

פעילות ריאלית

המדד המשולב למצב המשק עלה בחודש מרץ ב- 0.1%. שיעור גידול נמוך ביחס לתקופה האחרונה אך עדיין מעיד על צמיחת המשק בקצב דומה לזה שאפיין אותו בחודשים האחרונים. ברבעון הראשון חלה האצה מסוימת בהתרחבות המשק. **שיעור האבטלה** נשאר ללא שינוי בחודש מרץ ברמה של 5.8%.

תקציב הממשלה

העודף המקומי הסתכם ברבעון הראשון של 2014 ב- 0.7 מיליארד ₪ גבוה ב- 0.3 מיליארד ₪ מהתוואי העונתי העקבי לתקרת הגרעון ל- 2014. גביית המיסים ברבעון הראשון היתה גבוהה ריאלית ב- 6% מהגבייה בתקופה המקבילה ב- 2013.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (**מדד חודש מרץ**) עלה ב- 0.3%, מעט מעל ציפיות החזאים. ב- 12 החודשים האחרונים, עלה המדד ב- 1.3%. **ציפיות האינפלציה השנתית הגלומות בשוק ההון**, נכון לסוף אפריל 2014, עומדות על כ- 2.1% בטווח הבינוני וכ- 2.3% בטווח הארוך.

2009	2010	2011	2012	2013	YTD	חודש אחרון	
3.9%	2.7%	2.2%	1.6%	1.8%	-0.5%	0.3%	מדד המחירים לצרכן

שיעור הריבית

בנק ישראל הותיר את הריבית לחודש מאי 2014 ללא שינוי ברמה של 0.75%. ההחלטה להותיר את הריבית ללא שינוי עקבית עם מדיניות מוניטרית שנועדה לבסס את האינפלציה בתוך יעד יציבות המחירים של 1% עד 3% ולתמוך בצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. כיוון הריבית בהמשך תלוי בהתפתחויות בסביבת האינפלציה, בצמיחה הגלובלית והמקומית, בשיעורי החליפין ובמדיניות המוניטרית של הבנקים המובילים. הגורמים העיקריים שהשפיעו על החלטת הבנק היו: תחזיות הצופות שהאינפלציה תישאר השנה בחלקו התחתון של תחום היעד, המשך התחזקות השקל, הפחתת תחזית הצמיחה הגלובלית ע"י קרן המטבע הבינלאומית, המשך העלייה במחירי הדירות והקצב הגבוה של נטילת משכנתאות.

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

כלכלה עולמית

❖ **גלובלי** – קרן המטבע הבינלאומית הפחיתה החודש את תחזית הצמיחה הגלובלית והתחזית לסחר העולמי ב-0.1%. תחזית הצמיחה לגוש האירו עודכנה קלות כלפי מעלה ותחזית הצמיחה של ארה"ב נותרה ללא שינוי. כמו כן, הקרן חתכה את תחזית הצמיחה של השווקים המתעוררים ל-4.9% השנה ו-5.3% ב-2015. תחזית הצמיחה של השווקים המתפתחים הופחתה, בעיקר ברוסיה, מזרח אירופה, ברזיל ודרום אפריקה. כמו כן, נמשכת בשווקים אלו נמשכת התמתנות של הפעילות הכלכלית. הציפיות לאינפלציה העולמית ירדו ב-0.2%.

❖ **אירופה** – האינפלציה בגוש האירו ירדה בשנה האחרונה לרמת שפל של 0.5%, אך מרבית ההערכות גורסות שלא תהיה גלישה לדפלציה. הבנק המרכזי התחייב לעשות כל שבכוחו למנוע התפתחות כזאת. על פי הבנק, גם התחזקות נוספת של האירו עלולה לגרום להרחבה של מדיניות מוניטרית. ממשך להסתמך שיפור במדינות שסבלו ממשבר החוב. השיפור בא לידי ביטוי בירידה בתשואות בהנפקת אג"ח (יוון) ובהעלאת אופק הדירוג של פורטוגל. המשבר בין רוסיה ואוקראינה החמיר החודש והטיל צל על השווקים בעולם. אבדות בנפש, חטיפות של עיתונאים והשתלטות על מוסדות אוקראינים גרמו לארה"ב להטיל סנקציות נוספת על מקורביו של פוטין. החמרה נוספת של המשבר עלולה, על פי קרן המטבע העולמית, להעיב על ההתאוששות באירופה. הבנק המרכזי ברוסיה, הקפיץ החודש את הריבית ב-0.5% לרמה של 7.5% (בלי להזכיר במילה את המשבר עם אוקראינה). סוכנות S&P חתכה את הדירוג החיצוני והפנימי של רוסיה לרמה אחת מעל אג"ח זבל. הבנק המרכזי של אנגליה הותיר החודש את הריבית על כנה ברמה של 0.5%, כמו כן הותיר הבנק את תוכנית הרכישות בהיקף של 375 מיליארד ליש"ט.

❖ **ארה"ב** – הפד הודיע בסוף החודש על צמצום נוסף ברכישות האג"ח. החל מה-1 במאי, הוא ירכוש מדי חודש 25 מיליארד דולר באג"ח ממשלתיות ו-20 מיליארד דולר באג"ח מגובות משכנתאות. בשיא התוכנית, הפד רכש מדי חודש אג"ח בהיקף של 85 מיליארד דולר. על פי פרוטוקולי הפד, יעד התעסוקה של 6.5% הוסר כנקודת ציון להקשחת המדיניות המוניטרית, מה שמוריד מהפרק לפי שעה את האפשרות להעלאת ריבית בעתיד הקרוב למרות השיפור הכלכלי והירידה בשיעור האבטלה. התמ"ג האמריקאי צמח ברבעון הראשון בשיעור נמוך ביותר של 0.1% לעומת צפי לעליה של 1.2%. זאת לאחר צמיחה של 2.6% ברבעון הרביעי של 2013.

❖ **אסיה** – הבנק המרכזי היפני הודיע כי הוא מותיר את המדיניות המוניטארית על כנה. הבנק ימשיך לרכוש אג"ח בהיקף של כ-60-70 טריליון ין בשנה. בכך הבנק מנסה לאותת לשווקים כי כלכלת יפן עלתה על מסלול ההתאוששות. העלאת המע"מ ביפן מנגד, גוררת חוסר וודאות לגבי המשך הצמיחה. תחזיות הצמיחה לסיין נותרו כמעט ללא שינוי, על אף שמרבית הנתונים מצביעים על התמתנות בפעילות. ברבעון הראשון של 2014, צמחה סין ב-7.4% (לאחר צמיחה של 7.7% ברבעון האחרון של 2013). הייצוא מסין ירד במרץ ב-6.6% לעומת צפי לעלייה של 4.8%, בעוד הייבוא למדינה נפל ב-11.3% (עלייה של 10.1% בפברואר).

שוק המניות

חודש אפריל התאפיין בירידות במדדי המניות המובילים כאשר גם החודש המדדים התנודתיים יותר ירדו בצורה חדה יותר. רוחות המלחמה בין רוסיה ואוקראינה אשר התגברו החודש שימשו כקטליזטור לירידות בשווקי העולם. מדד ת"א 25 ירד החודש ב- 1.7% בהובלת מניות אופקו הלט', סלקום ופריגו. מדד ת"א 75 ירד בחודש אפריל בקרוב ל- 4% בדומה ליתר 50. גם החודש מדד הביומד בלט בירידות של יותר מ- 7.5% ומדד התקשורת בלט לטובה עם עליה של כמעט 2.5%.

אנו עדיין בדעה שהפוטנציאל ההולך ונעלם של האפיק הסולידי יחד עם האפסייד הגלום באפיק המנייתי הופכים את שוק המניות להשקעה האטרקטיבית של 2014. התנודתיות בשווקים באפריל מדגישה את הרגישות גם במדינות המפותחות וגם במתפתחות. בארה"ב, בדומה לישראל, גם החודש ראינו תשואות יתר במדד ה- S&P אשר נחשב לסולידי יותר על פני הנאסדק התנודתי יותר. בראיה גלובלית, אנו עדיין מעריכים ששוק המניות האמריקאי הינו השוק האטרקטיבי ביותר במונחי סיכון/סיכוי ומשכך, צפוי להמשיך להניב ביצועים משופרים.

2009	2010	2011	2012	2013	YTD	חודש אחרון	
74.9%	15.8%	-18.2%	9.2%	12.1%	3.73%	-1.66%	מדד ת"א 25
149.8%	15.7%	-25.9%	4.8%	24.7%	1.98%	-3.93%	מדד ת"א 75
147.0%	19.7%	-25.7%	21.6%	35.7%	-0.26%	-3.95%	מדד יתר 50
23.5%	12.1%	0.0%	13.4%	29.6%	1.92%	0.62%	מדד S&P 500
21.0%	-5.9%	-17.8%	13.8%	14.7%	2.87%	1.16%	מדד DJ Euro Stoxx50

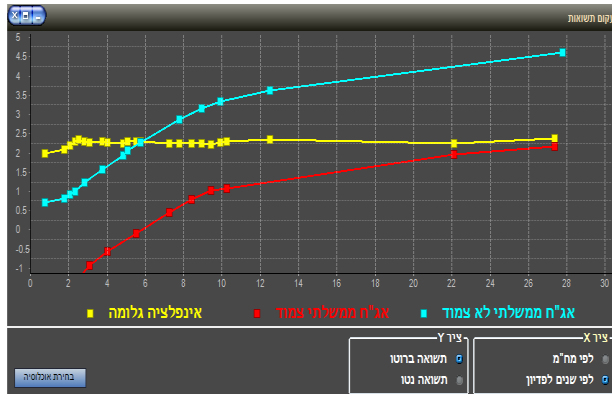
שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים ירדה מעט באפריל לרמה של 2.65%, לעומת 2.72% בסוף מרץ. הסיבה העיקרית לכך היא הסלמת המצב בין אוקראינה לרוסיה מה שגרם למשקיעים לתור שוב אחר "קרקע בטוחה". 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 0323) נסחרות בסוף חודש אפריל בתשואה לפדיון של 3.19%, ירידה קלה מסוף חודש מרץ. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית עלה קלות החודש ל- 54 נקודות בסיס. לדעתנו, בעקבות רמות התשואה הנמוכות בארה"ב ובישראל לא מומלץ להשקיע באגרות חוב ממשלתיות מעבר למח"מ השוק.

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש אפריל 2014, הינן ברמה של 1.9% בטווח הקצר ו- 2.1%-2.3% בטווחים הבינוניים והארוכים. להערכתנו, ציפיות האינפלציה הגלומות משקפות את טווח האינפלציה הצפוי ולכן אין עדיפות מובהקת לאחד האפיקים (הצמוד והשקלי).

שוק אגרות החוב הקונצרניות עלה בחודש אפריל. מדדי התל-בונד 20 ותל-בונד 40 עלו החודש ב- 0.64% וב- 0.55% בהתאמה. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש אפריל על כ- 105 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 108 נקודות בסיס בתל-בונד 40 (ירידה לעומת סוף חודש קודם). באפיק הקונצרני, אנו ממליצים על הצמדות לאגרות החוב הכלולות במדדי התל-בונד ובעיקר בממד 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	
0.66%	0.72%	1 שנה	מקמ לשנה
3.24%	3.19%	7.6 שנים	ממשלתי שקלי 0323
0.01%	-0.07%	5.2 שנים	ממשלתי צמוד 1019
2.72%	2.65%	7.5 שנים	אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
0.81%	0.98%	4.3 שנים	תל בונד 20
2.14%	2.39%	2.9 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

החודש הדולר המשיך במגמת הירידה כאשר ירד ב- 0.60% אל מול השקל. בדומה לדולר, גם האירו ירד החודש ב- 0.21%. אנו ממשיכים להאמין שלנוכח התחזקות הכלכלה האמריקאית (גם אם איטית), המשך ההפחתה בהזרמת כסף ע"י הפד, וחוסר הודאות בשווקים המתפתחים הדולר צפוי להתחזק השנה מול רוב המטבעות בעולם ובכלל זה גם מול השקל.

2009	2010	2011	2012	2013	YTD	חודש	שער אחרון	
-0.7%	-6.0%	7.7%	-2.3%	-7.0%	-0.14%	-0.60%	3.466	שער שקל/דולר
2.7%	-12.9%	6.5%	-0.4%	-2.8%	0.43%	-0.21%	4.802	שער שקל/אירו

אופציות מעו"ף

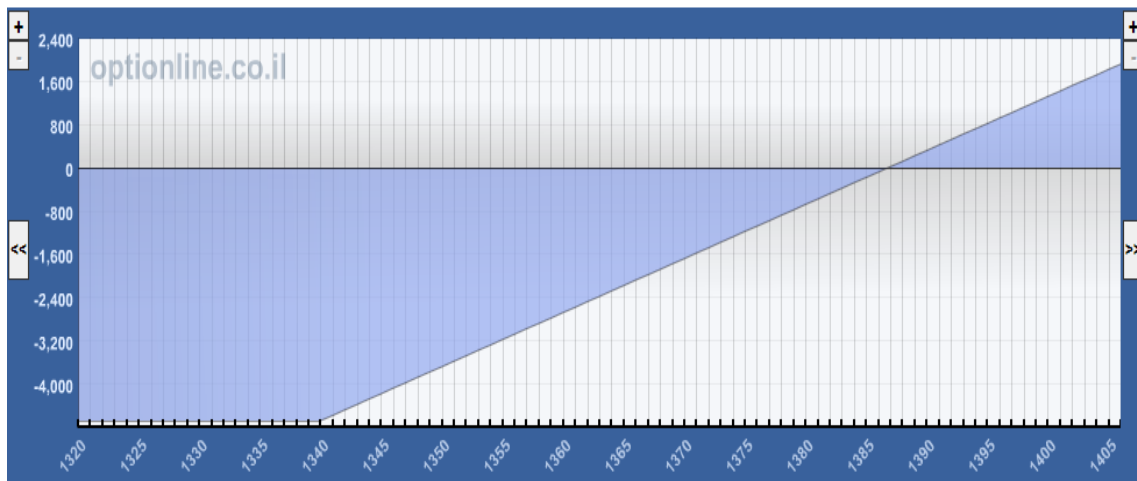
אופציות מעו"ף לחודש אפריל פקעו ב- 24 לחודש לפי מדד 1390.15. פקיעה זו שיקפה ירידה חודשית של 0.6% ביחס לפקיעת חודש מרץ. השינוי המינורי הצדיק את סטיות התקן הנמוכות. התנודתיות בשוק ממשכה להיות נמוכה כאמור, ללא שינוי ניכר בסטיות התקן הגלומות, ביחס לחודש הקודם (10%). לאחר שבירת השיא ההיסטורי, מדד המעו"ף התממש אמנם, אך עדיין נמצא בטריטוריה חיובית המעידה על עוצמה יחסית.

האסטרטגיה החודש הניבה תשואה שלילית של 0.87%, כאשר גם החודש ההגנה בתיק לא הוכיחה עצמה. מפתיעה למדי העובדה שאופציות המעו"ף מתומחרות לפי סטייה מאוד נמוכה, אם כי נכון להתנהגות השוק מתחילת השנה, נראה שהסטיות מתומחרות כך בצדק. לעניות דעתי, בעתיד הנראה לעין, סטיית התקן בפועל תהיה גבוהה מזו הגלומה ורוכשי הפרמיות יוכלו לבוא על שכרם.

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

בדיוק כמו בחודש הקודם, לאור העובדה שמדד המעו"ף הצליח לשבור את שיאו ההיסטורי ולהתבסס מעליו, האסטרטגיה המומלצת הינה רכישת חוזה סינטטי עם הגנות קרובות לכסף. עקב הימצאות השוק קרוב מאוד לרמת השיא הקודמת שלו (1377), ניתן לשלב הגנות בתיק, רק בשבירת השוק רמת תמיכה זו ולמקם את ההגנה במדד 1340, רמה שאמורה להיות קשה לשבירה. עלות האסטרטגיה 0.3% במונחי תשואה.

גרף אסטרטגיה מומלצת:



הערה: לאור גל העליות הממושך ולאור העובדה שאנו נמצאים ברמת תנודתיות מאוד נמוכה, אני ממליץ בחום לעבור לעבודה עם סטופ לוס נגרר, גם במחיר של ויתור תקופתי על חלק קטן מעליית השוק. ניהול פוזיציה בשיטה זו יקנה לנו שקט תפעולי ויבטיח השגת תשואה עודפת משמעותית על פני מדדי השוואה רלוונטיים, להערכתך, כבר בחודשים הקרובים.