

סקירה כלכלית

פברואר 2013

פעילות ריאלית

בדומה לחודשים קודמים, גם בחודש ינואר עלה **המדד המשולב** למצב המשק קלות ב-0.2%. עובדה זו ואינדיקטורים נוספים מצביעים על כך שהפעילות במשק ממשיכה לצמוח בקצב מתון. על פי נתוני החשבונאות הלאומית, קצב הצמיחה ברבעון הרביעי של 2012 היה נמוך מהרבעונים הקודמים ועמד על 2.5%, אשר כוללים את ההשפעות של מבצע עמוד ענן. **שיעור האבטלה** ירד בחודש ינואר לרמה של 6.5% (לעומת 6.8% בדצמבר).

תקציב הממשלה

עודף של 2.4 מיליארד ₪ נשקף בפעילות המקומית של הממשלה בינואר. זהו נתון אופייני לינואר, אך השנה הוא נמוך יותר בהשוואה לשנים קודמות ולתחזית התואמת את יעד הגרעון של הממשלה. בחודש ינואר פעלה הממשלה ללא מסגרת תקציב מאושרת ובהתאם לחוק המאפשר להוציא בכל חודש 1/12 מתקציב שנת 2012, מותאם לעליית המחירים. עד להרכבת הממשלה ואישור התקציב שוררת אי ודאות לגבי האופן שבו תתמודד הממשלה עם האתגרים הנובעים ממגבלת הגירעון.

אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שפורסם החודש (**מדד חודש ינואר**) ירד ב-0.2%, בעוד ממוצע התחזיות המוקדמות עמד על כך שהמדד יישאר ללא שינוי. ב-12 החודשים האחרונים, קצב עלייתו של המדד נותר ללא שינוי משמעותי – 1.5%. **ציפיות האינפלציה השנתית הגלומות בשוק ההון**, נכון לסוף פברואר 2013, עומדות על כ-2.0% בטווח הבינוני וכ-2.4% בטווח הארוך.

2008	2009	2010	2011	2012	YTD	חודש אחרון	
3.8%	3.9%	2.7%	2.2%	1.6%	-0.2%	-0.2%	מדד המחירים לצרכן

שיעור הריבית

בנק ישראל הותיר את הריבית לחודש מרץ 2013 ללא שינוי ברמה של 1.75%. ההחלטה להשאיר את הריבית ללא שינוי עקבית עם מדיניות ריבית שנועדה לבסס את האינפלציה בתוך יעד יציבות המחירים של 1% עד 3% ולתמוך בצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. הגורמים העיקריים שהשפיעו על החלטת הבנק היו: האינדיקטורים לפעילות הריאלית אשר מצביעים על תמונה מעורבת, התפתחות המחירים והציפיות לאינפלציה לשנה קדימה אשר ממשיכות להצביע על סביבת אינפלציה הנמוכה ממרכז היעד, הערכות בעולם שפחת הסיכון להחרפת המשבר הכלכלי, ייסוף בשער החליפין לאחר פחות שרשם בחודשי הקיץ, המשך עליית קצב מחירי הדירות, המשך מדיניות ההרחבה של הבנקים המרכזיים בעולם.

חודש קודם	אחרון	
1.75%	1.75%	ריבית בנק ישראל
0-0.25%	0-0.25%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
0.75%	0.75%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

כלכלה עולמית

❖ **גלובלי** – החודש, המשיכה מגמת השיפור בכלכלה העולמית וההערכות הרווחות הן שרמת אי הוודאות בכל הנוגע לסיכונים העיקריים (הצוק הפיסקלי ומשבר החובות באירופה) פחתה. מדדי המניות בעולם רשמו מגמה מעורבת בחודש פברואר. המגמה כוללת עליות בארה"ב, לעומת ירידות שערים באירופה. עליה נרשמה לאחרונה במחירי המתכות והאנרגיה, העלולה להשפיע גם על האינפלציה. כמו כן, נרשמה היחלשות חדה של הין על רקע עלייה ביעד האינפלציה של יפן. לא נרשמו החודש שינויים במדיניות המוניטרית של מרבית הבנקים המרכזיים ושיעורי הריבית נותרו ברמה הנוכחית.

❖ **אירופה** – המיתון בגוש האירו נמשך וברבעון האחרון של 2012 כל ארבעת הכלכלות הגדולות של הגוש, כולל הגוש עצמו התכווצו. התמ"ג בגוש האירו התכווץ ברבעון האחרון של 2012 ב-0.6% (לעומת צפי ל-0.4%). התמ"ג הגרמני התכווץ ב-0.6% והצרפתי ב-0.3%. חלק מהאינדיקטורים מצביעים על אפשרות אופטימית שב-2013 נראה שיפור במצב, אך כפי שציין נגיד ה-ECB בהחלטת הריבית האחרונה, ההתאוששות צפויה להיות איטית מאוד. הודעתו החודש של נגיד מריו דראגי, כי במידה והתחזקות האירו תמשך ותפגע בהתאוששות של הגוש תתכן הורדת ריבית, בלמה ככל הנראה את התחזקותו של המטבע.

❖ **ארה"ב** – בארה"ב פורסמו החודש נתוני מאקרו מעורבים וקיים חשש שקיצוצים רוחביים בהיקף של 85 מיליארד דולר אשר נכנסים לתוקף באופן אוטומטי ב-1 במרץ (הקונגרס לא הצליח למצוא פתרון ברגע האחרון שידחה את שורת הגזירות) עלולים לפגוע בצמיחה. בעדותו החצי שנתית בקונגרס, יו"ר הפדרל ריזרב שלח מסר מרגיע לשווקים והצהיר שימשיך בהקלה הכמותית עד שלא יהיה שינוי ניכר בנתוני האבטלה. כמו כן, הזהיר ברננקי את הקונגרס משורת הקיצוצים אשר נכנסה לתוקף וטען כי ביחד עם העלאת המסים שנקבעה במסגרת ההסכם למצוק הפיסקלי, היא עשויה לפגוע בהתאוששות הכלכלית.

❖ **שווקים מתפתחים** – ארגנטינה עשתה החודש היסטוריה (ולא במובן החיובי) כשהפכה למדינה הראשונה בעולם שקיבלה נזיפה מקרן המטבע הבינלאומית על כך שסיפקה נתונים לא נכונים בנוגע לגובה האינפלציה והיקף הצמיחה הכלכלית במדינה. הפערים בדיווחים (בין נתוני המדינה ומדידה של חברות פרטיות) לשנת 2012 עומדים על כמעט 15%. על פי מדד HSBC לשווקים המתפתחים, קצב הצמיחה בסין הוא הגבוה ביותר מזה שנתיים. על פי מנהל מחקר שווקים מתפתחים ב-HSBC אחרי שנה קשה, התנאים הכלכליים בשווקים המתפתחים ממשיכים להשתפר. אחד הגורמים העיקריים לכך הוא המהפך בתחזיות לגבי סין, שמצליחה לאט לאט למשוך את שאר אסיה אחריה. לעומת זאת, כלכלות מתפתחות שעדיין מסתמכות יותר על שוק האירו עדיין נאבקות.

סקירה כלכלית

פברואר 2013

שוק המניות

בניגוד לחודש ינואר, חודש פברואר ננעל בעליות במדדי המניות המובילים בישראל. מדד ת"א 25 עלה החודש ב- 3.75% בהובלת מניות פריגו, בזק ושטראוס. הרוב המוחץ של מדדי המניות בישראל רשמו עליות בפברואר. מדד הביטוח הוביל את העליות עם 8.2%. לעומת זאת, מדד הטכנולוגיה היה היחיד בין המדדים המובילים שירד החודש ב- 0.14%.
אנו מאמינים שהשילוב של תשואות נמוכות בכל העולם וכתוצאה מכך העדר אלטרנטיבות השקעה, יחד עם רמת המחירים הנוחה של המניות בישראל מביא את שוק המניות להיות אפיק ההשקעה המועדף לשנה הקרובה, בעיקר למשקיעים בעלי אופק השקעה ארוך, המסוגלים לסבול תנודתיות גבוהה בתיק ההשקעות. להערכתנו, שווקי המניות יניבו תשואה עודפת בעתיד הנראה לעין על פני אפיקים סולידיים. בראיה גלובלית, אנו עדיין מעריכים ששוק המניות האמריקאי הינו השוק האטרקטיבי ביותר במונחי סיכון/סיכוי ומשכך, צפוי להמשיך להניב ביצועים משופרים.

2008	2009	2010	2011	2012	YTD	חודש אחרון	
-46.2%	74.9%	15.8%	-18.2%	9.2%	3.0%	3.75%	מדד ת"א 25
-67.7%	149.8%	15.7%	-25.9%	4.8%	6.2%	4.90%	מדד ת"א 75
-73.0%	147.0%	19.7%	-25.7%	21.6%	11.4%	6.48%	מדד יתר 50
-37.7%	23.5%	12.1%	0.0%	13.4%	6.2%	1.11%	מדד S&P 500
-44.3%	21.0%	-5.9%	-17.8%	13.8%	-0.1%	-2.56%	מדד DJ Euro Stoxx50

שוק האג"ח

התשואה על אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים ירדה בחודש פברואר ל- 1.89%, לעומת 1.98% בסוף חודש ינואר. מדובר עדיין, בסביבת תשואות נמוכה ביותר בהשוואה היסטורית אשר נובעת מריבית אפסית של הבנק הפדרלי בארה"ב. בנוסף לכך, החששות ממשבר באירופה ואי יציבות גלובלית עדיין לא התפוגגו ויש חששות מקיצוצים רוחביים בארה"ב, מה שמונע מהמשקיעים להפנות את גבם ל"קרקע הבטוחה". לנוכח התשואות הנמוכות, אנו ממשיכים להמליץ על משקל חסר משמעותי בחשיפה לאגרות חוב ארוכות של ממשלת ארה"ב.

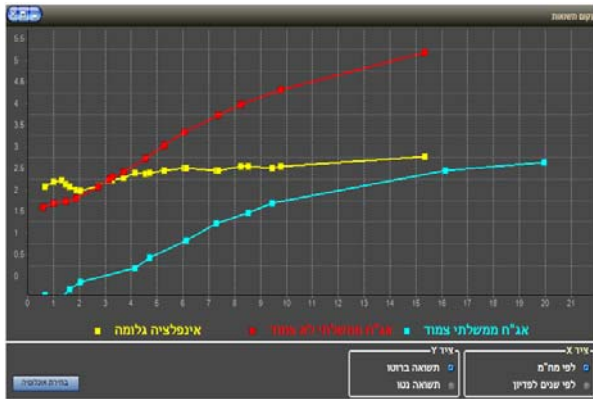
אגרות החוב הארוכות של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0122) נסחרות בסוף חודש פברואר בתשואה לפדיון של 3.74% לעומת 3.86% בסוף חודש קודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית ירד מעט מחודש שעבר לכ- 185 נקודות בסיס. לדעתנו, בעקבות רמות התשואה הנמוכות בארה"ב ובישראל לא מומלץ להשקיע באגרות חוב ממשלתיות מעבר למח"מ השוק. בעקבות הגירעון הצפוי בתקציב המדינה, מומלץ אף לרדת למח"מ קצר.

סקירה כלכלית

פברואר 2013

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש פברואר 2013, הינן ברמה של 2.3% בטווח הקצר ו- 2.0%-2.4% בטווחים הבינוניים והארוכים. להערכתנו, ציפיות האינפלציה הגלומות משקפות את טווח האינפלציה הצפוי ולכן אין עדיפות לאחד האפיקים (הצמוד והשיקלי).

שוק אגרות החוב הקונצרניות עלה קלות החודש. מדדי התל-בונד 20 ותל-בונד 40 עלו בחודש פברואר ב- 0.6% וב- 0.7% בהתאמה. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש פברואר על כ- 148 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 143 נקודות בסיס בתל-בונד 40 (ירידה לעומת סוף חודש קודם). באפיק הקונצרני, אנו ממליצים על הצמדות לאגרות החוב הכלולות במדדי התל-בונד ובעיקר במדד תל-בונד צמודות שהושק החודש ע"י הבורסה. כמו כן, בעקבות סגירת 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	
1.68%	1.65%	1 שנה	מקמ לשנה
3.86%	3.74%	7.4 שנים	ממשלתי שקלי 0122
0.91%	0.83%	6.1 שנים	ממשלתי צמוד 1019
1.98%	1.89%	7.5 שנים	אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
1.89%	1.66%	4.1 שנים	תל בונד 20
3.48%	3.24%	2.9 שנים	תל בונד שקלי

שוק המט"ח

גם החודש המשיכה המגמה של העת האחרונה, כאשר הדולר ירד אל מול השקל בכ- 0.5%. כמו כן, שער האירו ירד בחודש פברואר בכ- 3.8% מול השקל. לדעתנו, לנוכח האתגרים העומדים בפני הממשלה (לכשתקום) הן בתחום המדיני והן בהרכבת תקציב 2013, השקל צפוי להיחלש מול המטבעות המובילים ובין היתר גם לעומת הדולר, לפחות עד למחצית שנת 2013.

2008	2009	2010	2011	2012	YTD	חודש	שער אחרון	
-1.1%	-0.7%	-6.0%	7.7%	-2.3%	-0.7%	-0.5%	3.71	שער שקל/דולר
-6.4%	2.7%	-12.9%	6.5%	-0.4%	-1.2%	-3.8%	4.86	שער שקל/אירו

אופציות מעו"ף

אופציות מעו"ף לחודש פברואר פקעו ביום 21 בפברואר לפי מדד של 1214.57 נקודות. פקיעה זו משקפת עליה של 1.47% ביחס לפקיעת חודש ינואר. הפקיעה החודש היתה מאוד מפתיעה כאשר שיקפה ירידה דרמטית של 2.2% ביחס לשער הסגירה. שער הפקיעה לא הפתיע ממש את מוכרי הפרמיות החודשיים, אבל בהחלט ניתן לומר שלא שיקף את הלך הרוח והכוונה של הסוחרים בשבוע המסחר שקדם לפקיעה. סטיית התקן הגלומה באופציות ירדה החודש ביחס לחודש הקודם והיא עומדת נכון לסוף פברואר על 12.5% בקירוב. סטיית תקן זו נחשבת מאוד נמוכה ומעידה בראש ובראשונה על בטחון המשקיעים ועל העדר חשש אמיתי מפני תנועה חדה (האמנם?). עד עתה ניתן לומר שמוכרי הפרמיה והסטייה צדקו בחודשים האחרונים והשוק המקומי אכן נסחר ברצועת מסחר צרה יחסית. לעניות דעתי, מצב זה לא סביר שיוותר על כנו זמן רב ולהערכת גובר הסיכוי למימושים בריאים בטווח הזמן הקצר (3-1 חודשים).

האסטרטגיה שהומלצה על-ידנו בחודש שעבר הניבה תשואה של 1.7% לעומת מדד ת"א 25 שעלה ב- 1.47% בתקופה המקבילה (תשואה מפקיעה לפקיעה). כתיבת קולים מחוץ לכסף, במדד 1250 נקודות, אפשרה לנו ליהנות ממלוא עליית השוק ובנוסף ליהנות גם משחיקה מלאה של הקולים הכתובים במדד 1250, נתון שהוסיף לפוזיציה תשואה חודשית עודפת של 0.2%.

כזכור, הנחת העבודה של המלצותינו כרגע, היא שהשוק כלוא בתוך תחום דשדוש של 1167-1248 נקודות ועד להודעה חדשה, אסטרטגיות המסחר מתבססות סביב רמות אלו. ככלל, הערכתנו היא שלא פריצה מוכחת של השיא ההיסטורי ב- S&P500 (1563 נקודות), המעו"ף יתקשה לפרוץ כלפי מעלה את תבנית הדשדוש הזמנית בה הוא נסחר בחמשת החודשים האחרונים (1167-1248).

אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

גם החודש בדיוק כמו בחודש הקודם, ניתן לראות שרמת 1248 נקודות המדד (השיא ההיסטורי הקודם של מדד ת"א 25) משמשת כרמת התנגדות אפשרית ונכון לעכשיו הנחת העבודה שלנו אומרת שגבולות המסחר של השוק הם 1167-1248 נקודות המדד. ולכן, האסטרטגיה המומלצת על ידינו החודש היא רכישת השוק (מקסימום חשיפה מנייתית המתאימה ללקוח) ומכירה בחסר של השוק ברמת 1248 נקודות. סטיית התקן לא גבוהה כרגע, אולם אנו ממליצים על כתיבת קולים במדד 1250 נקודות המעניקים פרמיה של 0.45% במונחי תשואה.

הערה: סגירה זו יומית של מדד המעו"ף מתחת ל- 1167 נקודות, תחייב אותי לנקוט משנה זהירות ולהשתמש באסטרטגיה הגנתית שתיבחן בזמן אמת! עקב קרבת מיקום הקול המכוסה קרוב לספוט (כ- 2.5% נכון לפתיחת המסחר הבוקר), אומר שפריצת מדד המעו"ף את 1248 נקודות המדד, תחייב אותנו להיזק את מיקום הקולים הכתובים במדד 1250.