

12 ינואר 2009

משה עומר

## ארביטראז'ים לשנה החדשה

ההערכות הכלכליות הקודרות המקדמות את פניה של שנת 2009 נמהלות בימים אלו בתקווה/כמיהה המתבססת על ההערכה כי המחירים הנמוכים של נכסים פיננסיים כבר מגלמים כמעט את כל הרע האפשרי, ולפעמים אף מעט יותר מכך. עבור מנהל ההשקעות הממוצע, הנטייה הטבעית במצב כזה היא כמעט תמיד להמתין עוד קצת, עד שתתבהר התמונה מעט יותר.

אלא שההמתנה הזו נעשית עצבנית יותר מהרגיל לנוכח ההזרמה המאסיבית של כספים על ידי הפד לבנקים, ובאחרונה אף לקרנות גידור. אף אחד לא רוצה להישאר מאחור כשהרכבת מתחילה לנסוע. עד כה הבנקים בארה"ב מנתבים כמעט לחלוטין את עודפי הנזילות האדירים הללו לפיקדונות אצל הפד, אך אחת השאלות הגדולות של 2009 היא מתי יתחילו הבנקים להסיט את הכספים הללו לשווקים או למתן אשראי (תלוי את מי שואלים – את הפד או את מנהלי הבנקים). אחת האפשרויות היא כמובן תחילת 2009 – מיד לאחר סגירת המאזנים של הרבעון הרביעי.

כך או כך, מנהלי ההשקעות נקרעים כיום בין הפחד שנצרב כאות של אש על מצחם במאסר וביולי ובאוקטובר של 2008, לבין הרצון להיכנס לשוק במחירים נמוכים בראייה היסטורית. עבור אלה שלא רוצים להישאר בחוץ כשכולם חוגגים, אך חוששים מהתמשותת כמה מהתרחישים הפחות אופטימיים במישור הכלכלי והפיננסי, קיימת אפשרות שלישית, שמקורה בעיוותים החמורים בתמחור סיכון בשווקים. להלן שתי הצעות השקעה.

### 1. המרווח בין אג"ח ל-CDS

בטרייד הזה כבר נכוו טובי המשקיעים שהקדימו להיכנס אליו, כמו למשל הנוסטרו של דויטשה בנק אשר עלה לכותרות בארץ באחרונה עם הפסד של מיליארד דולר. הרעיון הוא לרכוש אג"ח קונצרני במרווחים גבוהים היסטורית, ולגדר אותו על ידי רכישת הגנה ב-CDS במרווח נמוך משמעותית. כך נפטרים כמעט לחלוטין מסיכון האשראי, ונותרים עם הכנסה נאה שלא הייתה מביישת השקעות באג"ח זבל רק לפני שנה ומחצה.

CDS הינו חוזה דו-צדדי, בו צד אחד משלם פרמיה (מרווח) לצד השני, תמורת נכונותו של הצד השני לקחת על עצמו את סיכון האשראי של חברה מסוימת. לדוגמה, אם ברצוני לרכוש הגנה מפני חדלות פירעון באג"ח של CITIBANK שברשותי (נניח 5 מיליון דולר), אני יכול להתקשר עם Bnp Pariba

בעסקת CDS שערכה הנקוב 5 מיליון דולר. תמורת תשלום של כ- 2% לשנה, 100 אלף דולר, Bnp יתחייב לשלם לי 5 מיליון דולר במקרה של חדלות פירעון של CITIBANK. בתמורה אני אעביר לו את אג"ח CITIBANK שהחזקתי, שמחירו בשוק יהיה נמוך מאוד.

מאחר שעסקה כנ"ל מבטלת למעשה את סיכון האשראי הגלום ברכישת אג"ח CITIBANK, אין כל סיבה לקבל פיצוי בגין כניסה לעסקה כזו בימים כתיקונם – כלומר, המרווח שארוויח על האג"ח והמרווח שאשלם על ה-CDS אמורים להיות זהים, או קרובים מאוד. ואכן, בשנים האחרונות התפתח שוק CDS ענקי, בהיקף של כ-30 טריליון דולר כיום, בו בדרך כלל היו מרווחי CDS אינדיקציה טובה למרווח בו ניתן לרכוש אג"ח.

ואולם, קיים הבדל משמעותי אחד בין שתי העסקאות: מרכיב המימון הנדרש בעת רכישת אג"ח, לא קיים בעסקת CDS. אין העברת כספים בעת כניסה לעסקת CDS (כמו בכל עסקת סוואפ אחרת). בזמנים שבהם הכסף כבר אינו זמין, פרמיית הנזילות משחקת תפקיד משמעותי. כיום משקיעים אינם מוכנים להיפרד מכספם בקלות, והם דורשים פיצוי משמעותי בעסקה המחייבת התמנות, כמו רכישת אג"ח. כלומר, התשואה הנדרשת על האג"ח תהיה גבוהה יותר מהתשואה על CDS, בו לא נדרש להעביר כספים.

כמה גבוה? כיום המרווח על אג"ח גבוה בכ- 3%-5% לעומת זה הנדרש ב-CDS בחלק מהשמות הגדולים, למשל CITIBANK. בימים שבהם התשואה על אג"ח ממשלתי נושקת לאפס (וגם אם תאריכו מח"מ לא תמצאו את הגאולה), מדובר בתשואות יוצאות דופן, בסיכון נמוך מאוד.

שאלה שעולה בכל זאת על ידי חלק ממנהלי הכספים הפחות סולידיים היא למה להקצות הון לעסקה שמרוויחה רק 3%. למה לרכוש אג"ח של CITIBANK בתשואה של 7%? התשובה היא פשוטה: בפנסיה שלי אני מעדיף 3% כמעט ללא סיכון מאשר 7% בסיכון של CITIBANK. ואם זה בכל זאת לא מספיק לכם, תמנפו פעמיים-שלוש (כן, התנודתיות תגדל) ובא לציון גואל.

ומה לגבי סיכון הצד הנגדי בעסקת CDS (תשאלו את אלו שקנו הגנה על AIG מליהמן ברדרס). הדרך להתמודד עם הסיכון הזה, היא כמעט כמו תמיד, פיזור.

## 2. המרווח בין אג"ח צמוד לסוואפ

העסקה הזו דומה בעיקרה לקודמתה, אך אינה אשראית באופי, ואינה מערבת מילים מאיימות בנות שלוש אותיות כמו CDS: רכישת אג"ח צמוד לאינפלציה בדולר, יורו או פאונד, וכניסה לעסקת החלפת תשואות אשר מעבירה את כל סיכון האינפלציה לצד הנגדי תמורת קבלת ריבית לייבור + מרווח. לדוגמה, רכישת

TIPS אמריקאי וכניסה לעסקת החלפת תשואות עם Bnp Pariba, בה אני מעביר ל-Bnp את כל התזרימים אשר יתקבלו מה-TIPS, ומקבל בתמורה ריבית לייבור רבעונית + מרווח.

בשוק נורמלי, המרווח שאקבל אמור להיות שלילי. למה? כי העסקה הזו בכללותה משאירה אותי עם סיכון של ממשלת ארה"ב בריבית משתנה – כלומר ללא סיכון אשראי, ללא סיכון ריבית ואולי עם מעט סיכון נזילות. על כל כך הרבה "ללא סיכון" נשארים בדרך כלל "ללא תשואה".

אבל השווקים אינם נורמליים. מכירות כפויות של קרנות גידור והסירוב להפנות מזומנים לרכישת אג "ח" גרמו למחירי האג "ח" הצמודות לרדת מאוד, ולשקף תשואות אשר אינן עולות בקנה אחד עם הערכות האינפלציה בשווקים עצמם. כך קרה שהאינפלציה שמגלמת עסקת החלפת תשואות בין בנקאית נמוכה מזו המגולמת באג "ח" הצמוד, מה שאומר שהמרווח על העסקה שתוארה כאן הוא חיובי, כ-100 נק' בסיס ויותר בחלק מהמטבעות.

נשמע לכם מעט? לי זה נראה הרבה יותר מעניין מהתשואה של קרן הפנסיה שלי ב-2008.