



להשקיע במדד הפחד עם קצת עזרה מהמזל

כשה-VIX, המודד את סטיות התקן הגלומות באופציות על S&P, נמוך מ-14 נקודות, הוא בר"כ עולה חזרה • להרוויח מכך זה לא כ"כ פשוט



צילום: 3dfoto/Shutterstock. g.k.d.a.com קראייטיב

איך תעקבו אחר מדד הפחד?

הערות	גוף מנהל	תעודה
עוקבת אחר אופציות לזמן קצר	IPATH	VXX
עוקבת אחר אופציות לטווח בינוני	Proshares	VIXM
ניהול דינמי	IPATH	XVZ

שגם במקרה הזה, שחיקת זמן של שלושה שבועות הביאה להפסד. מכיוון שבהשקעות אלו ישנו רכיב גדול של ספקולציות ותזמון, אולי פשוט עדיף לוותר עליהן ולהתמקד בפיוור וניהול המתאם בין ההשקעות על מנת להגן על התיק מירידות. ●

הכותב הוא כלכלן ראשי במנורה מבטחים בית השקעות, שעשויה להיות בעלת עניין אישי בנושא. אין בכתוב תחליף לשיעור המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם

ה-VIX, היא כנראה שילוב של השקעה בקצוות, עם קצת עזרה מהמזל. כאשר המודד נמוך מ-14 נקודות, הוא בר"כ עולה חזרה. למרות זאת, אם התיקון לא מתרחש מיד לאחר רכישת התעודה, סטיית התקן תישק ולא תיהנו מהעלייה, כשזו תגיע. לדוגמה, ב-17 בינואר עמד ה-VIX על 13.5 נקודות. תעודת הסל VXX נסחרת באותו היום סביב 25.5 דולר. ב-3 בפברואר המודד נסגר בשער של 14.67 נקודות - 8.5% גבוה יותר; ואילו תעודת הסל נסחרת במחיר של 24.6 דולר - כ-4% נמוך יותר. כך

היא כ-25%, הרי בסמוך לפקיעה היא תגיע ל-15%. במילים אחרות, אם עוקבים אחר מדד ה-VIX על ידי אופציות לטווח קצר, הרי ככל חודש נאלץ להתמודד עם הירידה המובנית בסטיית התקן. ברור שבמצב שבו סטיית התקן יורדת ככל שמתקרבים לפקיעה, לא ניתן להרוויח. לצורך כך קמו תעודות הסל לטווח בינוני.

הופעת אורח
חיים נתן

תעודות אלו חשופות פחות לפגיעת הזמן, אך גם הן לא מצליחות למנוע את התופעה. תופעה נוספת מתחום הנגזרים המביאה להפסדים בתעודות נקראת "קונטנגו" - מצב שבו הנגזרים בעלי זמן ארוך יותר לפדיון הם יקרים יותר. זהו מצב טבעי, שנובע למשל מעלויות אחסון וריבית, אך הוא מביא להפסדים במצב של גלגולי חושים תכופים. גם על כשל זה מנסות להתגבר תעודות הסל לטווח בינוני והתעודות הדינמיות. להערכתנו, הדרך היחידה להצליח להרוויח מעליית

העוקבות אחר ה-VIX. ההבדלים בין התעודות נובעים מהאופן שבו התעודה מנסה להשיא את תשואת המדד (אופן ההתכנסות). יש תעודות העוקבות אחר אופציות לטווח קצר, ויש העוקבות אחר אופציות לטווח בינוני. אולם ההבדל בין תעודות הסל, שנראה אולי זניח, הוא מהותי ביותר. התעודה הקצרה, VXX, ירדה ב-2012 כ-70%, בעוד התעודה הבינונית, VXZ לדוגמה, ירדה ב-53%. התעודה הדינמית הפסידה "רק" 18.6% - בדומה לירידת המדד.

רכיב גדול של ספקולציות ותזמון

כיצד קורה שבעת שהמדד יורד בכ-20%, תעודות הסל נחתכות ביותר מ-50%? הסיבה לכך טמונה כאמור בדרך שבה מתכנסות תעודות הסל. בדרך כלל יורדות סטיות התקן הגלומות באופציות ככל שמתקרבים לפקיעה. אם, למשל, סטיית התקן הגלומה באופציה חודשיים לפני הפקיעה,

פני כשבועיים היה יום מסחר שבו זינק מדד הפחד (VIX) בכ-14%. העלייה התוך-יומית החדה הביאה את המדד לחצות שוב את רף ה-14 הנקודות, אך מרבית תעודות הסל לא נהנו מהעלייה. התעודה VXX, העוקבת אחר המדד, עלתה רק בכ-7% באותו היום - כחצי מעליית המדד. ההתנהגות הזו, של תשואת חסר, נמשכת לאורך זמן, ובעצם רוב הסיכוי הוא שהשקעה ב-VIX תביא אתכם להפסד. מדד VIX, המחושב על ידי הבורסה בשיקגו, מודד את סטיות התקן הגלומות באופציות על מדד S&P. באופן היסטורי, ניתן לומר שה-VIX נע בין 14 נקודות ל-30 נקודות. קריסתו של ליהמן ברדרס הביאה את המדד אפילו ל-80 נקודות. להבדיל, האופוריה של השבוע שעבר הביאה את המדד לשפל של 12 נקודות. ככל שהתנודתיות גבוהה יותר (מדד גבוה יותר), כך הפחד רב יותר - דבר שמגיע כמובן בתקופות של ירידות. בעקבות קריסת ליהמן ברדרס נפוצו מאוד תעודות הסל

הגנה כפולה בתיק מוטה ארה"ב

החזקה משולבת של תעודות הסל TBF ו-VTIP מספקת כיסוי לתסריטים שונים הרלוונטיים לכלכלה האמריקנית, ומעניקה בעקיפין גם הגנה למי שמחזיק אג"ח ממשלת ישראל במח"מ ארוך

לדוגמה: אג"ח ל-10 שנים בארה"ב נסחרו לפני כשבועיים ב-2.01% שנת, ואילו בישראל אג"ח ממשלתית שקלית (שחר) לאותה תקופה עומדת כיום על 4.09%. כלומר, הפער מהבנצ'מרק עומד על 2.08%, והוא נשמר כל עוד הדירוג של מדינת ישראל (A פלוס, לפי S&P) נשאר באותה רמה. ניכרת אם כך השפעה של אג"ח ממשלת ארה"ב על אג"ח ממשלת ישראל, ולכן הפוזיציה מעניקה הגנה מפני עליית תשואות ועלייה בציפיות אינפלציוניות בארה"ב, וכן על האג"ח הממשלתיות הארוכות בישראל. ●

הכותבים הם מנכ"לים משותפים באביב-שגב ניהול השקעות בע"מ; אבי שגב משמש מנהל השקעות ראשי בבית ההשקעות

של ארה"ב. כאמור, כנגד מצב זה נותנת תעודת ה-TBF הגנה. נשוב אל ה-VTIP: במקרה של תוכנית פיסקלית וצמצום משמעותי של הגירעון, התשואות על אג"ח ארה"ב צפויות לרדת לפחות בטווח הקצר. מכאן שאנו ממליצים לשלב גם החזקה של תעודה זו בתיק למקרה של ציפיות לעלייה של האינפלציה, משום שתעודה זו נותנת כאמור חשיפה לאג"ח צמודות מדד.

שילוב שורט ולונג

השקעה בשתי התעודות האמורות היא מעין שילוב בין פוזיצית שורט ופוזיצית לונג על אג"ח של ארה"ב. אולם הדבר מעניק למעשה הגנה גם מפני עליית תשואות של אג"ח ממשלת ישראל השקלית והצמודות הארוכות, אשר מתנהגות בהתאם לשינויים באג"ח ממשלת ארה"ב.

בארה"ב, הולך ומתקרב. מהלך כזה אמור להשפיע על עקום תשואות האג"ח הממשלתי הארוך, שיתחיל לשנות כיוון כלפי מעלה, ומחיר האג"ח יירד. תסריט נוסף נוגע לעניין הדיונים הקרובים אודות תקרת החוב האמריקנית וצמצום הגירעון. כידוע, בחודשים הקרובים יצטרפו הרפובליקנים והרמוקרטים

הופעת אורח
דנה אביב-אופיר
מנכ"ל שגב

להגיע להכנות על תוכנית פיסקלית, שתאפשר את השגת המטרות שעל הפרק. אנו סבורים, כי הגעה להסכמה לא תהיה פשוטה לנוכח הפערים המשמעותיים בין הצדדים. אי-הסכמה פירושה אפשרות של הורדת דירוג ממשלת ארה"ב, ובמקרה זה תיתכן עליית תשואות וירידת מחירי האג"ח

העלאת הריבית בטווח הקצר-בינוני. התעודה השנייה, VTIP, מחזיקה באג"ח מסוג Tips, אשר צמודות למדד. בתעודה זו האג"ח הן לטווח של עד 5 שנים בלבד, אג"ח במח"מ קצר-בינוני, והתעודה נותנת מענה למי שחושש מפני עליית האינפלציה.

תעודת TBF יכולה להועיל במספר תרחישים שעשויים להתקיים בטווח הקצר, והראשון שבהם הוא המשך התאוששות הכלכלה האמריקנית. ככל שמתפרסמים נתוני מקרו חיוביים יותר בשווקים הגלובליים, ובעיקר בארה"ב, סיומן של ההרחבות המוניטריות, שמופעלות כיום בשוק על ידי הבנק הפדרלי

מאמר זה אנו מבקשים להציג שתי תעודות סל, שאנו מוצאים שכדאי לשלב באחרונה בתיקי ההשקעות, בעיקר בעלי חשיפה לשוק האמריקני: TBF (Proshares Short 20 Year Treasury - Vanguard Shrt) ו-Prot Sec idx-Term Infl (ETF). השילוב בין שתי התעודות הללו מעניין, משום שהוא מספק כיסוי לתסריטים שונים שהם רלוונטיים לכלכלה האמריקנית, ומעניק בעקיפין גם הגנה למי שמחזיק אג"ח ממשלת ישראל במח"מ ארוך (מעל 10 שנים). התעודה הראשונה, TBF, היא תעודת סל שורט, אשר נותנת חשיפה הפוכה לאג"ח ממשלת ארה"ב מעל 20 שנה. לכן, היא רלוונטית למי שמאמין כי צפויה עליית תשואות של איגרות החוב הממשלתיות בארה"ב ו/או