

# סקירה כלכלית

## אוקטובר 2012

### פעילות ריאלית

**המדד המשולב** למצב המשק, עלה בחודש ספטמבר ב- 0.2%. עליה זו משקפת עליה בכל רכיבי המדד למעט ביצוא השירותים. גם החודש, האינדיקטורים במדד המשולב ממשיכים לתמוך בתחזית צמיחה ממותנת של בנק ישראל לשנת 2012 – 3.0%. **שיעור האבטלה** ירד קלות בחודש ספטמבר לרמה של 6.8% (לעומת 6.9% באוגוסט). יחד עם זאת, אחוז הבלתי מועסקים מכוח העבודה ירד ברבעון השלישי ל- 6.7% לעומת 6.9% ברבעון השני.

### תקציב הממשלה

נתוני פעילות הממשלה מינואר עד ספטמבר מצביעים על כך שההכנסות ממיסים נמוכות מההכנסות הצפויות בבסיס התקציב בכ- 4.5 מיליארד ₪. כתוצאה מכך, **הגירעון לשנת 2012** צפוי להסתכם בכ- 4% תוצר. הקדמת הבחירות צפויה "לרסן" את ההתפתחויות הפיסקליות בתחילת 2013 (בעיקר ברבעון הראשון) בגלל מגבלת הוצאות חודשית בגובה של עד 1/12 מתקציב השנה הקודמת עד לאישור התקציב החדש.

### אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (**מדד חודש ספטמבר**) **נותר ללא שינוי**, בניגוד לתחזיות המוקדמות אשר צפו עליה של כ- 0.5%. הסיבה העיקרית לכך היא הירידה בחינוך הקדם יסודי עם החלת חוק חינוך חינם לגילאי 3-4 (התפתחות זו הייתה ידועה מראש אך לא הובאה בחשבון במרבית התחזיות). האינפלציה ב- 12 החודשים האחרונים עומדת על 2.1%. **ציפיות האינפלציה השנתית הגלומות בשוק ההון**, נכון לסוף אוקטובר 2012, עומדות על כ- 2.5% 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%	2.1%	0%	

### שיעור הריבית

**בנק ישראל הוריד את הריבית לחודש נובמבר 2012 ב- 0.25 נקודות אחוז לרמה של 2%**. 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 להוריד את הריבית היו: התמתנות בקצב הצמיחה, התמתנות סביבת האינפלציה, משבר החוב הממשיך להעיב ועמו החשש מפני השפעות שליליות, כמו גם האינפלציה הנמוכה בשווקים המובילים בעולם.

חודש קודם	אחרון	
2.25%	2.00%	ריבית בנק ישראל
0-0.25%	0-0.25%	<b>ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב</b>
0.75%	0.75%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

# סקירה כלכלית

## אוקטובר 2012

### כלכלה עולמית

משבר החוב באירופה ממשיך להיות הסיכון המרכזי לכלכלה העולמית. החודש התפרסמו בארה"ב ובאירופה נתוני מקרו מעורבים אשר רובם הפתיעו לטובה, אך זה ביחס לתחזיות נמוכות מלכתחילה.

❖ **גלובלי** – קרן המטבע הבינלאומית הנמיכה החודש את תחזית הצמיחה העולמית לשנים 2012 ו-2013 ל-3.3% ו-3.6% לעומת 3.5% ו-3.9% בתחזית הקודמת, בהתאמה. תחזית זו נשענת על הערכות אופטימיות לפיהן גוש האירו יצליח לפתור תוך פרק זמן סביר את הבעיות העיקריות העומדות בפניו וארה"ב תצליח לטפל בבעיותיה התקציביות. מחירי הסחורות ירדו החודש ועל פי ההערכות בשווקים צפויים להמשיך לרדת.

❖ **אירופה** – שיעור האבטלה באירופה עלה לשיא חדש ברמה של 11.6%. התשואות ומרווחי ה-CDS הוסיפו לרדת החודש (עדיין בהשפעת הכרזת ה-ECB מספטמבר). מאידך, בנקים מרכזיים המשיכו להנמיך את תחזיות הצמיחה והאינפלציה. הגרעון התקציבי של ממשלת ספרד רשם ירידה בספטמבר. הגרעון ינואר – ספטמבר, עמד על 4.39% מהתמ"ג, לעומת 4.77% ב-8 החודשים הראשונים (הירידה בגרעון נובעת בעיקר מעלייה בהכנסות ממיסים).

❖ **ארה"ב** – החודש פורסמו נתוני התמ"ג של ארה"ב לרבעון השלישי. הנתונים הראו שיפור בצמיחה אשר עמדה על 2%, מעט מתחת לצפי של 2.1%, אך עדיין שיפור משמעותי מול הצמיחה ברבעון הקודם, שעמדה על 1.5% בלבד. מדד קייס שילר (מדד הבוחן את השינוי במחירי הבתים ב-20 ערים מובילות בארה"ב) שפורסם החודש, הצביע על עלייה מתמשכת במחירי הדיור ועלה במפתיע ב-2% (שנתי). בחודש אוגוסט עלה המדד ב-0.9% - העלייה הגבוהה ביותר מזה שנתיים. כמחצית מחברות ה-S&P500 פרסמו עד כה את תוצאותיהן לרבעון השלישי ושיעור הצמיחה הממוצע הן ברווחים והן במכירות הוא שלילי.

❖ **שווקים מתפתחים** – גל הנפקות חוב, שפקד בתקופה האחרונה את השווקים הגלובליים לא פסח על המנפיקים מהמדינות המתפתחות. מתחילת השנה הסתכמו הנפקות נקובות \$ של מנפיקים אלו ב-287 מיליארד, עלייה של 59% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. הריביות המזעריות בעולם מביאות חברות רבות לגייס חוב בשוק ההון בעיקר כדי למחזר חובות שגויסו בשנים קודמות במחירים גבוהים הרבה יותר. יבוא הזהב להודו צפוי לעלות הרבעון לראשונה לאחר 6 רבעונים רצופים של ירידה (הודו יבואנית מספר אחד בעולם של זהב, לפני סין).

# סקירה כלכלית

## אוקטובר 2012

### שוק המניות

מדד ת"א 25 עלה החודש ב- 2% בהובלת מניות הבנקים והאנרגיה. גם החודש, המשיכה מניית מלאנוקס את הירידות של חודש שעבר כאשר צנחה ב- 27%.  
מדדי הביטוח, האנרגיה והבנקים הובילו, כאמור, את העליות החודש – 20%, 14% ו- 11% בהתאמה. למרות ההתאוששות והעליות, מדד התקשורת עדיין ירד השנה בכ- 32%.  
אנו מאמינים שגם לאחר העליות של חודש אוקטובר 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 במונחי סיכון/סיכוי ומשכך, צפוי להמשיך להניב ביצועים משופרים. זאת, למרות שמדד ת"א 25 כמעט הצליח לצמצם את פער התשואה מול ה- S&P500 מתחילת שנה כפי שניתן לראות בטבלה למטה.

2008	2009	2010	2011	YTD	חודש אחרון	
-46.2%	74.9%	15.8%	-18.2%	11.6%	2.09%	מדד ת"א 25
-67.7%	149.8%	15.7%	-25.9%	4.4%	5.04%	מדד ת"א 75
-73.0%	147.0%	19.7%	-25.7%	13.8%	8.34%	מדד יתר 50
-37.7%	23.5%	12.1%	0.0%	12.3%	-1.98%	מדד S&P 500
-44.3%	21.0%	-5.9%	-17.8%	8.8%	2.69%	מדד DJ Euro Stoxx50

### שוק האג"ח

אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים ממשיכות להיסחר בתשואת שפל של 1.69%, עליה קלה לעומת 1.64% בסוף חודש ספטמבר. 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.

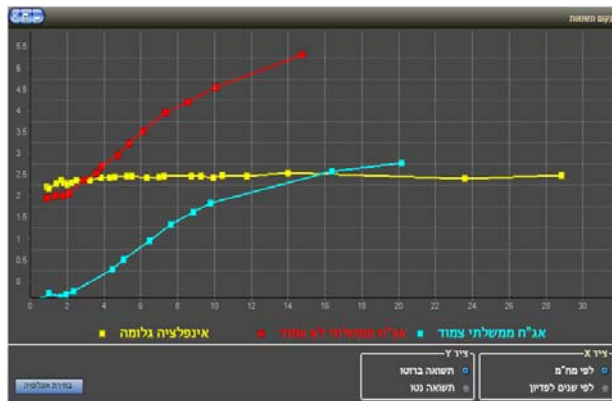
אגרות החוב הארוכות של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0122) נסחרות בסוף חודש אוקטובר בתשואה לפדיון של 3.98% לעומת 4.21% בסוף חודש קודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית ירד מחודש שעבר לכ- 229 נקודות בסיס. לדעתנו, בעקבות רמות התשואה הנמוכות בארה"ב ובישראל לא מומלץ להשקיע באגרות חוב ממשלתיות מעבר למח"מ השוק. בעקבות הגירעון הצפוי בתקציב המדינה, מומלץ אף לרדת למח"מ קצר.

# סקירה כלכלית

## אוקטובר 2012

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש ספטמבר 2012, הינן ברמה של 2.2% בטווח הקצר ו- 2.4% בטווחים הבינוניים והארוכים (ירידה מסוף חודש שעבר). להערכתנו, ציפיות האינפלציה הגלומות משקפות את טווח האינפלציה הצפוי ולכן אין עדיפות לאחד האפיקים (הצמוד והשיקלי).

שוק אגרות החוב הקונצרניות המשיך בעליות החודש. מדדי התל-בונד 20 ותל-בונד 40 עלו בחודש אוקטובר ב- 1.82% וב- 2.03% בהתאמה. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש אוקטובר על כ- 163 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 187 נקודות בסיס בתל-בונד 40 (ירידה לעומת סוף חודש קודם). למרות העליות 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	
2.19%	1.95%	1 שנה	מקמ לשנה
4.21%	3.98%	7.3 שנים	ממשלתי שקלי 0122
1.20%	0.99%	6.4 שנים	ממשלתי צמוד 1019
1.64%	1.69%	7.5 שנים	אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
3.53%	1.93%	4.2 שנים	תל בונד 20
5.44%	3.90%	2.9 שנים	תל בונד שקלי

### שוק המט"ח

גם החודש המשיכה המגמה של ספטמבר, כאשר הדולר ירד אל מול השקל בכ- 0.9%. גם שער האירו ירד בחודש אוקטובר בכ- 0.5% מול השקל. לדעתנו, לנוכח הגירעון בחשבון השוטף במאזן התשלומים הישראלי, ובעקבות אי הוודאות הנובעת מהבחירות הצפויות בתחילת השנה הבאה, השקל צפוי להמשיך להיחלש מול המטבעות המובילים ובין היתר גם לעומת הדולר.

שער שקל/דולר	שער אחרון	חודש	YTD	2011	2010	2009	2008
3.88	-0.9%	1.5%	7.7%	-6.0%	-0.7%	-1.1%	
5.04	-0.5%	2.1%	6.5%	-12.9%	2.7%	-6.4%	

### אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש אוקטובר פקעו ביום 25 באוקטובר לפי מדד של 1199.96 נקודות. פקיעה זו משקפת עליה של 2.37% ביחס לפקיעת חודש ספטמבר. סטיית התקן הגלומה באופציות עלתה החודש ביחס לחודש הקודם (כצפוי, שכן כזכור, הגיעה לרמות נמוכות מדי ואופוריות למדי!) ועומדת נכון לסוף אוקטובר על 14% בקירוב. בסקירה הקודמת כתבנו שהשוק די "בטוח" בנוגע לתרחיש של המשך עליות, שכן המבטחים בשוק הנגזרים, היו מוכנים לבטח את רוכשי ההגנות תמורת פרמיית סיכון מאוד נמוכה! נראה ששוב קיבלנו שיעור מאלף בנוגע לכיוון השוק, דרך "הסיפור" שסופר בנגזרי המעו"ף.

האסטרטגיה שהומלצה על-ידנו בחודש שעבר הניבה תשואה של 3.05% לעומת מדד ת"א 25 שעלה ב-2.37% בתקופה המקבילה (תשואה מפקיעה לפקיעה). האסטרטגיה אפשרה לעלות יותר מעלית השוק, בלמעלה מחצי אחוז, 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. המלצתנו בסקירה הקודמת, הייתה לכתוב קולים במדד 1290 היה והשוק יגיע לרמת 1237. בפועל השוק הגיע בדיוק לרמת 1237 נקודות ומשם החל מימוש רווחים של כ-4% עד לערב הפקיעה.

### אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

כפי שהערכנו למעלה משנה, פריצת רמת 1173 הנקודות אכן הובילה 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. שבירה כלפי מטה של רמה זו, תחייב אותנו לבחון מחדש את כיוונו של השוק בטווח הזמן הקצר-בינוני. אי לכך, האסטרטגיה המומלצת על ידינו לחודש נובמבר היא רכישת חוזים סינטיים מלאה, ללא הגנות, כל עת שהשוק נמצא מעל רמת 1173 נקודות, כאשר גם החודש, בדיוק כמו בחודש הקודם, במדד 1237 נקודות, ניתן להוסיף covered call במחיר מימוש 1290 נקודות ככמות החוזים הקנויים.

ניתן לרכוש הגנות מתחת למדד 1170 נקודות, כאשר התרחיש הסביר לטווח הקצר, אמור להיות עליות של שוק המניות.

**הערה:** במקרה שמדד המעו"ף ירד מתחת ל-1173 נקודות, יש לשקול, כאמור, רכישת אסטרטגיית הגנות לתיק.

האסטרטגיה המדויקת תיבחן בזמן אמת, בהתאם למחירי האופציות, סטיית התקן, ושיפוע עקום הסטיות.