



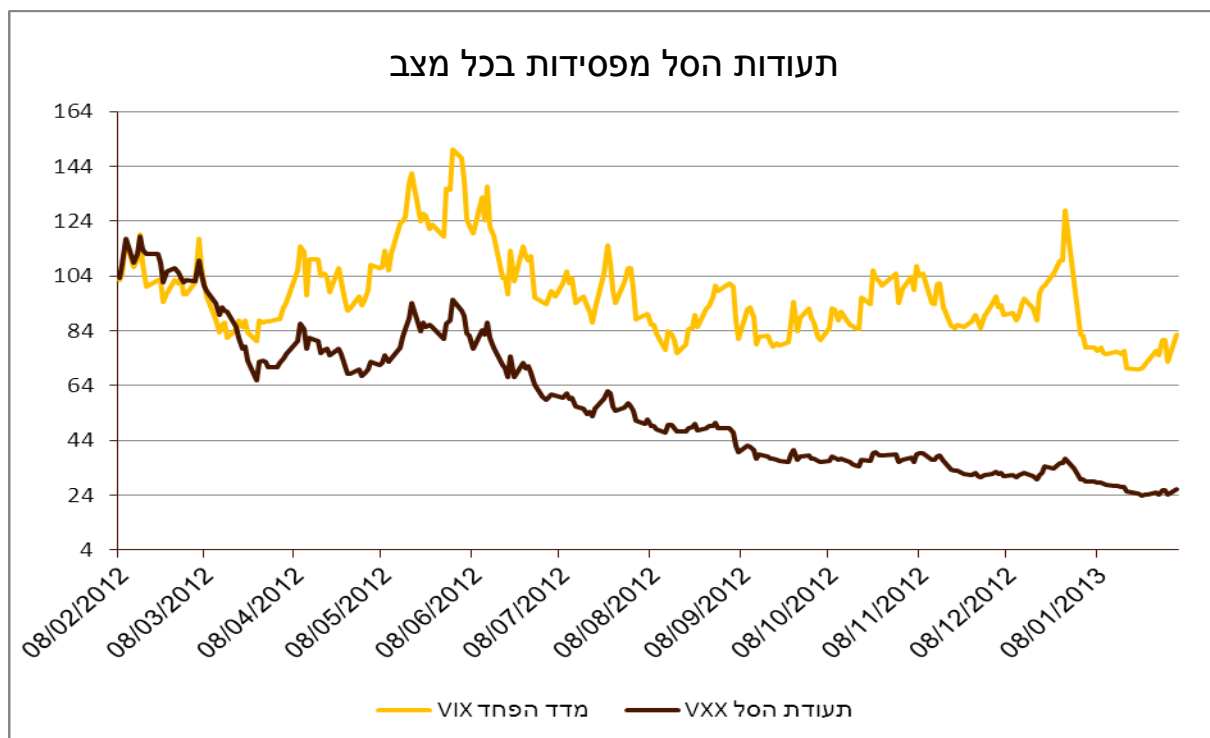
סקירה מאקרו כלכלית

06.02.13

מנורה מבטחים
מומחים בניהול ביטוח-פנסיה-פיננסים

להשקיע במדד הפחד עם קצת עזרה מהמזל

הירידות החדות השבוע באירופה ובוול סטריט, הביאו לזינוק של כ-14% במדד הפחד – ויקס. העלייה התוך יומית החדה, הביאה את מדד הפחד לחצות שוב את רף ה-14 נקודות, ולמרות זאת, מרבית תעודות הסל, לא נהנו מהעלייה. מכשיר ההשקעה המרכזי שעוקב אחר המדד, התעודה VXX, עלתה רק כ-7%, כחצי מעליית המדד. ההתנהגות הזו נמשכת לאורך זמן, ובעצם, תעודות הסל על הויקס הינן משמידות ערך כרוניות.



מדד הויקס (VIX) או מדד הפחד בשמו הפופולארי יותר, הוא מדד שמחושב על ידי הבורסה בשיקגו, והוא מודד את סטיית התקן הגלומות באופציות על מדד ה-S&P. נושא מדידת סטיות התקן הגלומות באופציות אינו נושא טריוויאלי, אך ישנם מספר עקרונות שניתן להסביר גם ללא רקע רב בנגזרים שיעזרו להבין את הביצועים הגרועים של תעודות הסל.

באופן היסטורי, ניתן לומר שמדד הויקס נע בין 14 נקודות ל-30 נקודות. קריסתו של ליהמן ברדרס, והירידות
 החדות בשווקים במאי 2010, הביאו את המדד אפילו ל-80 נקודות. להבדיל, האופוריה של הימים האחרונים,
 הביאה את המדד לשפל של 12 נקודות. ככל שהתנודתיות גבוהה יותר (מדד גבוה יותר) כך, הפחד רב יותר,
 דבר שמגיע כמובן בתקופות של ירידות.

מכיוון שבתקופות של פחד מזנק מדד הויקס, בעקבות קריסת ליהמן ברדרס נפוצו מאוד תעודות הסל העוקבות
 אחריו. ההבדלים בין התעודות נובעים מהאופן בו התעודה מנסה להשיא את תשואת המדד (אופן ההתכנסות).
 יש תעודות העוקבות אחר אופציות לטווח קצר, וישנן תעודות העוקבות אחר אופציות לטווח בינוני.

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

אבל ההבדל בין תעודות הסל, שנראה אולי זניח, הינו מהותי ביותר. התעודה הקצרה, VXX, ירדה ב-2012 כ-
 70%, בעוד שהתעודה הבינונית, VIXM ירדה 53%. התעודה הדינאמית הפסידה "רק" 18.6% - בדומה
 לירידה של המדד.

כיצד ייתכן שבעוד שהמדד יורד כ-20%, יורדות תעודות הסל 50%-ו-70%? הסיבה טמונה בדרך בה מתכנסות
 תעודות הסל. בדרך כלל, יורדות סטיות התקן הגלומות באופציות ככל שמתקדמים לפקיעה. אם למשל, סטיית
 התקן הגלומה באופציה חודשיים לפני הפקיעה הינה כ-25%, הרי שבסמוך לפקיעה היא תגיע ל-15%.
 במילים אחרות, אם עוקבים אחר מדד הויקס על ידי אופציות לטווח קצר, הרי שבכל חודש נאלץ להתמודד עם
 הירידה הקבועה בסטיית התקן. ברור שבמצב בו סטיית התקן יורדת ככל שמתקרבים לפקיעה, לא ניתן
 להרוויח. לצורך כך קמו תעודות הסל לטווח בינוני. תעודות אלו חשופות פחות לפגיעת הזמן, אך גם הן לא
 מצליחות למנוע את התופעה.

תופעה נוספת מתחום הנגזרים המביאה להפסדים בתעודות נקראת "קונטנגו" - מצב בו הנגזרים בעלי זמן
 ארוך יותר לפדיון הינם יקרים יותר. כך למשל, החוזה על הנפט למאי, יקר יותר מהחוזה על מסירת נפט
 לאפריל. זהו מצב טבעי שנובע למשל מעלויות אחסון וריבית, אך הוא מביא להשמדת ערך במצב של גלגולי
 חוזים תכופים. גם על כשל זה מנסות תעודות הסל לטווח בינוני, והתעודות הדינאמיות להתגבר.

להערכתנו, הדרך היחידה להצליח להרוויח מעליית הויקס, היא כנראה שילוב של השקעה בקצוות עם קצת
 עזרה מהמזל. כאשר מדד הויקס נמוך מ-14 נקודות, הוא בדרך כלל עולה חזרה. למרות זאת, אם התיקון לא
 מתרחש מיד לאחר שרכשתם את התעודה, סטיית התקן תישחק ולא תיהנו מהעלייה כשזו תגיע.

לדוגמא, ב-17 בינואר 2013 עמד מדד הויקס על 13.5 נקודות. תעודת הסל VXX נסחרה באותו היום סביב 25.5. ב-3 לפברואר המדד נסגר בשער של 14.67 נקודות, 8.5% גבוה יותר, ואילו תעודת הסל נסחרת במחיר של 24.6 כ-4% נמוך יותר. כך שגם במקרה הזה, שחיקת זמן של שלושה שבועות הביאה להפסד. מכיוון שבהשקעות אלו ישנו רכיב גדול של ספקולציות ותזמון, אולי פשוט עדיף שהלקוח הפרטי יוותר עליהן ויתמקד בפיזור וניהול סטיית התקן והמתאם בין ההשקעות על מנת להגן על התיק מירידות.

מר חיים נתן הינו כלכלן ראשי במנורה מבטחים פיננסים, בעל רישיון מנהל תיקים ובעל זיקה מכוח תפקידו לנכסים פיננסיים. מנורה מבטחים קרנות נאמנות ו/או מנורה מבטחים ניהול קופות גמל בע"מ, מנורה מבטחים מוצרים פיננסיים בע"מ, מנורה מבטחים חיתום וניהול בע"מ, מנורה מבטחים ניהול תיקי השקעות בע"מ (להלן- "הגופים המוסדיים"). מסמך זה מיועד ליועצי השקעות או לתאגידים בנקאיים בלבד. קבוצת מנורה מחזיקה ו/או עלולה להחזיק ו/או לבצע פעילות בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים ו/או בסחורות המוזכרים בסקירה זו (להלן: "הנכסים") עבור עצמה ו/או עבור לקוחותיה ו/או במסגרת אחרת. אין בסקירה ו/או בנתונים, ידיעות, ניתוחים, הערכות, מקסם ו/או תמונות (להלן: "הסקירה") זו אלא הבעת דעה בלבד מתוך מטרת הבאת מידע כללי המתבסס על הידוע ביום פרסום הסקירה הנלווה והציבורי ו/או מקורות מידע אחרים אשר בעיני כותבי הסקירה ניתן להתייחס אליהם כאמינים אך המידע לא אומת בדרך עצמאית על ידי עורכי הסקירה ומשכך לא ניתן להיות ערבים לדיוק הפרטים שנוכללו בה ו/או לשלמותה ויש לראות את הדברים הכתובים באופן מתאים וכמוכן בכפוף לשינויים שחלו בזמן ממועד עריכת הסקירה ובכל מקרה אינה מהווה תחליף למידע המופיע בתעקיפי ההנפקה של הנכסים הרלוונטיים ו/או בדיווחים הנוגעים אליהם מכל מין וסוג שהוא. כמובן שסקירה זו אינה מהווה הצעה של הנכסים ואינה מהווה הזמנה לרכשם ואין לראות בה כיעוץ בדבר כדאיות ההשקעה בה ו/או כהצעה או כשידול, במישורין ו/או בעקיפין, לקנות ו/או למכור את הנכסים, בשום אופן צורה ו/או דרך. עוד יצוין כי הנכסים המוזכרים בסקירה עשויים שלא להתאים לקורא הסקירה. יודגש: סקירה זו אינה מביאה בחשבון את מטרות ההשקעה, המצב הכלכלי והצרכים הייחודיים של כל משקיע ויש לצורך ברם קבלת החלטת השקעה כלשהי להתייעץ, ככל שנודרש, עם גורם ייעוץ מוסמך לרבות יועץ מס מוסמך בדבר השלכות המס על פעילות בנכסים או לראות סקירה זו כשיקול אחד במכלול. על רקע כל האמור, קבוצת מנורה לא תהא אחראית לכל נזק שייגרם, למאן דהו, בדרך כלשהי, במישורין ו/או בעקיפין, כתוצאה מהסתמכות על הסקירה ו/או שימוש בה בדרך כלשהי. אין לעשות שימוש בסקירה זו ללא רשות מפורשת בכתב ממנורה והיא אינה מיועדת אלא למי שהוצאה לו על ידי קבוצת מנורה.

*בהצטרפותך לרשימת התפוצה הינך מצהיר כי הינך בעל רישיון לפי חוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, שיווק השקעות וניהול תיקי השקעות, התשנ"ה - 1995 ונתון את הסכמתך המפורשת מראש לקבלת דברי פרסומת הנוגעים לשוק ההון כהגדרתם בחוק הבזק בהודעת דוא"ל או באמצעים דואר אחרים. הינך רשאי בכל עת לשלוח לכתובת הדוא"ל שניתנה הודעה על סירובך לקבל דברי פרסומת, דרך כלל או מסוג מסוים, ולחזור בך מהסכמתך שניתנה כאמור, או לתת הודעה בכתב למשך משרדנו, מנורה מבטחים קרנות נאמנות בע"מ, מרחוב יבנה 40, תל אביב