

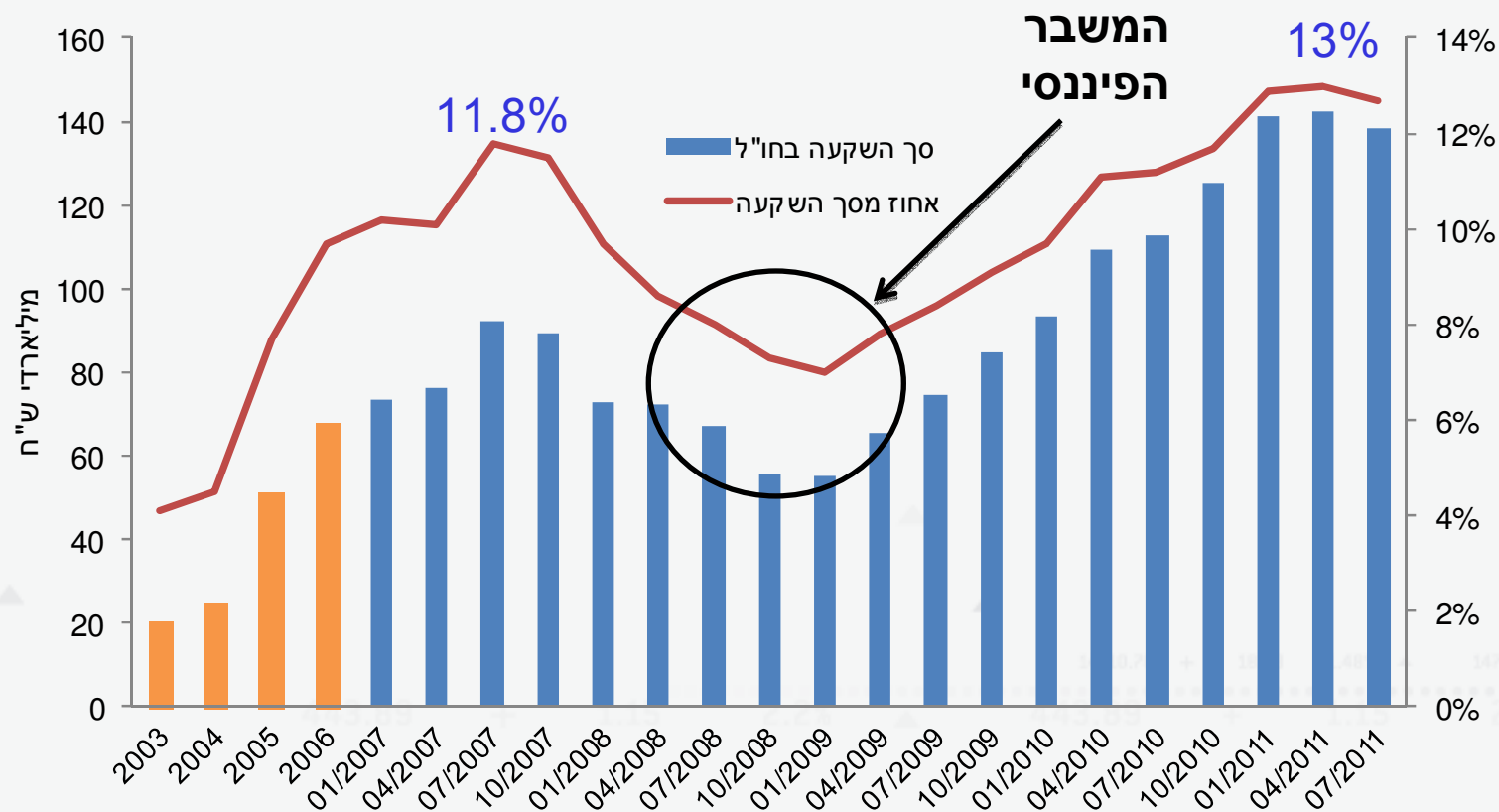


השקעות גופיים מוסדיים בחו"ל

רו"ח מירב בן כנען הלר, סמנכ"ל

השקעות מוסדיים בחול

השקעות מוסדיים בחול, במיליארדי ₪



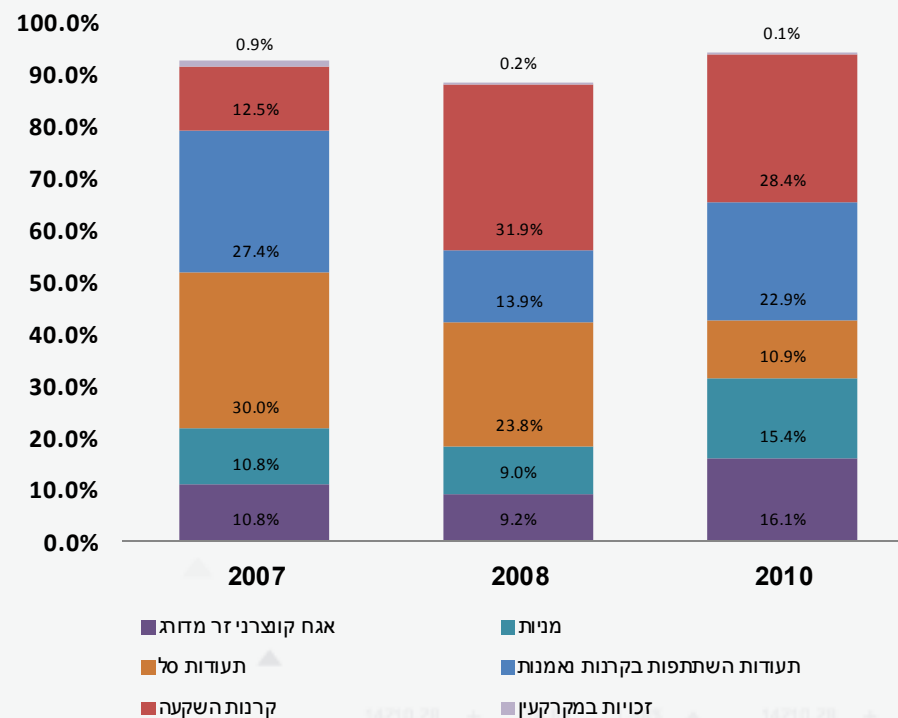


מידרוג

השקעות מוסדיים בחול, המשך

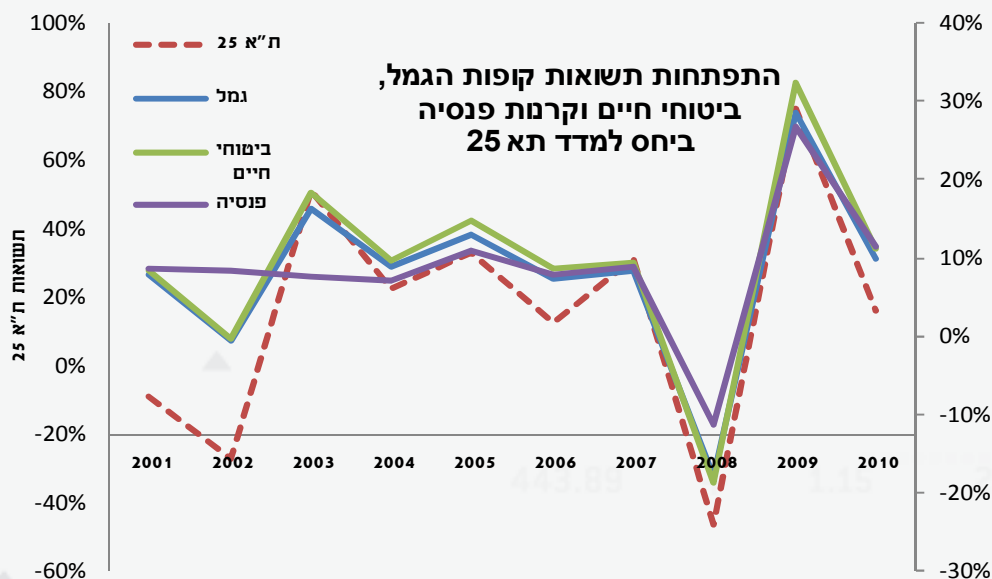
התפתחות תיק הנכסים העיקריים של חברות הביטוח בחו"ל:

- ✓ שיעור האג"ח הקונצרני המדורג ירד במהלך 2008 ועלה לרמה גבוהה יותר בשנת 2010 (ביחס לשנת 2007)
- ✓ שיעור המניות בתיקים קטן במהלך שנת 2008 ועלה לרמה גבוהה יותר בשנת 2010 (ביחס לשנת 2007)
- ✓ שיעור קרנות השקעה (מנהל תיק) עלה בצורה משמעותית בשנת 2008 עם צמצום קל בשנת 2010
- ✓ ירידה בשיעור ההשקעה בזכויות מקרקעין משנת 2007 ועד לסוף שנת 2010
- ✓ שיעור השקעה בזכויות מקרקעין בחול לא משמעותי ובעל פוטנציאל גידול



השקעות בחו"ל, מדוע?

- שוק המקומי קטן מידי, מכדי להכיל את המוסדיים המקומיים – נזילות, ריכוזיות ובעלי שליטה, גלגול התיק
- פיזור גאוגרפי מקטין סיכון?



- ✓ קורלציה גבוהה בין מדד תא 25 לתשואות (גמל, ביטוחי חיים וקרנות פנסיה) – כיוון עלויות וירידות
- ✓ קרנות פנסיה עד שנת 2004 קו שטוח בשל השפעתן של האג"ח המיועדות



חשיפות בהשקעה לחו"ל

בהתאם לכללים גופים מוסדיים רשאים להשקיע בנכסים שנסחרו או נתאגדו במדינות המדורגות בקבוצת ה-A ומעלה, יוצר חשיפה:

- סיכון הנכס הספציפי
- תנודתיות של המטבע הזר
- סיכון להורדת דירוג המדינה



התפתחות דירוגי מדינות

• מודיס מדרגת (נכון לסוף 2010) 108 מדינות, להלן התפלגות דירוגי המדינות לפי קבוצות דירוג בין השנים 1983-2010:

✓ התפתחות קבוצת הדירוג הספקולטיבית בדירוגי מדינות

✓ בסוף 2005 כ- 50% מהמדינות דורגו מעל קבוצת ה-A

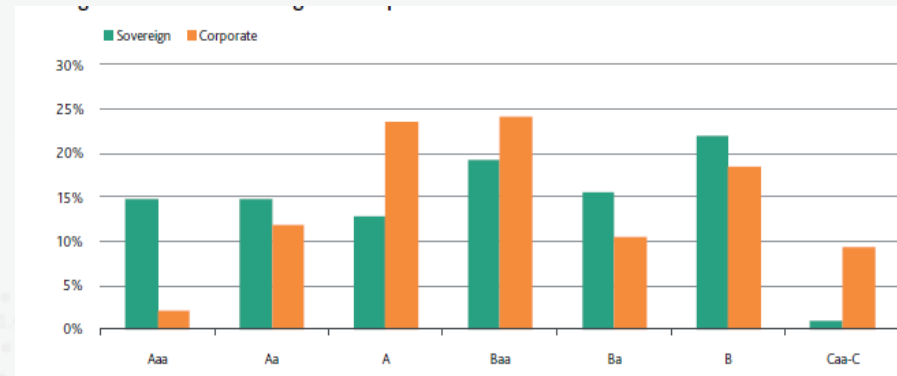
✓ בשנים 2007-2009 בעקבות המשבר הפיננסי קטן שיעור המדינות המדרגות A ומעלה, והוסט המשקל בתוך הקטגוריה לקבוצת ה-Aa אם כתוצאה מהורדת דירוג של קבוצת ה-Aa ואם כתוצאה מהעלאת דירוג מקבוצת ה-A לכלכלות שוקים מתעוררים (צילה, סין), ומדינות ערב (ערב הסעודית, כוית, איחוד האמירויות)

	1983	1990	1995	2000	2005	2010
Aaa	75%	40%	20%	14%	20%	15%
Aa	25%	30%	26%	14%	5%	15%
A	0%	17%	20%	13%	24%	13%
Baa	0%	3%	13%	21%	14%	19%
Ba	0%	7%	15%	17%	15%	16%
B	0%	3%	7%	16%	16%	22%
Caa-C	0%	0%	0%	5%	5%	1%
Investment-Grade	100%	90%	78%	62%	64%	61%
Speculative-Grade	0%	10%	22%	38%	36%	39%

• להלן התפלגות דירוגי מדינות ביחס להתפלגות דירוגי חברות לסוף 2010:

✓ שיעור גבוה יותר של מדינות מדורגות Aaa מחברות

✓ שיעור נמוך של מדינות מדורגות Caa-C מכיוון שמדינות שהגיעו לכשל נוטות בסופו של דבר להעלות את הדירוג (מדינות לא מתמזגות ולא נרכשות)





חדלות פירעון וכשל של מדינות

טבלת מדינות שהגיעו לכשל החל משנת 1983

- ✓ הכשל הראשון מאז שנת 1983 התרחש בשנת 1998
- ✓ שיעור השיקום מחושב כיחס בין הערך של החוב לפני חדלות הפירעון לבין הערך הנוכחי של החוב החדש
- ✓ שיעור השיקום של רוסיה היה 50% ושל ארגנטינה 30% המטה את הממוצע המשוקלל של שיעור השיקום כלפי מטה בשל היקף החוב ממוצע שיעור השיקום אינו בהכרח מעיד על הכשל הבא בשל מספר התצפיות הנמוך והשונות הגבוה ביניהן (גמיקה 80%)
- ✓ רוב המדינות המגיעות לחדלות פירעון מדורגות ב- Caa

מדינה	תאריך חדלות פרעון	היקף אג"ח בחדלות פרעון (מיליוני \$)	דירוג אג"ח ערב חדלות פרעון
ונצואלה	07/1998	270	Ba2
רוסיה	08/1998	72,709	Caa1
אוקרינה	09/1998	1,271	B3
פקיסטן	07/1999	1,627	Caa1
אקוודור	08/1999	6,604	B1
אוקריינה	01/2000	1,064	Caa3
פרו	09/2000	4,870	Ba3
ארגנטינה	11/2001	82,268	Caa3
מולדובה	06/2002	145	Caa1
ניקרגואה	07/2003	320	Caa1
אורגוואי	05/2003	5,744	B3
ר. דומיניקנית	04/2005	1,622	B3
בליז	12/2006	242	Caa3
אקוודור	12/2008	3,210	Caa1
ג'מייקה	02/2010	7,900	Caa1
סה"כ		189,866	
ממוצע שיעור השיקום (מנפיק)		67%	
ממוצע שיעור השיקום (היקף)		36%	

דירוג	31/12/2010		יוון
	חוב/תל"ג	מיליוני אירו	
Ca/DVLP	143%	328,588	יוון
Aa2/RUR	119%	1,843,015	איטליה
Ba2/NEG	93%	160,470	פורטוגל
Aa2/RUR	60%	638,767	ספרד
Ba1/NEG	96%	148,074	אירלנד

חדלות פירעון במדינות ה-PIIGS?

- ✓ חוב של יוון הינו כ- 328 מיליארד אירו. החשש מחדלות פירעון של יוון (שהיתה במצטבר מהקמתה ועד 2006, 50.6 שנים בחדלות פירעון ב- 5 אירועים) הינו בעיקרו מתגובת שרשרת שהאיום הגדול ביותר הינו חובה של איטליה 1,843 מיליארדי אירו



נדידת דירוגי מדינות

ממוצע נדידת דירוגי מדינות ב- 12 חודשים (1983-2010):

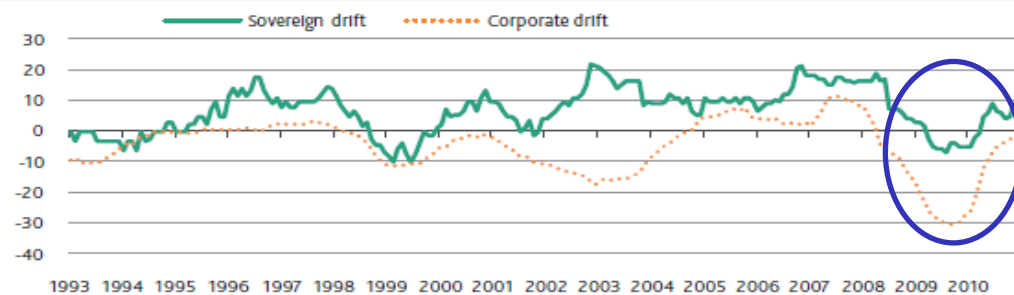
- ✓ דירוגי מדינות יציבים יותר
- ✓ מדירוגי חברות בכל קבוצות הדירוג מלבד ה-Caa-C
- ✓ בקבוצת הדירוג Caa-C נצפו העלאות דירוג לקבוצת ה-B יותר מאשר בחברות, מכיוון שכאשר מתרחש אירוע כשל במדינה, דירוגה בסופו של דבר עולה

RATING FROM:	RATING TO:								
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	Default	Withdrawn
Sovereign Issuers									
Aaa	96.78%	3.04%	0.05%	0.12%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%
Aa	5.02%	92.85%	1.05%	0.21%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.87%
A	0.00%	4.75%	91.41%	2.94%	0.53%	0.00%	0.00%	0.00%	0.37%
Baa	0.00%	0.00%	8.56%	86.76%	2.63%	0.76%	0.00%	0.00%	1.29%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	7.51%	86.04%	5.04%	0.23%	0.77%	0.40%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.37%	87.28%	3.13%	3.37%	0.85%
Caa-C	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	29.55%	46.82%	23.64%	0.00%

ממוצע נדידת דירוגי חברות ב- 12 חודשים (1983-2010):

Corporate Issuers									
Aaa	86.24%	9.29%	0.45%	0.01%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	3.97%
Aa	0.89%	84.95%	8.23%	0.39%	0.04%	0.02%	0.01%	0.02%	5.45%
A	0.06%	2.73%	85.82%	5.54%	0.53%	0.13%	0.04%	0.06%	5.09%
Baa	0.04%	0.20%	4.64%	83.72%	4.09%	0.90%	0.23%	0.20%	5.99%
Ba	0.01%	0.06%	0.38%	5.72%	73.88%	7.94%	0.71%	1.14%	10.17%
B	0.01%	0.04%	0.13%	0.34%	4.73%	73.24%	6.58%	4.23%	10.72%
Caa-C	0.00%	0.02%	0.02%	0.13%	0.43%	7.67%	62.03%	16.87%	12.83%

תנועה, נטו בדירוגי מדינות ודירוגי חברות



- ✓ בשנת 2010 מספר העלאות הדירוג של מדינות עלו על מספר הורדות הדירוג, משקף היפוך המגמה ביחס לשנים קודמות, זאת לעומת הורדות דירוג גבוהות מהעלאות דירוג בחברות
- ✓ מרבית הורדות הדירוג בשנת 2010, בוצעו באירופה
- ✓ תקופות משבר קצרות בהן מספר הורדות דירוג גבוה מהעלאות דירוג



מידרוג

נקודות לדיון

- הממוצע אינו אינדיקטור של המחזור העיסקי בכלל והמשבר הנוכחי בפרט (תקופות משבר נוטות להיות קצרות ועצימות יותר מתקופות גאות)
 - למרות מדיניות מרחיבה (פיסקאלית ומוניטרית) בהיקף חסר תקדים, אירופה עדין אינה מצליחה להתאושש ממשבר החובות וארה"ב צומחת בקצב איטי
 - בזמן משבר חברות נוטות להקטין מינוף ואת החלל שנוצר ממלאות הממשלות אשר נוקטות בהרחבה פיסקאלית המגדילה את חוב המדינה ע"ח חובות התאגידים, המגדיל את הסיכוי לחדלות פירעון (אירלנד)
 - שיעור שיקום ממוצע של מדינות (36%) נמוך משיעור השיקום הממוצע של חברות (45%)
- בעת הנוכחית הסיכון לחדלות פירעון או הורדות דירוג של מדינות גבוה מהממוצע של ה-30 שנים אחרונות



מקורות

- MOODY'S
- משרד האוצר
- בנק המרכזי האירופאי (ECB)
- Euronext