

סקירה כלכלית

ספטמבר 2012

פעילות ריאלית

המדד המשולב למצב המשק, עלה בחודש אוגוסט ב- 0.1%. עליה זו משקפת האטה בקצב התרחבות הפעילות במשק. יחד עם זאת, האינדיקטורים החודשיים במדד המשולב ממשיכים לתמוך בתחזית הצמיחה של בנק ישראל לשנת 2012 – 3.1%. **שיעור האבטלה** עלה בחודש אוגוסט לרמה של 6.9% (לעומת 6.5% ביולי). מנגד, מספר המועסקים הכולל בחודש אוגוסט עלה ב- 0.3% לעומת חודש יולי.

תקציב הממשלה

נתוני פעילות הממשלה מינואר עד אוגוסט מצביעים על כך שההכנסות ממיסים נמוכות באופן משמעותי מההכנסות הצפויות בבסיס התקציב. כתוצאה מכך, **הגירעון לשנת 2012** צפוי להיות בין 3.5% - 4% תוצר. בעקבות העלאת המע"מ בנקודת אחוז, החל מספטמבר, הכנסות הממשלה לשנת 2012 צפויות לגדול בכ- 1.2 מיליארד ₪. החלטות הממשלה על העלאת המיסים העקיפים והישירים (החל מינואר 2013) צפויות להגדיל את הכנסותיה בכ- 9 מיליארד ₪ ב- 2013 ולמרות זאת, הממשלה לא הצליחה עדיין לגשר על הפערים הצפויים בתקציב 2013.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (**מדד חודש אוגוסט**) עלה ב- 1%, גבוה מהתחזיות המוקדמות אשר עמדו על 0.6%. הגורמים העיקריים לעליית מדד חודש אוגוסט היו עליה בסעיף הדיור (1.1%), התחבורה (1.8% על רקע עליית מחירי הדלק) והפירות והירקות (7.9%). האינפלציה ב- 12 החודשים האחרונים עומדת על 1.9%. **ציפיות האינפלציה השנתית הגלומות בשוק ההון**, נכון לסוף אוגוסט 2012, עומדות על כ- 2.6% 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%	2.1%	1%	

שיעור הריבית

בנק ישראל הותיר את הריבית לחודש אוקטובר 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: מדד אוגוסט שהפתיע כלפי מעלה, הערכה וציפיות להתמתנות בקצב הצמיחה של המשק, חשש מפני התחדשות העלייה במחירי הדירות, 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 נמשכה ההקלה בשווקים הפיננסיים, הקלה אשר באה על רקע מספר הודעות של הבנקים המרכזיים בעולם על צעדי הרחבה כמותית. תכניות אלה אמורות לתמוך בחוב של המדינות הבעייתיות ברבעונים הקרובים. יחד עם זאת, להערכתנו אין בצעדים אלה פתרון לבעיית ההאטה בצמיחה במדינות המפותחות והם עלולים לייצר בטווח הארוך אינפלציה ללא צמיחה ברת קימא. שווקי המניות בעולם הגיבו לתכניות האלה בעליות שערים משמעותיות ובמקביל נרשמו ירידות בתשואות האג"ח הממשלתיות של מדינות אירופה שסובלות ממשבר החוב.

❖ **גלובלי** – החודש נרשמה מגמה מעורבת במחירי הסחורות. נרשמה עליה חדה של כ- 10% במחירי המתכות, בשעה שנרשמה ירידה של כ- 2% במחיר חבית נפט. סביבת האינפלציה במשקים המובילים בעולם נתרה יציבה בטוח שבין 1% ל- 3%.

❖ **אירופה** – ה- ECB הודיע על תכנית לרכישת אג"ח ממשלתיות במטרה לייצב את שוקי האג"ח בכלכלות מוכות החוב של גוש האירו. המיתון באירופה מעמיק ובא לידי ביטוי בנתונים חלשים על הפעילות הריאלית. הפעילות של המגזר הפרטי בכלכלות גוש האירו התכווצה בחודש ספטמבר בקצב המהיר ביותר מאז יוני 2009. בשוודיה והונגריה הורידו החודש הבנקים המרכזיים את הריבית. מנגד, ברוסיה הריבית עלתה ב- 0.25% בשל האצה בקצב האינפלציה. סגן שר האוצר הגרמני אישר החודש שמנהיגי אירופה שוקלים למנף את קרן הייצוב הקבועה של אירופה על מנת להגדיל את סכומי הכסף שיועברו למדינות הנזקקות ביבשת.

❖ **ארה"ב** – הבנק המרכזי האמריקני השיק סבב שלישי של הקלה מוניטרית (QE3), כאשר הבטיח לרכוש 40 מיליארד דולר של אג"ח מגובות משכנתאות (MBS) בכל חודש, ללא הגבלת זמן. הרכישות החלו כבר בחודש ספטמבר. במקביל, העלה הפד את תחזית הצמיחה ל- 2013 לרמה של 2.5% עד 3% לעומת תחזית קודמת לצמיחה של 2.2% עד 2.8%. כמו כן, הפד הודיע החודש כי הריבית צפויה להישאר ללא שינוי עד 2015. להערכת בתי השקעות, קצב הצמיחה בארה"ב יישאר נמוך גם ברבעונים הקרובים.

❖ **שווקים מתפתחים** – צעדי הרחבה מוניטריים ננקטו גם על ידי סין, יפן, דרום קוריאה וברזיל. גם כאן נמשכים סימני ההאטה, כאשר בסין נראה שהאטה כלכלית משקפת חולשה משמעותית.

סקירה כלכלית

ספטמבר 2012

שוק המניות

מדד ת"א 25 עלה החודש ב- 6% בהובלת מניות הבנקים והאנרגיה. החודש, בניגוד לחודשים האחרונים, מניית מלאנוקס ספגה תיקון חד ביותר כאשר ירדה כמעט 10%. מדדי הביטוח והבנקים הובילו, כאמור, את העליות החודש - 15% כל אחד. גם מדדי תל דיב ותקשורת רשמו עליות נאות, 13% ו- 10% בהתאמה. למרות ההתאוששות והעליות, מדד התקשורת עדיין ירד השנה בכ- 37% ומדדי הביטוח ונפט וגז בכ- 14% כל אחד. אנו מאמינים שגם לאחר התיקון של חודש ספטמבר רמת המחירים של המניות בישראל עדיין נמוכה ומהווה הזדמנות השקעה טובה למשקיעים בעלי אופק השקעה ארוך, המסוגלים לסבול תנודתיות גבוהה בתיק השקעות. בראיה גלובלית, אנו עדיין מעריכים ששוק המניות האמריקאי הינו השוק האטרקטיבי ביותר במונחי סיכון/סיכוי ומשכך, צפוי להמשיך להניב ביצועים משופרים. כפי שניתן לראות בטבלה, מדד ה- S&P 500 הניב תשואה עודפת של יותר מ- 5% ביחס למדד ת"א 25 מתחילת השנה.

2008	2009	2010	2011	YTD	חודש אחרון	
-46.2%	74.9%	15.8%	-18.2%	9.5%	6.13%	מדד ת"א 25
-67.7%	149.8%	15.7%	-25.9%	-0.6%	4.49%	מדד ת"א 75
-73.0%	147.0%	19.7%	-25.7%	5.5%	2.06%	מדד יתר 50
-37.7%	23.5%	12.1%	0.0%	14.6%	2.42%	מדד S&P 500
-44.3%	21.0%	-5.9%	-17.8%	5.9%	0.55%	מדד DJ Euro Stoxx50

שוק האג"ח

אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים ממשיכות להיסחר בתשואת שפל של 1.64%, עליה קלה לעומת 1.55% בסוף חודש אוגוסט. 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.

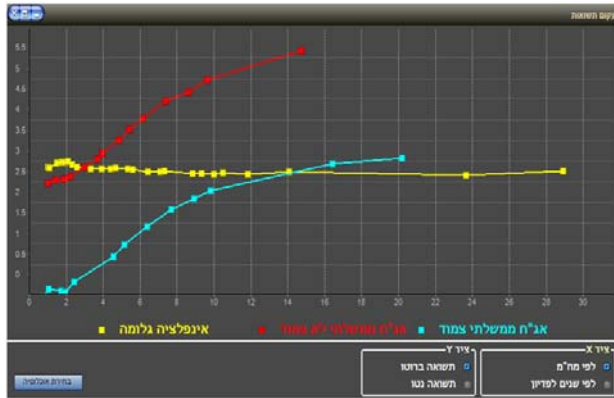
אגרות החוב הארוכות של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0122) נסחרות בסוף חודש ספטמבר בתשואה לפדיון של 4.21% לעומת 4.16% בסוף חודש קודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית ירד קלות מחודש שעבר לכ- 257 נקודות בסיס. לדעתנו, בעקבות רמות התשואה הנמוכות בארה"ב ובישראל לא מומלץ להשקיע באגרות חוב ממשלתיות מעבר למח"מ השוק. בעקבות הגירעון הצפוי בתקציב המדינה, מומלץ אף לרדת למח"מ קצר.

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש ספטמבר 2012, הינן ברמה של 2.7% בטווח הקצר ו- 2.5% בטווחים הבינוניים והארוכים (ללא שינוי מסוף חודש שעבר). להערכתנו, ציפיות האינפלציה הגלומות משקפות את טווח האינפלציה הצפוי ולכן אין עדיפות לאחד האפיקים (הצמוד והשקלי).

סקירה כלכלית

ספטמבר 2012

שוק אגרות החוב הקונצרניות חזר לעליות חודש. מדדי התל-בונד 20 ותל-בונד 40 עלו בחודש ספטמבר ב- 2.29% וב- 2.62% בהתאמה. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש ספטמבר על 309 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 252 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	
2.03%	2.19%	1 שנה	מקמ לשנה
4.16%	4.21%	7.5 שנים	ממשלתי שקלי 0122
1.16%	1.20%	6.4 שנים	ממשלתי צמוד 1019
1.55%	1.64%	7.5 שנים	אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
3.76%	3.53%	4.2 שנים	תל בונד 20
5.78%	5.44%	2.9 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

בחודש ספטמבר התהפכה המגמה של החודשים האחרונים, כאשר הדולר ירד אל מול השקל בכ- 2.9%. לעומת זאת, שער האירו עלה בחודש ספטמבר בכ- 0.5% 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 ובין היתר גם לעומת הדולר.

שער שקל/דולר	שער שקל/אירו	חודש	YTD	2011	2010	2009	2008
3.91	5.06	-2.9%	2.4%	7.7%	-6.0%	-0.7%	-1.1%
		0.5%	2.6%	6.5%	-12.9%	2.7%	-6.4%

אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש ספטמבר פקעו ביום 27 בספטמבר לפי מדד של 1172.21 נקודות. פקיעה זו משקפת עליה של 4.3% ביחס לפקיעת חודש אוגוסט. סטיית התקן הגלומה באופציות ירדה בחדות ביחס לחודש הקודם ועומדת נכון לסוף ספטמבר על 12% בקירוב (סטייה לה היינו עדים בשלהי 2007 , אז , כזכור , היה השוק בשיא האופוריה לאחר 5 שנות פריחה). ניתן לומר שהפעילים בשווקים אהבו מאוד את מזמור הנגינים המתזמן, וניכרת התעניינות מחודשת בשווקי המניות. סטיית התקן מאוד נמוכה, ומעידה כרגע על כך, שעולה ההסתברות להמשך עליה של השוק, שכן כותבי האופציות מוכנים לבטח את רוכשי ההגנות, תמורת פיצוי (פרמיה) הולך וקטן זה מספר חודשים רצופים.

האסטרטגיה שהומלצה על-ידנו בחודש שעבר הניבה תשואה של 4.05% לעומת מדד ת"א 25 שעלה ב- 4.3% בתקופה המקבילה (תשואה מפקיעה לפקיעה). האסטרטגיה שהוצעה בחודש שעבר, אפשרה לעלות כמעט כמו השוק, למרות שתיק השקעות היה מוגן מפני ירידות שערים חדות!

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

שנה וחודשיים השוק נמצא בטווח דשדוש רחב מאוד, עליו כתבנו בכל הסקירות האחרונות. לאחר פקיעת האופציות, השוק פרץ את רמת ההתנגדות התקופתית של 1173 נקודות המדד ובכך נתן אישור טכני חזק להמשך מגמת העליה. כעת, משנפרצה תבנית הדשדוש, הנחת העבודה היא שכל מימוש מחירים ינוצל להגדלת חשיפה מנייתית. ניתן לרכוש הגנות מתחת למדד 1170 נקודות, כאשר התרחיש הסביר לטווח הקצר, אמור להיות עליות של שוק המניות. האסטרטגיה המומלצת על ידינו לחודש אוקטובר היא רכישת חוזים סינטיים מלאה, ללא הגנות, כל עת שהשוק נמצא מעל רמת 1173 נקודות. במדד 1237 נקודות, ניתן להוסיף covered call במחיר מימוש 1290 נקודות ככמות החוזים הקנויים.

הערה: במקרה שמדד המעו"ף ירד מתחת ל- 1173 נקודות, יש לשקול רכישת אסטרטגיית הגנות לתיק. האסטרטגיה המדויקת תיבחן בזמן אמת, בהתאם למחירי האופציות, סטיית התקן, ושיפוע עקום הסטיות.