

# סקירה כלכלית

מאי 2012

## פעילות ריאלית

צמיחתו של התוצר ברביע הראשון נמשכה בשיעור דומה לזה של המחצית השנייה של 2011 ועולה בקנה אחד עם תחזית הצמיחה של בנק ישראל ל- 2012 – 3.1%. **המדד המשולב** למצב המשק, שפורסם החודש, עלה בחודש אפריל ב- 0.2%. **שיעור האבטלה** (במתכונתו החדשה) ירד בחודש אפריל ל- 6.7% לעומת 6.9% בחודש מרץ. הנתונים הרבעוניים של סקר כוח האדם מצביעים על ירידה באבטלה מ- 6.8% ברביע האחרון של 2011 ל- 6.7% ברביע הראשון של 2012.

## תקציב הממשלה

הגרעון המקומי מתחילת 2012 ועד אפריל, מסתכם ב- 2.8 מיליארד ₪, לעומת עודף של 1.1 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. למרות שהגירעון גבוה בכ- 2.4 מיליארד ₪ מהתוואי העונתי, הוא מתיישב עם תחזית הגרעון של האוצר, העומדת על 3.4% תוצר. הפער עד כה נובע בעיקר מתקבולי מסים נמוכים והוצאות גבוהות מהמתוכנן.

## אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (**מדד חודש אפריל**) עלה ב- 0.9%, בהתאם לתוואי העונתי המתיישב עם יעד האינפלציה. ב- 12 החודשים האחרונים הסתכמה האינפלציה ב- 2.1%, סביב מרכז תחום היעד של בנק ישראל. עליה בסעיף הדיור ועליה בסעיף האנרגיה (בפרט עליה במחירי החשמל), היוותה את עיקר התרומה למדד בחודש אפריל. **ציפיות האינפלציה השנתית הגלומות בשוק ההון**, נכון לסוף מאי 2012, עומדות על כ- 2.5% בטווח הבינוני והארוך (ירידה קלה לעומת סוף חודש קודם).

2008	2009	2010	2011	YTD	חודש אחרון	
3.8%	3.9%	2.7%	2.2%	1.3%	0.9%	מדד המחירים לצרכן

## שיעור הריבית

בנק ישראל הותיר את הריבית לחודש יוני 2012 ללא שינוי ברמה של 2.5%. ההחלטה להותיר את הריבית ללא שינוי עקבית עם מדיניות ריבית שנועדה לבסס את האינפלציה בתוך יעד יציבות המחירים בשנה הקרובה. הגורמים העיקריים שהשפיעו על החלטת הבנק היו: **ציפיות האינפלציה קדימה** אשר נמצאות בתוך היעד, המשך צמיחתו של התוצר ברביע הראשון של השנה, צמיחת אי הוודאות לגבי ההתפתחויות העתידיות באירופה יחד עם נתונים המצביעים על האטה בצמיחה, ורמות הריביות הנמוכות במשקים המובילים בעולם, כמו גם הערכה גוברת לפעולות הרחבה כמותיות נוספות.

חודש קודם	אחרון	
2.5%	2.5%	ריבית בנק ישראל
0-0.25%	0-0.25%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
1.00%	1.00%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

# סקירה כלכלית

מאי 2012

## כלכלה עולמית

נתוני מאקרו חלשים במיוחד פורסמו החודש בעולם. שיעור האבטלה עלה בארה"ב מ- 8.1% ל- 8.2% ובגוש האירו נותר ברמה של 11%. משבר החוב האירופי חזר לכותרות ועמו החשש מעליית תשואות נוספת במדינות מוכות החוב. כל זה הוביל לירידות חדות בשוקי המניות בעולם. מחירי הסחורות ובעיקר הנפט ספגו ירידה חדה וגם האינפלציה בעולם ירדה. הבנק הפדרלי בארה"ב הותיר החודש את הריבית ללא שינוי על 0.25%-0.0%. בגוש האירו התרחב החודש הפער בין מרווחי התשואות של המדינות הנתונות במשבר למרווחים בארה"ב וגרמניה. על רקע נתונים אלה, גוברות ההערכות בשווקים שכמה מהבנקים המרכזיים ינקטו פעולות הרחבה נוספות.

## שוק המניות

חודש קשה עבר על שוקי המניות בעולם, עם התחדשות החששות לחדלות פרעון של יוון ומדינות נוספות באירופה. מדד ת"א 25 ומדד ת"א 100 ירדו 8.5% ו- 8.0% בהתאמה. מניות התקשורת והבנקים ממשיכות להוביל את הירידות. מניות הסלולר הגיעו למחירי שפל שנמוכים בכ- 75% ממחירי השיא שלהן. עושה רושם, שהמשקיעים מחפשים שיווי משקל חדשים לחברות הסלולר בשוק החדש שנוצר בעקבות כניסת שני המפעילים החדשים ולא מן הנמנע, שנראה תיקונים משמעותיים במחירי מניות אלה. **אנו ממשיכים להאמין שרמת המחירים הנמוכה של המניות בישראל, מהווה הזדמנות השקעה טובה לזמן ארוך. לדעתנו, שוק המניות האמריקאי הינו השוק האטרקטיבי ביותר במונחי סיכון/סיכוי.**

2008	2009	2010	2011	YTD	חודש אחרון	
-46.2%	74.9%	15.8%	-18.2%	-1.84%	-8.53%	מדד ת"א 25
-67.7%	149.8%	15.7%	-25.9%	5.76%	-7.51%	מדד ת"א 75
-73.0%	147.0%	19.7%	-25.7%	1.92%	-6.95%	מדד יתר 50
-37.7%	23.5%	12.1%	0.0%	4.2%	-6.3%	מדד S&P 500
-44.3%	21.0%	-5.9%	-17.8%	-8.5%	-8.1%	מדד DJ Euro Stoxx50

# סקירה כלכלית

מאי 2012

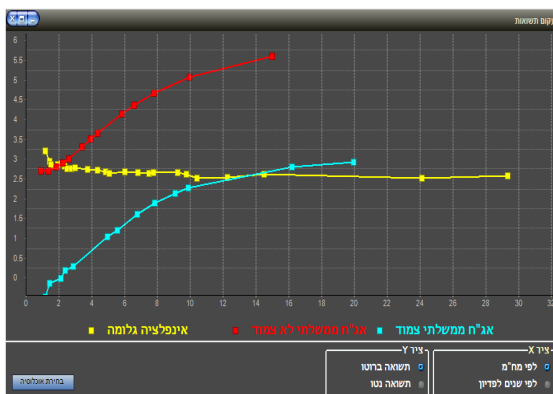
## שוק האג"ח

אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים נסחרות בתשואת שפל של 1.58% לעומת 1.92% בסוף חודש אפריל. מדובר, בסביבת תשואות נמוכה ביותר בהשוואה היסטורית אשר נובעת מריבית אפסית של הבנק הפדרלי בארה"ב ומחששות גוברים של המשקיעים לגבי האטה בכלכלה העולמית. המשקיעים ממשיכים לתור אחר קרקע בטוחה לנוכח החששות המתחזקים שספרד ויוון יגררו את אירופה לתוך משבר. **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 מאי בתשואה לפדיון של 4.40% לעומת 4.67% בסוף חודש קודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית עלה לכ- 280 נקודות בסיס. לכאורה, מדובר בפער גבוה יחסית ואולם להערכתנו, הפער צפוי להמשיך להסגר מכיוון עליית תשואות בארה"ב ולא מירידת תשואות בישראל. **לדעתנו, עדיין לא הגיעה העת להאריך את התיק השקלי מעבר למח"מ השוק.**

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש מאי 2012, הינן ברמה של 2.3% בטווח הקצר (ירידה של 50 נקודות בסיס מסוף חודש שעבר) ו- 2.5% בטווח הארוך, בדומה למצב בסוף אפריל. להערכתנו, **ציפיות האינפלציה הגלומות משקפות את החלק התחתון של טווח האינפלציה הצפוי ולכן ישנה עדיפות קלה ביותר לאפיק הצמוד על-פני האפיק השקלי.**

גם שוק אגרות החוב הקונצרניות חווה ירידות שערים. מדדי התל-בונד 20 ותל-בונד 40 ירדו בחודש מאי ב- 1.23% וב- 1.46% בהתאמה. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש מאי על 259 נקודות בסיס בתל-בונד 20 ו- 257 נקודות בסיס בתל-בונד 40. **בעקבות פתיחת המרווחים של תשואות אגרות החוב הקונצרניות בחודש האחרון, עלתה שוב הכדאיות של ההשקעה באפיק זה.**



תשואות לפדיון			
חודש קודם	סוף החודש	מח"מ	
2.65%	2.38%	1 שנה	מקמ לשנה
4.67%	4.40%	7.7 שנים	ממשלתי שקלי 0122
1.61%	1.55%	6.7 שנים	ממשלתי צמוד 1019
1.92%	1.58%	7.7 שנים	אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
2.80%	3.54%	4.4 שנים	תל בונד 20
5.12%	5.65%	3.2 שנים	תל בונד שקלי

# סקירה כלכלית

מאי 2012

## שוק המט"ח

בחודש מאי המשיכה המגמה של פיחות השקל מול הדולר, שער הדולר עלה בכ- 3.5%. שער האירו לעומת זאת, ירד מול השקל בחודש מאי בכ- 2.8%. 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 שקל/דולר	שער אחרון	חודש	YTD	2011	2010	2009	2008
3.881	3.5%	1.6%	7.7%	-6.0%	-0.7%	-1.1%	
4.817	-2.8%	-2.4%	6.5%	-12.9%	2.7%	-6.4%	

## אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש מאי פקעו ביום 24 במאי לפי מדד של 1048.78 נקודות. פקיעה זו משקפת ירידה של 9.3% ביחס לפקיעת חודש אפריל. סטיית התקן הגלומה באופציות עלתה החודש בשיעור ניכר, ועומדת נכון לסוף מאי על 21% (עליה מ- 15.5% בסוף אפריל). עליה משמעותית זו, משקפת כמובן את העליה במפלס הפחד ובאי הוודאות של המשקיעים.

האסטרטגיה שהומלצה על-ידנו בחודש שעבר גרמה להפסד ניכר בתיק, אולם פעלה משמעותית טוב יותר ביחס לחשיפה ישירה לשוק, תוך שהיא מניבה למשקיעים תשואה שלילית של 6% במונחי נכס בסיס, ירידה המשקפת תשואה עודפת של 3.3% ביחס למדד ת"א 25 (6%-9.3%). מדד ת"א 25 ירד כאמור בתקופה הנמדדת ב- 9.3%.

## אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

מדד ת"א 25 התקרב בחודש במהירות לעבר הגבול התחתון של תחום הדשדוש עליו אנו כותבים רבות בסקירות האחרונות, (1170-1000). האסטרטגיה המומלצת, הינה אסטרטגיית לונג בחשיפה מנייתית מלאה, במקביל לרכישת אסטרטגיית פרפר דינאמי (הגנה מפני תרחיש של המשך ירידות בשוק) החל ממדד 1020 עד 950 נקודות. הערכתנו היא, כי כל עוד מדד המעו"ף נמצא בשליש התחתון של תחום הדשדוש (1000 עד 1170 נקודות), אין טעם בנטילת סיכון להפסדים על אסטרטגיית כתיבת האוכף, וזאת משום שתיקון מהיר וחד של השוק כלפי מעלה, יגרום לתשואה שלילית בתיק הלקוח ולאובדן תשואה אלטרנטיבית משמעותית.

ירידה של מדד המעו"ף מתחת לרמת 1017 נקודות, תאלץ אותנו בהתערבות דינמית ובשיפוץ האסטרטגיה, בדמות רכישת אופציות המכר הכתובות במדד 950. תרחיש זה אינו התרחיש בעל ההסתברות הגבוהה כרגע ולכן, נכון לעכשיו, יש לממן את עלות ההגנה באמצעות כתיבת אופציית מכר במדד 950 נקודות.

הערת אזהרה: סטיית התקן הגלומה במחירי האופציות, עולה (וממשיכה, לעת עתה, לעלות בחדות) ועלולה להצריך ניהול דינמי של האסטרטגיה במהלך החודש. להערכתנו, תבנית הדשדוש של מדד המעו"ף נמשכת זמן רב מדי וגובר הסיכוי כי מגמת הדשדוש צפויה להסתיים. יציאה מגבולות הדשדוש, אמורה להוביל לתנועה מהירה וחדה יחסית של השוק, עם כיוון שבירתה של התבנית.