

נספח א'-1: התפתחויות בשווקים העיקריים בשנת 2000

(א) ההתפתחויות הכלכליות

קצב הצמיחה במשקים העיקריים עלה בשנת 2000 לעומת 1999: התמ"ג בארה"ב עלה ב-5.0% לעומת 4.2% אשתקד; באזור האירו, בבריטניה וביפן היה קצב הצמיחה מתון יותר (3.4%-1.7%), אך כל אחד מהם היה גבוה מזה של 1999 בכאחוז אחד. עליית קצב הצמיחה בלטה במיוחד במחצית הראשונה של השנה, ואילו במחצית השנייה היה גידול התמ"ג מתון יותר. הרקע לגיאות במחצית הראשונה ולהתמתנותה בשנייה היה התפתחויות בצריכה, בהשקעה ובסחר הבין-לאומי. בארה"ב המשיך נפח רכישות הצרכנים להוות אחוז גבוה מהכנסתם, ובשלב מסוים אף עלה עליה, כך שנוצר, באופן נדיר, שיעור שלילי של חיסכון פרטי. בד בבד המשיך המגזר העסקי להשקיע בגורמי ייצור, אף שזרימת ההון לחברות בענפים הטכנולוגיים הצטמצמה עם הירידה של מחירי המניות בתחום זה. המשיך השקעה פרטית בצד רמת צריכה גבוהה התאפשר בארה"ב על ידי צבירת עודף בתקציב הממשלתי, ובעיקר על ידי גירעון בחשבון השוטף של המדינה. מקור המימון לגירעון בחשבון השוטף של ארה"ב היה עודף בחשבון השוטף של מדינות אחרות, ובעיקר של יפן, שבה התמונה היא הפוכה: צמיחה חלשה, רמה נמוכה יחסית של צריכה פרטית ושיעור גבוה של חיסכון פרטי, מלווים בגירעון ממשלתי גבוה ובעודף ניכר בחשבון השוטף.

את קצב הצמיחה הגבוה יחסית במדינות המפותחות ליוותה דאגה הולכת וגוברת לגבי קצב האינפלציה הצפוי, בין היתר על רקע עלייה ניכרת של מחיר הנפט, מ-19\$ לחבית, בממוצע, ב-1999 לכ-31\$, בממוצע, ב-2000. קצב האינפלציה בארה"ב הסתכם ב-3.4%, לעומת 2.2% ב-1999, ובאזור האירו - ב-2.3% לעומת 1.1% אשתקד. עליית האינפלציה באירופה גרמה לחריגה מהתחום של יציבות המחירים שנקבע על ידי הבנק המרכזי. חריגה זו נעוצה, ככל הנראה, בגורמים שאינם בשליטת הרשות המוניטרית - כחוסר גמישות בשוק העבודה, ופיגור מסוים, יחסית לארה"ב, בקטיף הפירות של מהפכת האינטרנט במונחי פריין העבודה. גורם נוסף המוזכר בהקשר זה הוא היחלשות האירו.

(ב) התפתחות שערי החליפין

שנת 2000 עמדה בסימן התחזקות של הדולר של ארה"ב לעומת יתר המטבעות העיקריים. בלט בחולשתו האירו, שירד, מתחילת השנה עד אמצע נובמבר, בכ-17% לעומת הדולר. בשבועות האחרונים של השנה הוא התחזק, וסיים את השנה בירידה של 6%. בד בבד נחלשו לעומת הדולר, על פני השנה, הלירה שטרלינג והיין היפני - בכ-8% וכ-10%, בהתאמה.

(ג) התפתחות שיעורי הריבית והתשואות

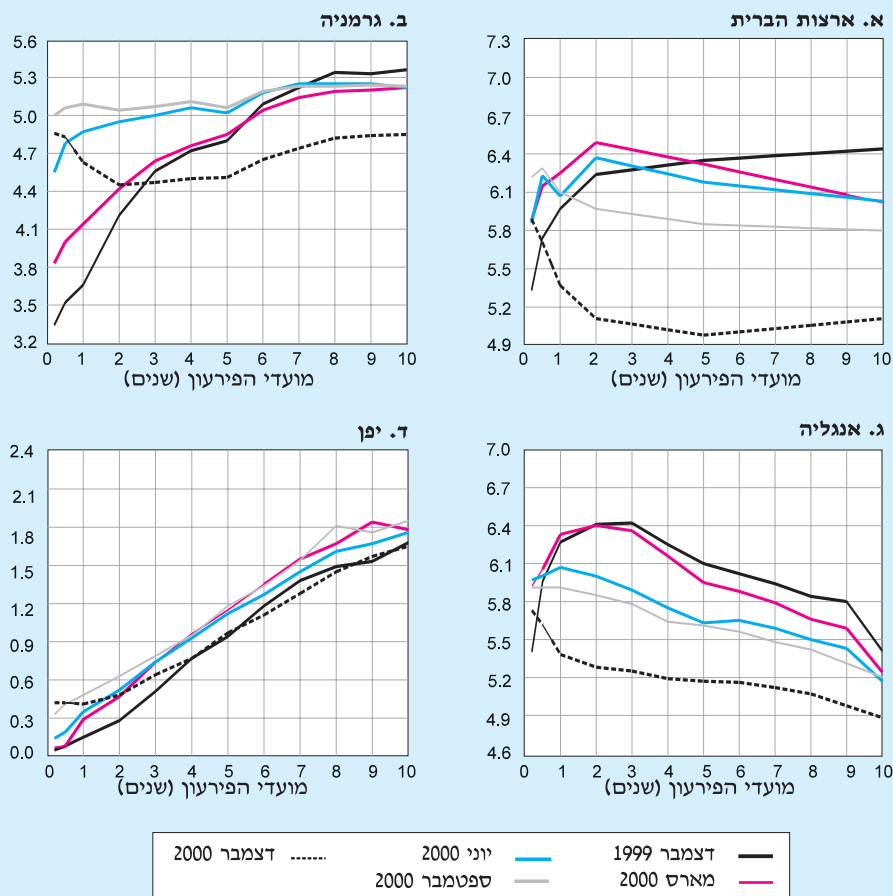
ההאצה בקצב עליית המחירים הביאה למגמת עלייה בשיעורי הריבית של הבנקים המרכזיים במשקים המפותחים. בארה"ב המשיך ה-Federal Reserve בסדרה של העלאות ריבית שבה התחיל באמצע 1999. עליות אלו הסתכמו ב-1.75%, והאחרונה בסדרה זו בוצעה במאי 2000. מאז ועד סוף השנה עמדה הריבית לזמן קצר בארה"ב על 6.5%. הבנק המרכזי האירופי, שהיה ער גם להשפעה השלילית של היחלשות המטבע ולצורך לרכוש מוניטין בעיני ציבור המשקיעים, העלה אף הוא את הריבית לזמן קצר ב-1.8%, אף על פי ששיעור האבטלה במדינות האיחוד המוניטרי גבוה מן הרצוי. בבריטניה העלה ה-Bank of England את הריבית בתחילת השנה רק בחצי אחוז, והוא עמד על 6% ברוב חודשי השנה. ביפן נשארה הריבית קרובה לאפס.

בשווקים של איגרות החוב הממשלתיות בארה"ב וביבשת אירופה, אופיינה תחילת השנה במגמות של עליית תשואות. עד סוף השנה התהפכו מגמות אלו, אף כי נקודת התפנית לא הייתה אחידה בשני השווקים. בארה"ב, התשואה על איגרות חוב ממשלתיות, העומדות לפירעון בעוד שנתיים, עלתה בכ-60 נקודות בסיס מתחילת השנה עד אמצע חודש מאי, מ-6.3% ל-6.9%, ואז ירדה ב-180 נקודות בסיס, ל-5.1%, עד סוף השנה. בשוק איגרות החוב של ממשלת גרמניה, המהווה עוגן לשוק איגרות החוב הממשלתיות באזור האירו, עלתה התשואה על איגרות חוב לשנתיים בכ-100 נקודות בסיס עד חודש אוגוסט, מ-4.3% ל-5.3%, ואז ירדה בכ-80 נקודות בסיס, בחודשים האחרונים של שנת 2000, לכ-4.5%. לעומת זאת בבריטניה שררה מגמה של ירידת תשואות לאורך השנה; התשואה על איגרות חוב ממשלתיות לשנתיים ירדה מ-6.6% ל-5.3%, כ-130 נקודות בסיס.

דיאגרמה נ'א'1-1

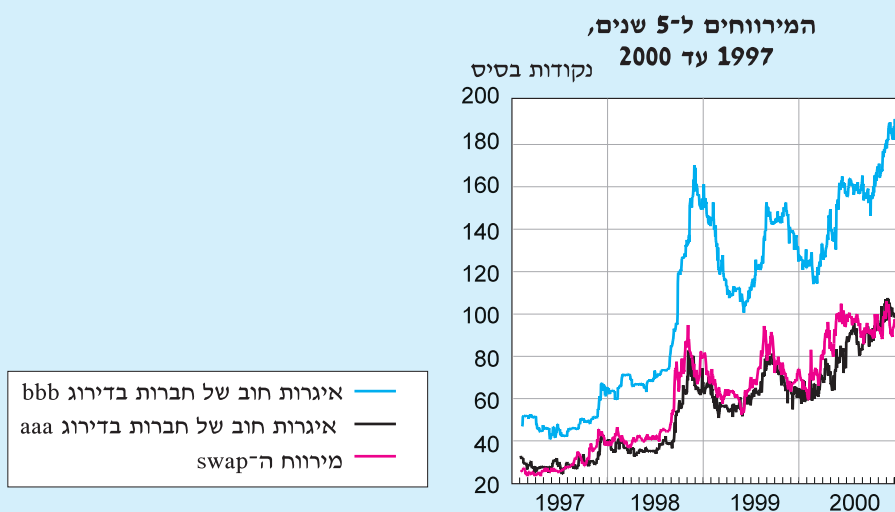
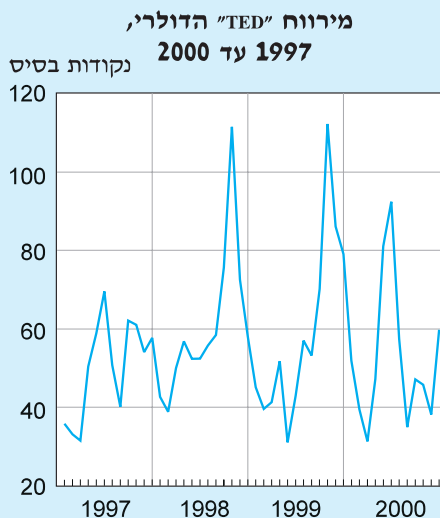
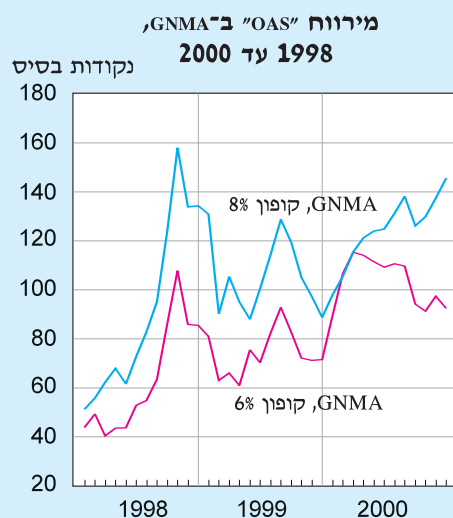
עקומי התשואה של איגרות חוב ממשלתיות, 2000

(אחוזים)



המקור: בלומברג.

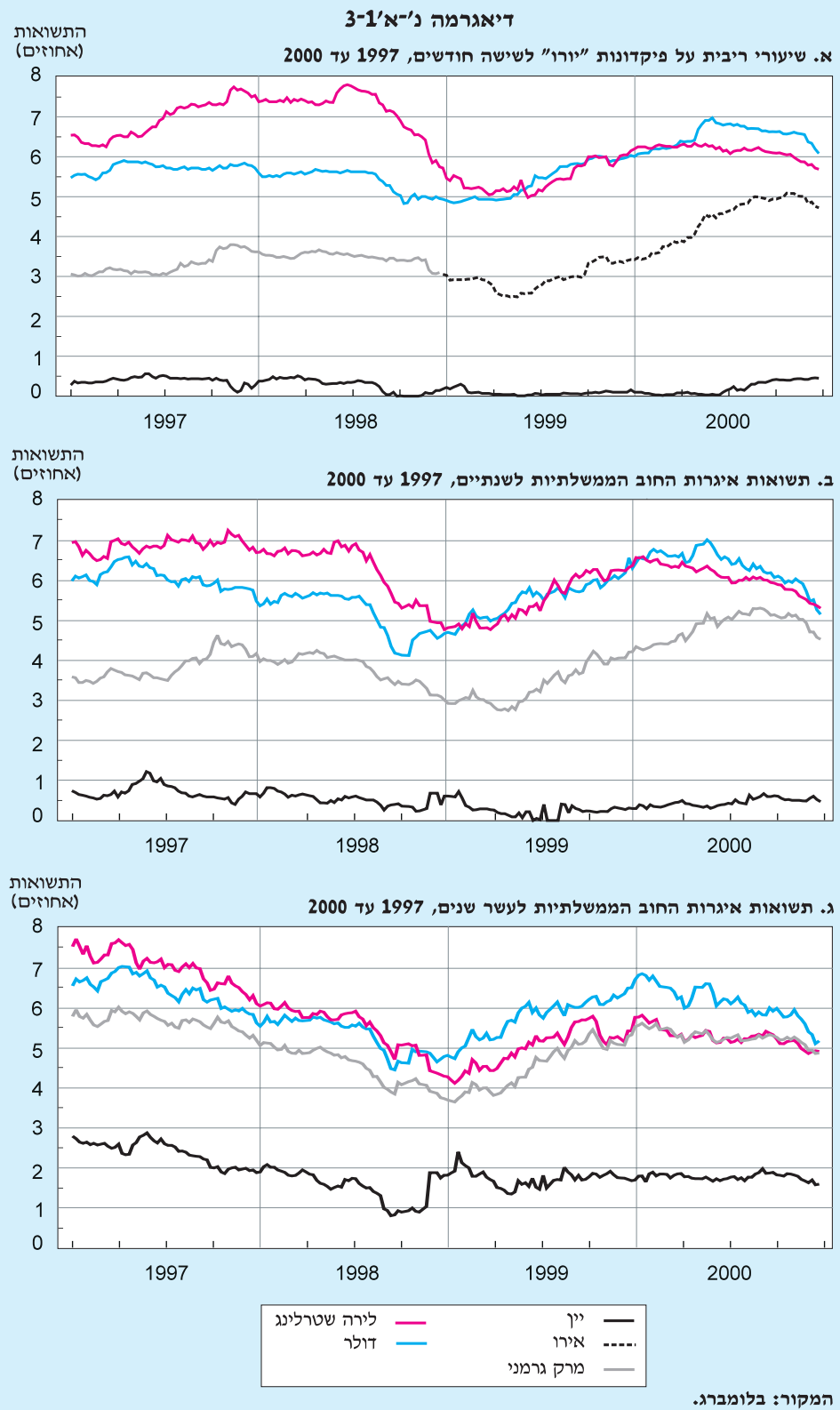
דיאגרמה נ"א-1'2

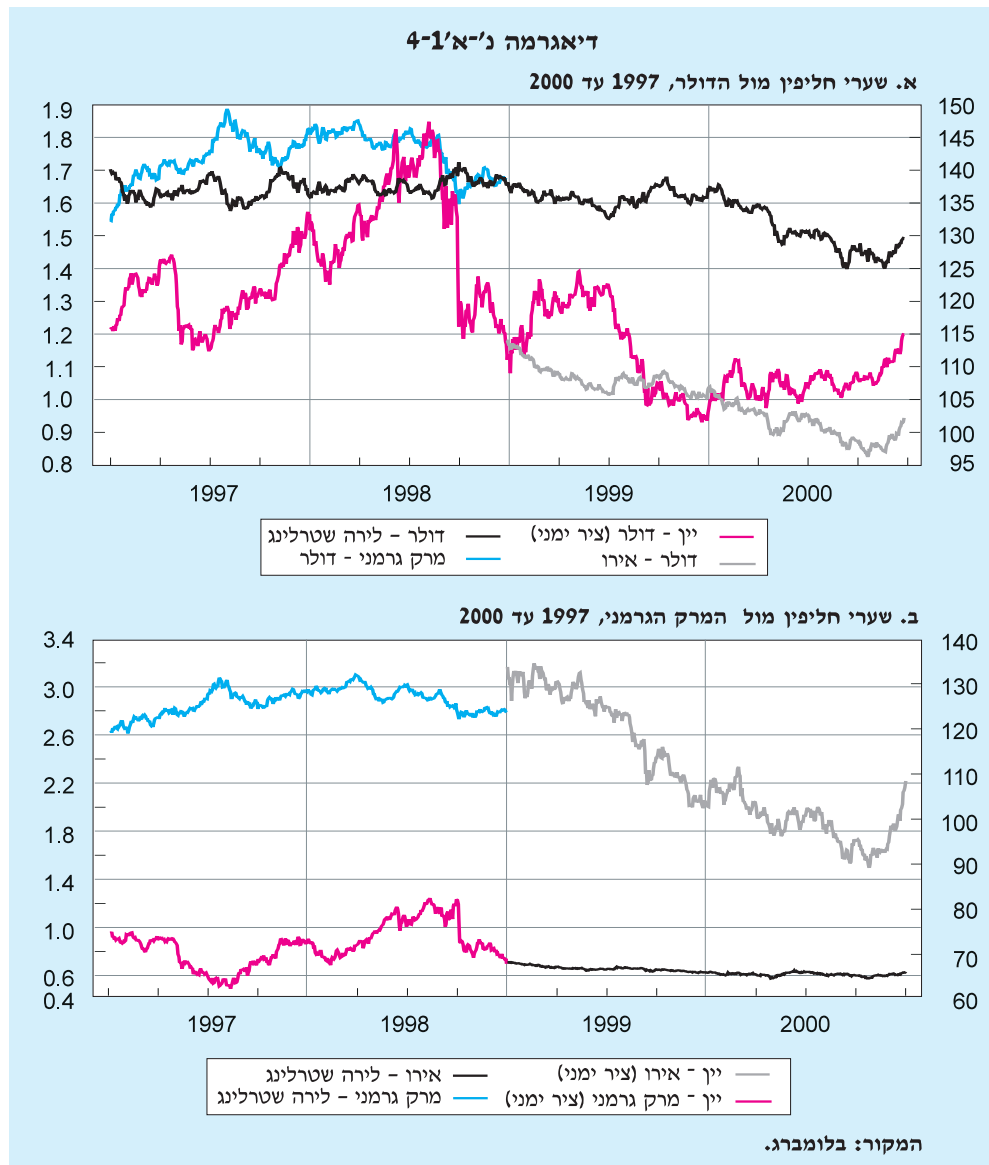


המקור: בלומברג וסלומון אנליטיקס.

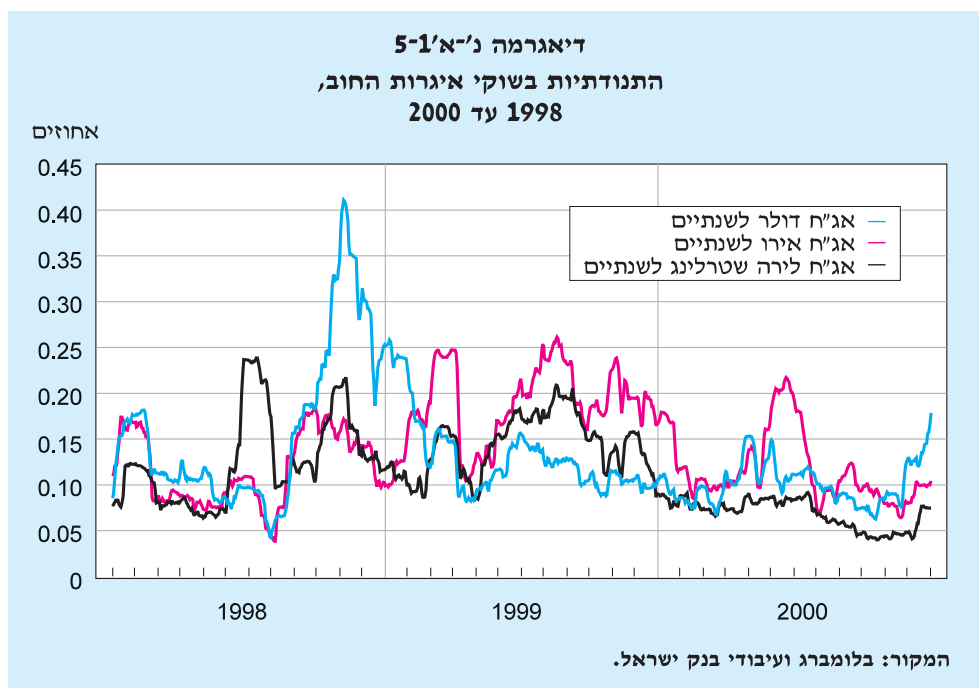
בשווקים שנזכרו ירדו במשך השנה גם התשואות לזמן ארוך - בתגובה על העלאת הריבית לזמן קצר, התפתחות שגרמה לשינויים בצורות של עקומי התשואה. עקום התשואה בארה"ב, ששיפועו בתחילת השנה היה חיובי ובגודל של 110 נקודות בסיס באזור של 5-0 שנים לפירעון, סיים את השנה עם שיפוע שלילי של 90 נקודות בסיס, בקירוב, באותו אזור. הירידה בקצה הארוך של עקום התשואה בארה"ב שיקפה גם את השפעתן של הרכישות של איגרות החוב הממשלתיות על ידי האוצר האמריקאי, שבוצעו כדי לצמצם את נפח החוב הציבורי בהתאם לעודפים שנצברו בתקציב. בבריטניה היה לעקום התשואה שיפוע שלילי באזור שמעל שנתיים לפדיון בתחילת השנה, ובסופה היה לו שיפוע שלילי לכל אורכו. באיזור האיר, תגובת צורת העקום על עליית הריבית הייתה מתונה יותר, והוא עבר משיפוע חיובי לצורה שטוחה. ביפן נעו התשואות-לפדיון של איגרות חוב ממשלתיות לשנתיים בטווח של 0.3%-0.6%.

חלק א', השקעת יתרות מטבע החוץ





מן הראוי לציין גם את ההתרחבות שהייתה במהלך השנה במירווח התשואות בין מכשירי חוב המונפקים על ידי ממשלות ובין אלה שבערבות פרטית בעלת דירוג גבוה. מירווח זה, שהוא גורם מכריע בקביעת התשואה על סוגים רבים של מכשירי חוב, כגון Eurobonds, נמדד על ידי הפרש התשואות הגלום בעסקות החלף. במהלך שנת 2000 עלה מירווח זה בכ-28 נקודות בסיס, מ-0.70% ל-0.98%.



נספח א'-2: מונחים והבהרות

איגרות חוב הנמכרות בשווקים הפיננסיים שמחוץ לארץ של המטבע שבו הן נקובות.	Eurobonds
איגרות חוב המגובות במשכנתאות, המונפקות על ידי ה-Government National Mortgage Association, בערבות מלאה של ממשלת ארה"ב.	GNMA
קיצור של Repurchase agreement, קנייה של נייר ערך בד בבד עם התחייבות למכור אותו בחזרה, בתאריך עתידי, במחיר ידוע. מבחינה כלכלית העסקה זהה להלוואה המגובה בעירבון (נייר הערך). כאשר בנק ישראל קונה את נייר הערך למכירה עתידית, העסקה נקראת Repo Reverse; במצב ההפוך היא נקראת Repo.	repo, reverse repo
קיצור של Treasury Inflation-Protected Security, איגרת חוב של ממשלת ארה"ב הצמודה למדד המחירים לצרכן.	TIPS
קיצור של Value at Risk; ההפסד הגדול ביותר הצפוי, בהסתברות נתונה, בתוך פרק זמן מוגדר. ראו תיבה א'-8.	VaR
היחס בין שינוי קטן בערך של מכשיר חוב, כאחוז מערכו הקודם, ובין השינוי בתשואה-לפדיון (בסימן ההפוך) של המכשיר, המלווה אותו. נמדדת ביחידות זמן. מונח נרדף: מח"ם.	אריכות modified duration
האריכות הממוצעת של תיק מכשירי חוב (שהאריכות של כל נכס בתוכו משוקללת לפי משקלו בתיק) היא המדד המקובל לאמידת סיכון הריבית של התיק. אולם, לפי הגדרתה, האריכות מודדת רגישות לשינויים מקבילים וקטנים בעקום התשואות. בפועל, תזוזות העקום מלוות לעתים קרובות בשינויים בשיפועו. האריכות החלקית באזור ספציפי של העקום מתקבלת על ידי מכפלת האריכות של הנכסים המושקעים באותו אזור במשקלם בתיק, והיא מודדת את סיכון התיק לשינוי מקביל באותו אזור בלבד. סכום האריכויות החלקיות על פני העקום שווה לאריכות של התיק כולו.	אריכות של תיק, אריכות חלקית portfolio duration, partial duration
נכסים פיננסיים, המונפקים על ידי גורמים זרים, הנקובים במטבע חוץ (לרבות זהב), והם בבעלות ובשליטה הבלעדית של הבנק המרכזי ואינם משועבדים בכל דרך שהיא.	יתרות מטבע חוץ foreign currency reserves
הנהלים והשיטות שקבע משקיע לגבי השקעותיו, בהתאם להעדפות, ליעדים ולאסטרטגיות ארוכות הטווח שלו.	מדיניות השקעה investment policy
שיעור התשואה המתקבל כשהערכים השוטפים של כל הנכסים מוכפלים בשערי ההמרה השוטפים של מטבע או סל מסוים.	מונחי מטבע (למשל מונחי דולרים) currency terms (e.g. US dollar terms)
שיעור התשואה שהיה מתקבל אילו קצב השינוי בתקופה הנדונה היה נמשך במשך שנה אחת.	מונחים שנתיים annual terms
ההפרש בין התשואה-לפדיון של איגרת חוב ממשלתית ובין הריבית הקבועה שצד אחד משלם לשני בהסכם החלף (ע"ע) לתקופה דומה.	מירווח החלף swap spread

חלק א', השקעת יתרות מטבע החוץ

ההפרש בין התשואות-לפדיון של שני מכשירי חוב.	מירווח תשואה	yield spread
קיצור של מירווח Treasury-Eurodeposit. ההפרש בין התשואה-לפדיון של איגרת חוב ממשלתית העומדת לפירעון בתוך זמן קצר לבין הריבית על פיקדון הנפרע במועד דומה.	מירווח TED	TED spread
ההרכב המטבעי שנקבע כסמן לתיק היתרות. ראו תיבות א'-1 וא'-3.	נומרי	numeraire
היכולת לממש נכסים ללא דיחוי וללא פגיעה בערכם.	נזילות	liquidity
הערך של תכונה מסוימת של תיק כשהוא במצב חסר סיכון.	נייטרלי	neutral
נכס שתשואתו לפדיון מורכבת מהתשואה של נכס אחר (כגון איגרת חוב ממשלתית) ועוד מירווח תשואה, המשתנה, בדרך כלל ברציפות ובמתינות, בהתאם לשינויים בהיצע ובביקוש לנכסים מהסוג הנדון.	נכס מירווח	spread asset
שינוי בשיעור של 0.01 אחוז; חלק אחד מתוך עשרת אלפים.	נקודת בסיס	basis point
מדד סטטיסטי למידת הפיזור של ההתפלגות סביב התוחלת שלה, המשמשת לעתים קרובות קנה מידה להיקף החשיפה לאי-ודאות. ע"ע תנודתיות .	סטיית תקן	standard deviation
החשיפה לאפשרות של הפסד בגלל מחדל בתשלום חובות במועד - של מנפיק, של מוסד פיננסי או של מדינה - או כתוצאה משינויים בהערכת גורמים בשוק את ההסתברות של אירוע כזה.	סיכון אשראי	credit risk
החשיפה לאפשרות של הפסד כתוצאה משינויים בשערי החליפין.	סיכון מטבעי	currency risk
החשיפה לאפשרות של הפסד כתוצאה משינויים בשיעורי הריבית או בתשואות-לפדיון.	סיכון ריבית	interest-rate risk
תיק היפותיטי, הבנוי על פי כללים מוסכמים מראש, ומשמש קנה מידה להערכת ביצועיו של מנהל תיק השקעות ועוגן לניהול הסיכונים של התיק. ראו תיבה א'-5.	סמן	benchmark portfolio
הסכם להעביר או לשעבד את הבעלות על נכסים פיננסיים, כגון מטבע חוץ או נייר ערך.	עסקה	trade
זוג עסקאות, שבאחת מהן נקנה נייר ערך נקוב במטבע שונה ממטבע התיק שבו הוא מוחזק, ובשנייה מבוצעת המרה עתידית ממטבע נייר הערך למטבע התיק. ההמרה העתידית נעשית למועד הפירעון של נייר הערך ובסכום שווה לסכום שיתקבל בעת פירעונו.	עסקה סינתטית	synthetic trade

הסכם ארוך טווח, שלפי תנאיו על צד אחד לשלם לצד השני את הריבית על סכום כסף מסוים ("הקרן הרעיונית") לפי שיעור ריבית נידת ידוע (כגון LIBOR), ואילו הצד האחר משלם לראשון את הריבית על הקרן הרעיונית לפי שיעור ריבית קבוע שנקבע בהסכם. סדרת שיעורי הריבית הקבועים השוררים בשוק נקראת עקום ההחלף , וההפרש בינו לבין עקום התשואות הממשלתי במועד מסוים נקרא מירווח ההחלף (ע"ע) לאותו מועד.	עסקות החלף (ריבית) swap (interest rate)
סדרת תשואות-לפדיון של איגרות חוב עם מועדי פירעון שונים, בעלות מאפיינים משותפים (כגון איגרות החוב של ממשלת מדינה מסוימת במטבע המקומי).	עקום תשואות yield curve
איגרת חוב של ממשלת ארה"ב.	שטר אוצר treasury bill, note or bond
תיק שבו לא נשקפים למשקיע לא הפסדים ולא רווחים.	תיק חסר סיכון risk-free
הגודל של סטיית התקן (ע"ע) של התפלגות תשואות ההחזקה של נכס פיננסי, כגון נייר ערך או תיק, על פני פרק זמן מוגדר (יום, שבוע וכו'). היא מחושבת, בדרך כלל, על פי תשואת ההחזקה הלוגריתמית. $\log(1+y)$, כאשר y הוא תשואת ההחזקה הפשוטה.	תנודתיות volatility
תשואת ההחזקה, במונחים שנתיים, שהייתה מתקבלת מהחזקת מכשיר חוב עד למועד פירעונו הסופי, אילו היה ניתן להשקיע את כל תזרים המזומנים שלו באותו שיעור תשואה עד לתאריך הפירעון הסופי. מונח נרדף: תשואה פנימית.	תשואה-לפדיון yield to maturity
שיעור השינוי בערכו של נכס או תיק על פני תקופה מוגדרת.	תשואת החזקה holding-period rate of return