

פעילות ריאלית

המדד המשולב למצב המשק נשאר ללא שינוי בחודש אפריל. נתון זה משקף האטה בקצב הגידול בהשוואה לממוצע שיעורי השינוי ב-12 החודשים האחרונים. המדד נשאר ללא שינוי אך עם ירידה במרבית מרכיביו (במיוחד ביצוא סחורות וייצור תעשייתי). על פי נתונים ראשוניים לרבעון הראשון של 2014, התמ"ג צמח ב-2.1%. את ההאטה בצמיחה הובילה התכווצות של 2.0% בצריכה הפרטית. **שיעור האבטלה** ירד בחודש אפריל לרמה של 5.6%.

תקציב הממשלה

הגרעון המקומי של הממשלה מתחילת השנה הסתכם ב-0.4 מיליארד ₪. נתון זה נמוך בכ-1.1 מיליארד ₪ מהנתוואי העונתי העקבי לתקרת הגרעון ל-2014. גביית המיסים הישירים בינואר – אפריל היתה גבוהה ריאלית בכ-10% מהגבייה בתקופה המקבילה אשתקד.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (**מדד חודש אפריל**) עלה ב-0.1%, נמוך משמעותית מתחזיות החזאים אשר צפו עליה של 0.6% בממוצע. ב-12 החודשים האחרונים, עלה המדד ב-1.0%. **ציפיות האינפלציה השנתית בגלומות בשוק ההון**, נכון לסוף מאי 2014, עומדות על כ-1.6% בטווח הבינוני וכ-2.0% בטווח הארוך.

2009	2010	2011	2012	2013	YTD	חודש אחרון	מדד המחירים לצרכן
3.9%	2.7%	2.2%	1.6%	1.8%	-0.4%	0.1%	

שיעור הריבית

בנק ישראל הותיר את הריבית לחודש יוני 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 ואף תרד אל מתחת לתחום היעד בחודשים הקרובים, אינדיקטורים המעידים על צמיחה מתונה מזו שהוערכה בעבר, הפחתת תחזיות הצמיחה העולמית על רקע נתוני צמיחה מאכזבים של הרבעון הראשון בארה"ב ואירופה, המשך עליית מחירי הדירות.

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** – נתונים שפורסמו החודש מצביעים על המשך התאוששות הכלכלה העולמית אך ככל הנראה בקצב מתון מכפי שהעריכו עד כה. ה-OECD עדכן החודש כלפי מטה ב-0.2% את תחזיות הצמיחה העולמית ל-2014 וב-0.4% את תחזיות הצמיחה של הסחר העולמי. יחד עם זאת, התחזית ל-2015 עודכנה קלות כלפי מעלה. מחירי הנפט והמתכות נותרו החודש כמעט ללא שינוי. מחירי הסחורות החקלאיות ירדו קלות.
- ❖ **אירופה** – נתוני הצמיחה של הרבעון הראשון אכזבו באירופה. התמ"ג עלה ב-0.2% בעיקר בגלל היעדר צמיחה בצרפת וצמיחה שלילית בהולנד ובאיטליה (אשר קוזזו חלקית על ידי צמיחה של 0.8% בגרמניה). מנגד, הפעילות הכלכלית בגוש האירו (מדד ה-PMI) הגיעה החודש לשיא שלא נראה כמותו מאז מאי 2011 (תוך עליה רציפה של 10 חודשים). אירלנד וספרד רשמו את הצמיחה המהירה ביותר, והגיעו לשיא של 8 ו-7 שנים, בהתאמה. גם גרמניה ואיטליה רשמו התרחבות בפעילות הכלכלית, ורק בצרפת נותרה רמת הפעילות קפואה. בגרמניה, מספר המובטלים עלה בחודש אפריל ב-24 אלף, העלייה החדה ביותר מזה 5 שנים. זאת בעוד התחזיות ציפו לירידה של 15 אלף. האינפלציה ביבשת עדיין נמוכה ועל פי ה-ECB יש סיכוי שנראה צעדים מרחיבים נוספים ביוני.
- ❖ **ארה"ב** – על פי אומדן התמ"ג השני, כלכלת המדינה התכווצה בשיעור של 1% (שנתי) ברבעון הראשון, הירידה החדה ביותר מזה שלוש שנים. אנליסטים בשוק ציפו כי הכלכלה תתכווץ בשיעור של עד 0.6%. באומדן הקודם, נתוני התמ"ג הצביעו על צמיחה מזערית בשיעור של 0.1%. למרות זאת, האינדיקציות הן שהמשק ישוב לצמוח בהמשך השנה בקצב של 2.5% - 3.0%. בשוק התעסוקה, נמשכת המגמה החיובית עם גידול חד במספר המשרות החדשות (288 אלף) וירידה בשיעור האבטלה לרמה של 6.3%. החודש לא חל שינוי בהערכות על פיהן הריבית תתחיל לעלות במחצית השנייה של 2015 לאחר שיו"ר הפד ציינה כי למרות השיפור בשוק העבודה מצבו עדיין רחוק מלהיות משביע רצון. האינפלציה בארה"ב הפגיעה כלפי מעלה אך ניתן לייחס זאת (לפחות חלקית) לבצורת שאפיינה את הרבעון הראשון והביאה להתייקרות במחירי המזון.
- ❖ **אסיה** – צמיחה גבוהה יחסית נרשמה ביפן ברבעון הראשון 5.9%, הקצב הגבוה מאז 2011. זאת בעיקר על רקע הקדמת הוצאות משקי בית לקראת העלאת המע"מ אשר חלה באפריל. תחזית הצמיחה של OECD לסין ב-2014 הופחתה ב-0.8% ל-7.4% על רקע ההרעה בתנאים הפיננסיים והאטה בשוק הנדל"ן. המדד של HSBC (נתוני ייצור) הגביר את החששות מהאטה כאשר התכווץ בחודש הרביעי ברציפות ל-48.1 נקודות, מ-48.3 (התחזיות היו לעלייה ל-48.4 נקודות). סין צמחה ב-7.4% ברבעון הראשון של 2014, לאחר צמיחה של 7.7% ברבעון האחרון של 2013. הנתון היה טוב במקצת מתחזיות הכלכלנים, שציפו לצמיחה של 7.3%. עם זאת, מדובר בקצב הצמיחה הנמוך ביותר בסין בששת הרבעונים האחרונים.

שוק המניות

חודש מאי התאפיין במגמה מעורבת במדדי המניות המובילים יחד עם המשך המגמה בה המדדים התנדוטיים יורדים יותר. מדד ת"א 25 עלה החודש ב- 1.05% כאשר מניית אופקו הלת' שוב מובילה את העליות לאחר תיקונים בחודשים הראשונים של 2014. מדד ת"א 75 ירד בחודש מאי ב- 0.8%. מדד הביומד שוב ירד החודש, זהו החודש השלישי ברציפות. הירידה החודש "נזקפת לזכותה" של מניית קמהדע אשר בעקבות תוצאות ניסוי לא מספקות ירדה בכ- 45%.

למרות העליות הנמתחות כמו גומי באפיק הסולידי, אנו עדיין בדעה שהפוטנציאל באפיק זה הולך ונעלם ויעידו המרווחים המצטמצמים. לדעתנו, האפסייד עדיין גלום באפיק המנייתי מה שהופך את שוק המניות להשקעה עדיפה בטווח הזמן הבינוני. התנדויות בשוקים מדגישה את הרגישות במרבית השוקים. בארה"ב, שוב ראינו החודש את מדד ה- S&P500 פורץ גבולות הסטוריים וממשיך הלאה. 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%	4.83%	1.05%	מדד ת"א 25
149.8%	15.7%	-25.9%	4.8%	24.7%	1.16%	0.80%	מדד ת"א 75
147.0%	19.7%	-25.7%	21.6%	35.7%	1.55%	1.80%	מדד יתר 50
23.5%	12.1%	0.0%	13.4%	29.6%	4.07%	2.10%	מדד S&P 500
21.0%	-5.9%	-17.8%	13.8%	14.7%	4.36%	1.44%	מדד DJ Euro Stoxx50

שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים ירדה גם החודש לרמה של 2.46%, לעומת 2.65% בסוף אפריל. ניתן לייחס זאת לפחות חלקית לאי הודאות בין אוקראינה לרוסיה וחוסר היציבות באזור. 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 מאי בתשואה לפדיון של 2.74%, ירידה מסוף חודש אפריל. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית הצטמצם החודש בחדות ל- 28 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 מאי 2014, הינן ברמה של 1.1% בטווח הקצר ו- 2.0%-1.6% בטווחים הבינוניים והארוכים. להערכתנו, ציפיות האינפלציה הגלומות משקפות את טווח האינפלציה הצפוי ולכן אין עדיפות מובהקת לאחד האפיקים (הצמוד והשיקלי).

שוק אגרות החוב הקונצרניות עלה בחודש מאי. מדדי התל-בונד 20 ותל-בונד 40 עלו החודש ב- 0.93% וב- 0.38% בהתאמה. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש מאי על כ- 111 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 120 נקודות בסיס בתל-בונד 40 (עליה לעומת סוף חודש קודם). באפיק הקונצרני, אנו ממליצים על הצמדות לאגרות החוב הכלולות במדדי התל-בונד ובעיקר במדד תל-בונד צמודות. כמו כן, אנו ממליצים להיצמד למח"מ השוק.

תשואות לפדיון			
חודש קודם	סוף החודש	מח"מ	
0.72%	0.59%	1 שנה	מקמ לשנה
3.19%	2.74%	7.6 שנים	ממשלתי שקלי 0323
-0.07%	-0.1%	5.0 שנים	ממשלתי צמוד 1019
2.65%	2.46%	7.5 שנים	אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
0.98%	1.01%	4.6 שנים	תל בונד 20
2.39%	2.04%	3.1 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

החודש הדולר עלה קלות ב- 0.26% אל מול השקל. מנגד, האירו ירד החודש ב- 1.55%. אנו ממשיכים להאמין שלנוכח התחזקות הכלכלה האמריקאית (גם אם איטית), המשך ההפחתה בהזרמת כסף ע"י הפד, 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%	0.12%	0.26%	3.475	שער שקל/דולר
2.7%	-12.9%	6.5%	-0.4%	-2.8%	-1.12%	-1.55%	4.728	שער שקל/אירו

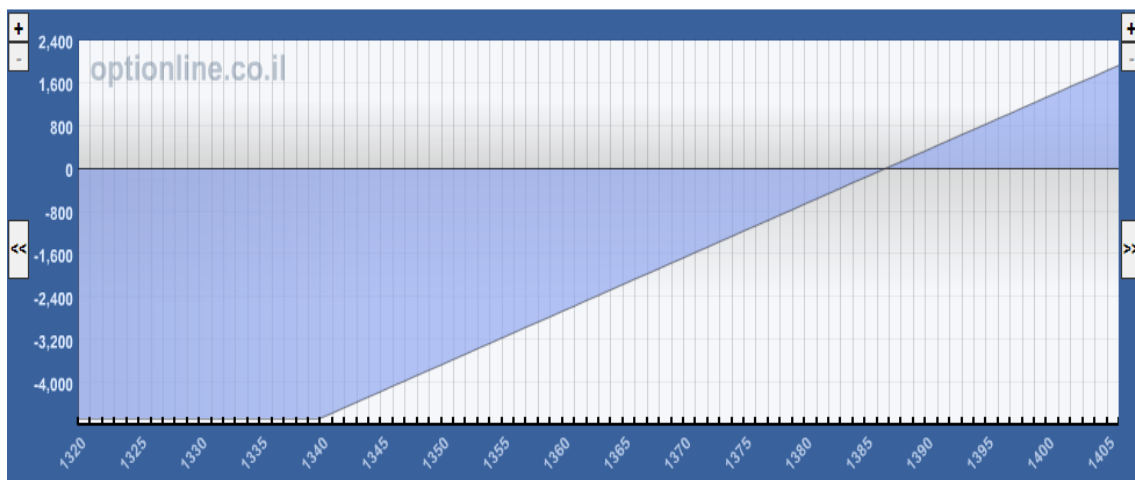
אופציות מעו"ף

אופציות מעו"ף לחודש מאי פקעו ב- 29 לחודש לפי מדד 1395.85. פקיעה זו שיקפה עליה חודשית של 0.41% ביחס לפקיעת חודש אפריל. גם החודש השינוי המינורי בשוק הצדיק את סטיות התקן הנמוכות הגלומות במחירי האופציות. התנודתיות בשוק ממשכה להיות מאוד נמוכה, ולמרות זאת סטיות התקן בפועל ממשיכות לרדת ועומדות כעת על 8.5% בכסף. כמי שחי את עולם הנגזרים כ- 15 שנה, אומר שמעולם לא היתה בשוק תקופה כ"כ מנומנת כשדומה שכל שינוי במדד המניות, הוא רק לצורכי "הוכחה" שהבורסה אינה סגורה למסחר... אני באמת לא יודע כמה זמן יוכל השוק להתנהל בתנודתיות כ"כ נמוכה, אולם אין צל של ספק שזו לא עומדת להיות דינמיקת המסחר החדשה בשוק הישראלי! השוק ממשיך להיסחר בטריטוריה חיובית המעידה על עצמה. האסטרטגיה החודש הניבה תשואה חיובית זעומה של 0.11%, כאשר גם החודש ההגנה בתיק לא שירתה אותנו.

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 0.15% 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, להערכתנו, כבר בחודשים הקרובים.