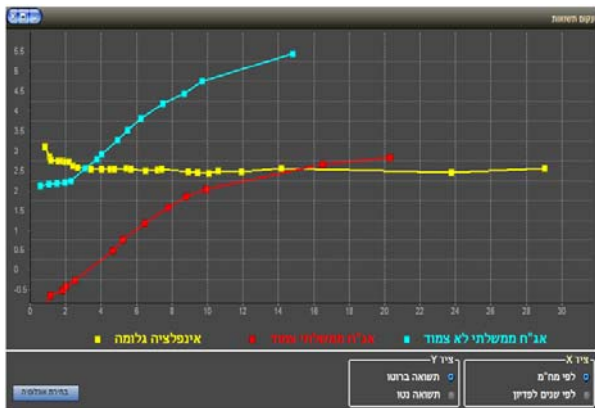
אגרות החוב הארוכות של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0122) נסחרות בסוף חודש אוגוסט בתשואה לפדיון של 4.16% לעומת 3.99% בסוף חודש קודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית עלה מחודש שעבר לכ- 261 נקודות בסיס. **לדעתנו, בעקבות רמות התשואה הנמוכות בארה"ב ובישראל לא מומלץ להשקיע באגרות חוב ממשלתיות מעבר למח"מ השוק. בעקבות הגירעון הצפוי בתקציב המדינה, מומלץ אף לרדת למח"מ קצר.**

סקירה כלכלית

אוגוסט 2012

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש אוגוסט 2012, הינן ברמה של 2.7% בטווח הקצר ו- 2.5% בטווחים הבינוניים והארוכים (עליה של 60 ו- 20 נקודות בסיס מסוף חודש שעבר). להערכתנו, ציפיות האינפלציה הגלומות משקפות את טווח האינפלציה הצפוי ולכן אין עדיפות לאחד האפיקים (הצמוד והשיקלי).

שוק אגרות החוב הקונצרניות חזר לירידות החודש. מדדי התל-בונד 20 ותל-בונד 40 ירדו בחודש אוגוסט ב- 0.62% וב- 0.29% בהתאמה. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש אוגוסט על 332 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 279 נקודות בסיס בתל-בונד 40. לאחר התיקון של האגרות חוב הקונצרניות החודש ועקב חשש הולך וגובר ממשבר אשראי חוץ בנקאי בישראל אנו סבורים שבעת הנוכחית, לא כדאי למהר ולהגדיל אחזקות קונצרניות בתיק.



תשואות לפדיון			
חודש קודם	סוף החודש	מח"מ	
1.84%	2.03%	1 שנה	מקמ לשנה
3.99%	4.16%	7.5 שנים	ממשלתי שקלי 0122
1.07%	1.16%	6.4 שנים	ממשלתי צמוד 1019
1.49%	1.55%	7.5 שנים	אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
3.49%	3.76%	4.2 שנים	תל בונד 20
5.36%	5.78%	3.0 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

בחודש אוגוסט המשיכה המגמה של פיחות השקל מול הדולר, שער הדולר עלה בכ- 1.2%. כמו כן, שער האירו עלה בחודש אוגוסט בכ- 3.3% 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.

שער אחרון	חודש	YTD	2011	2010	2009	2008
שער שקל/דולר	4.04	5.8%	7.7%	-6.0%	-0.7%	-1.1%
שער שקל/אירו	5.07	3.3%	6.5%	-12.9%	2.7%	-6.4%

אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש אוגוסט פקעו ביום 30 באוגוסט לפי מדד של 1123.84 נקודות. פקיעה זו משקפת עליה של 3.76% ביחס לפקיעת חודש יולי. סטיית התקן הגלומה באופציות נותרה יציבה ביחס לחודש הקודם ועומדת נכון לסוף אוגוסט על 16% בקירוב. נתון זה משקף בעיקר את שיווי המשקל הזמני בו נמצא השוק ברמת המחירים הנוכחית. סטיית התקן הנוכחית הנמוכה ביחס ל-5 השנים האחרונות, מוסברת ע"י כך שהשוק מקבל בסבר פנים מחבק וחם את ההתחייבות המדוברת של ראשי גוש האירו, לעשות הכל כדי לשמור על גוש האירו במתכונתו המוכרת. (בשלב זה נאמר שמילים אינן עולות כסף...)

האסטרטגיה שהומלצה על-ידנו בחודש שעבר הניבה תשואה של 4.1% לעומת מדד ת"א 25 שעלה ב-3.76% בתקופה המקבילה (תשואה מפקיעה לפקיעה). **הנקודה המעניינת באסטרטגיה שהוצעה בחודש שעבר היא, שהניהול הדינמי אפשר החודש לעלות יותר מהשוק, למרות שתיק השקעות היה מוגן מפני ירידות שערים חדות!** הדבר התאפשר בזכות הניהול הדינמי, שהציע לממן את ההגנות באמצעות הפיכת נכס הבסיס ל- covered call עם עליית השוק ל-1105 נקודות במהלך החודש.

המצב בתקופה זו מאוד מעניין וזאת משום שמצד אחד רמת המחירים בשוקי המניות זולה ואטרקטיבית, התשואה לפדיון בנכסים סולידיים דוגמת מק"מ ואגרות חוב ממשלתיות נמוכה מאוד, שני נתונים שבתנאי שוק יציבים היו מסיטים כספים רבים לשוקי המניות וגורמים לעליית מחירי המניות בשיעור ניכר. אך מצד שני.... מצד שני קיימת עננה גדולה מאוד בנוגע למצבו הכלכלי של גוש האירו, ליכולת המדינות הנמנות בגוש לשרת את חובן ולייצר התנהלות פיסקלית מאוזנת לצד צמיחה פרמנטית.

במפת הנגזרים הנוכחית, יש לנצל את סטיות התקן הנמוכות ובעיקר את עקום הסטיות הקעור למדי, ולצייד את תיק השקעות בהגנות המשלבות רכישות וכתובות, עד להתבהרות המצב הרגיש בשווקים. כולנו נהיה שלווים יותר, אם ההגנות הזולות אותן אנו יודעים לייצר בתיק יעלו לנו מעט כסף כדי להבטיח שאת התשואה המצטברת הנאה של התיק מתחילת השנה, לא נחזיר בחודש-חודשיים גרועים של השוק! (מי מאיתנו לא יודע על מה אני מדבר...).

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

מדד ת"א 25 נותר החודש בתחום הדשדוש הרחב עליו אנו כותבים זה מספר חודשים. גם החודש, כמו בחודש הקודם, האסטרטגיה המומלצת על-ידנו, הינה אסטרטגיית לונג בחשיפה מנייתית מלאה, במקביל לרכישת אסטרטגיית הגנות בדמות פרפר יורד ביחס של 3:1 בין 1100 ל-1000 נקודות (3 יחידות כתובות על כל יחידה קנויה). עלות ההגנה כ-700 ₪ ליחידה. במקרה של עליית מדד המעו"ף ל-1145 נקודות, תשונה האסטרטגיה במהלך החודש, כאשר החוזים הקנויים יהפכו לאוכפים כתובים, שכן בשקלול הפרמיה (יש לבחון גם את סטיית התקן שתגולם באוכף) אנו מעריכים שפוטנציאל העליות של השוק בטווח הקצר מוגבל, וכתובת האוכף תניב תשואה עודפת על תשואת השוק. (למי שעוקב, בעת הצורך אעדכן בזמן אמת).

הערה: האסטרטגיה המוצעת עלולה להצריך התערבות דינמית. במקרה של ירידת המעוף מתחת ל-1040 נקודות, יש לרכוש אופציות מכר במדד 960 נקודות, ככמות היחידות הכתובות של אופציית המכר במחיר מימוש 1000 נקודות.