

**מחקרי קרנות הסל של GLOBAL X**

**הטיעון לטובת קרנות סל המנהלות סיכוני הכנסה**

נקודות עיקריות:

- אסטרטגיות ניהול סיכוני ההכנסה כרוכות בדרך כלל בבעלות על ניירות הערך הכלולים במדד כלשהו, ובמדד זה הם גם מוכרים אופציות רכש (call) מכוסות ורוכשים אופציות מכר (put) מגינות מסוג (OTM) out-of-the-money. זו אסטרטגיית צווארון (Collar) של הכנסה נטו, כלומר הציפייה היא שהיא תיצור הכנסה חיובית מפרמיות על האופציה, תוך הגנה מפני ירידות חדות בשוק.
- אסטרטגיות ניהול סיכוני הכנסות משמשות בדרך כלל לאחזקות לזמן ארוך בתיקי השקעות בעלי אוריינטציה ליצירת הכנסות, בהינתן העובדה שסיכוני האינפלציה שלהן זניחים והן שואפות לספק מקור הכנסה מגוון.
- בתמורה לעובדה שאסטרטגיות ניהול סיכוני הכנסה מכוונות לייצור רווח נקי מהפרמיות על האופציה, הן מוותרות על השתתפות בעלויות מחירים במניות הבסיס שעליהן הן חלות והן עלולות לחוות ירידות, אם גם קלות, במחירי מניות אלה.



מאת:

Rohan Reddy

אנליסט מחקר

תאריך: 26 באוגוסט 2021

נושא: **הכנסה**



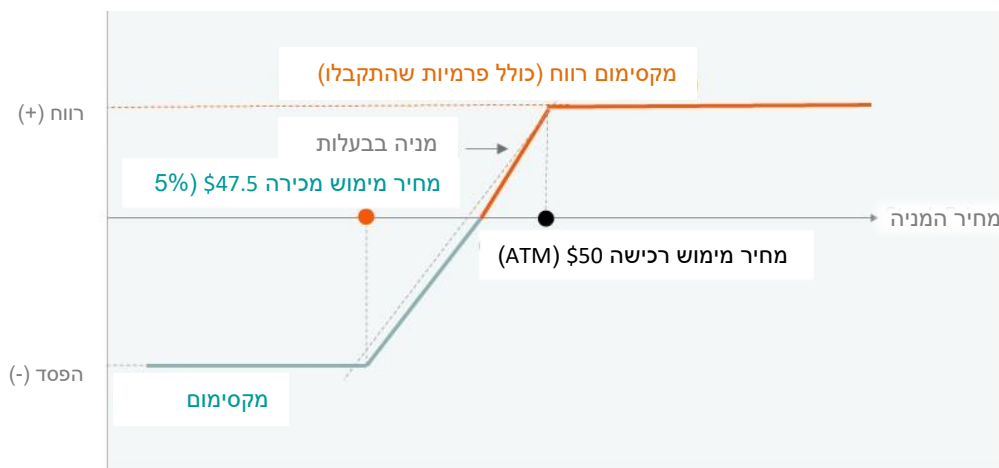
**מהן אסטרטגיות ניהול סיכוני הכנסה?**

המשקיעים מתמודדים בימים אלה עם אתגרים קשים בניהול השקעותיהם: כיצד מייצרים מספיק הכנסה בסביבה של ריבית נמוכה, תוך צמצום הסיכונים של שיעורי ריבית עולים או אירועים של ירידות חדות במחירים. מכשירים מסורתיים ליצירת הכנסה קבועה, כגון אגרות חוב ממשלתיות, קונצרניות ומוניציפליות, נוטים לשמר את ההון, אך כרגע הם מציעים תשואות נמוכות יחסית והם רגישים לעלויות בשערי הריבית ולאנפלציה. מצד שני, מניות המשלמות דיבידנדים גבוהים, קרנות השקעה בנדל"ן ושותפויות מוגבלות MLP פחות רגישות בדרך כלל לשערי ריבית ומייצרות תשואות גבוהות, אך עלולות להיות רגישות לירידות פתאומיות במחירים.

אחד הפתרונות האפשריים הוא לשקול אסטרטגיית ניהול סיכוני הכנסה, המשתמשת באופציות על מנת לייצר מקור חלופי לתשואות בתיק ההשקעות, תוך הגבלת סיכוני ירידות מחיר. כדי ליצור איזון בין שתי אפשרויות אלה, אסטרטגיות ניהול סיכוני ההכנסה משלבות אופציית רכש מכוסה עם אופציית מכר מגינה. אופציית רכש מכוסה, משמעותה רכישת ניירות ערך, כגון מניות, ומכירה בו זמנית של אופציית רכש על ניירות ערך אלה. אופציית רכש מקנה לקונה את הזכות, אם כי לא חובה, לרכוש נייר ערך במחיר מימוש שנקבע מראש במסגרת זמן נתונה. מכירת אופציות רכש מכוסות יכולה לייצר הכנסה גבוהה שיש בה מעט, אם בכלל, סיכונים של שערי ריבית, בתמורה לויתור על פוטנציאל רווח מעלויות מחיר של נייר הערך שבבסיס האסטרטגיה. באמצעות קנייה של אופציית מכר על אותם ניירות ערך, מכר מגן יכול לצמצם הפסדים אם השוק נמצא בירידה. אופציית מכר מעניקה לקונה את הזכות, אך לא את החובה, למכור נייר ערך במחיר מימוש שנקבע מראש בתוך מסגרת זמן נתונה, בתמורה לתשלום פרמיה.

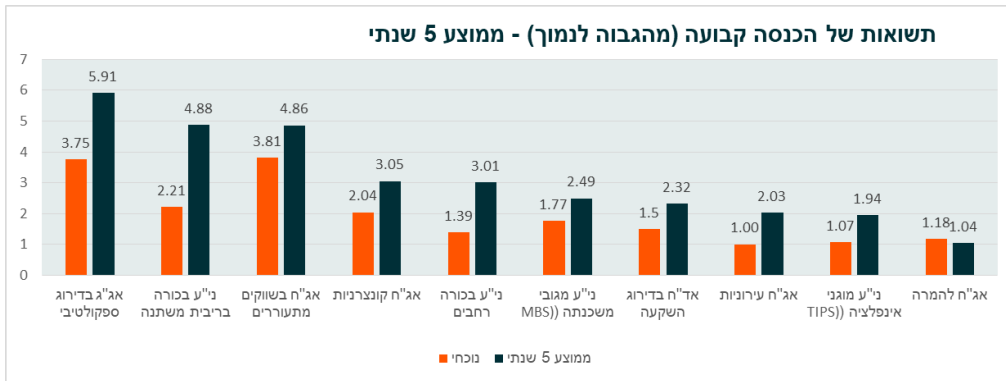
אסטרטגיות כאלה נחשבות גם ל"צווארונות רווח נקי", שבהם הפרמיות המתקבלות עבור מכירת אופציית הרכש עולות על עלות רכישת אופציית המכר, ולכן התוצאה היא זרם הכנסות חיובי עבור המשקיע. על מנת להשיג תוצאה כזו, אסטרטגיה של ניהול סיכונים הכנסות מחייבת בדרך כלל למכור אופציית רכש בתנאי (ATM) at-the-money או בקרבתו (כלומר מחיר המימוש שווה למחיר הנוכחי בשוק של נייר הערך שבבסיס), תוך רכישת אופציית מכר רחוקה יותר בתנאי (OTM) out-of-the-money. בדרך זו מוודאים שמחיר אופציית המכר נמוך יותר ממחיר אופציית הרכש שנמכרה. על מנת להדגים כיצד אפשרות זו של "צווארון רווח נקי" עובדת, אפשר להשתמש בדוגמה של מניה XYZ וההבדל בין מכירת אופציית רכש ATM לרכישת אופציית מכר OTM. משקיע שקונה את המניה XYZ ואופציית מכר בתנאי ATM במחיר הנוכחי של XYZ מגדר למעשה את ההשקעה שלו כנגד תנועות כלפי מטה. אולם, אופציות מכר ATM יקרות יותר מאופציות מכר OTM, ולכן הן עלולות להיות חסרות ערך ולפוג, אם מחירה של XYZ עולה. רכישת אופציית מכר OTM שמחיר המימוש שלה נמוך ב-5% ממחירה של XYZ בשוק, תעלה כנראה פחות, אך היא מתחילה להגן על המשקיע רק כאשר ההפסד עולה על 5%. אופציית מכר OTM 5% הזולה יותר, בניגוד לאופציית מכר ATM שהיא יקרה יותר, היא הדרך שבה אסטרטגיית ניהול סיכונים ההכנסה מובילה ל"צווארון רווח נקי".

### ניהול סיכונים הכנסה (אופציית מכר OTM 5% לחודש ואופציית רכש ATM לחודש)



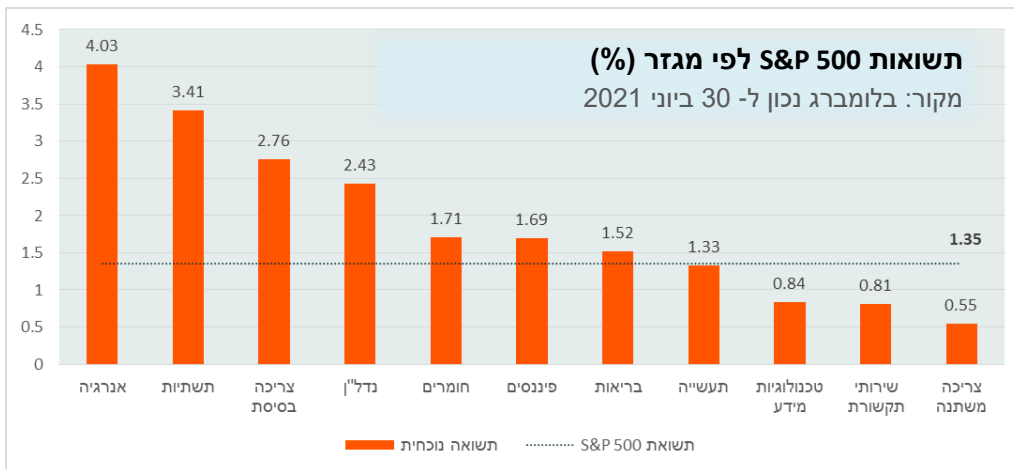
### מדוע כדאי למשקיעים לשקול אסטרטגיות של ניהול סיכונים הכנסה

בנקים מרכזיים במדינות מפותחות רבות קבעו שיעורי ריבית של אפס או אפילו רמות שליליות, ועובדה זו מציבה אתגרים בפני משקיעים שסומכים על תיק ההשקעות שלהם ליצירת הכנסות. תחום ההכנסה הקבועה, שמסורתית הוא רכיב קבוע בתיקים של גמלאים, נמצא בעיצומן של עליות מחיר שנמשכות כבר שלושה עשורים עם רמות חסרות תקדים של תמיכה מצד הבנקים המרכזיים. משום כך, התשואות, כמעט בכל המגזרים החשובים של ההכנסות הקבועות, נמוכות בהרבה מהממוצעים ההיסטוריים שלהן. דינמיקה זו מחייבת את המשקיעים לעתים קרובות לעבור לערוצי השקעה בעלי סיכונים גבוהים יותר, או בעלי משכי חיים ארוכים יותר, כדי לחפש תשואות משמעותיות יותר. אלא שאם שיעורי הריבית עולים או שהתנאים הכלכליים מידרדרים, הסיכונים עלולים להתממש עד מהרה.



מקור: בלומברג נכון ל- 30 ביוני 2021. ייצוגי נכסי הסיווגים הם כדלקמן: אג"ח להמרה, Bloomberg Barclays US Convertible Bond Index; ני"ע מגובי משכנתה, ICE US Variable Rate Preferred Securities Index; ני"ע מגובי משכנתה, Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Total; אג"ח בדירוג ספקולטיבי, Bloomberg Barclays US MBS Index; Return Index; ני"ע בכורה רחבים, ICE BofAML Diversified Core US Preferred Securities Index; אג"ח עירוניות, Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index; אג"ח בדירוג השקעה, Bloomberg Barclays Municipal Bond Index; אג"ח בשווקים מתעוררים (EM), Bloomberg Barclays EM USD Aggregate Total Return Index; ני"ע מוגני אינפלציה, Bloomberg Barclays US Treasury Inflation Notes TR Index; אג"ח קונצרניות, Bloomberg Barclays US Corporate Total Return Index.

התמונה דומה גם בתחום המניות. תשואות הדיבידנדים נמוכות גם בתחומים שהיו מציעים בעבר תשואות משמעותיות, כגון נדל"ן ותשתיות, וכתוצאה מכך התמעטו הזדמנויות ההכנסה מנכסים אלה.

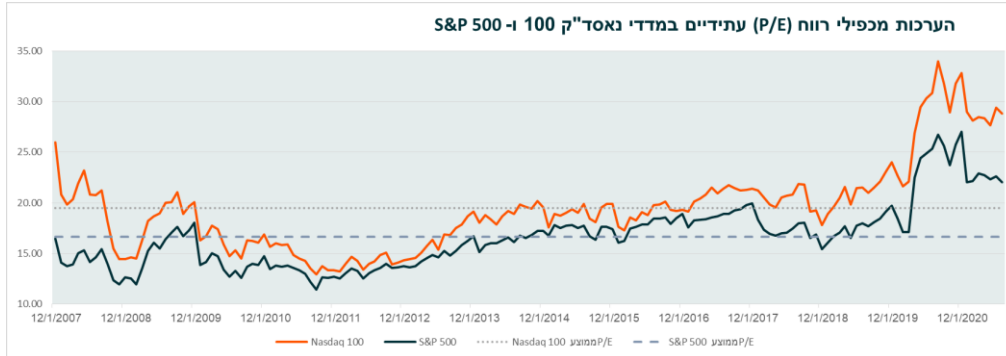


אחד התחומים שמשגשגים בתנאי השוק הנוכחיים הוא אסטרטגיות אופציות הרכש המכוסות.<sup>1</sup> אופציות רכש מכוסות שואפות לייצר הכנסה גבוהה באמצעות מכירת אופציות רכש תוך ויתור על חלק או על מלוא פוטנציאל הרווח של נכס הבסיס בתמורה לפרמיות. זו יכולה להיות אסטרטגיה מועילה במיוחד בשווקים ללא שינוי או בעלי מגמות של עליות, משום שהמשקיעים יכולים ליהנות מהכנסה של פרמיות, כל עוד התנודתיות נמוכה. אסטרטגיה זו יכולה להיות מועילה גם במצב שבו המשקיעים חוששים מעליות שערי ריבית, משום שלהכנסות הנוצרות מאופציות רכש מכוסות יש קשר זניח לשערי הריבית.

עבור גמלאים רבים, יצירת הכנסה חשובה לא פחות מהגנה על הקרן שלהם במצב של בריחת משקיעים. אסטרטגיות רכש מכוסות מציעות הגנה מוגבלת מפני ירידות (ברמה שפרמיות שמתקבלות על האופציות יקזזו חלק או את מלוא הירידה) ולכן הן עשויות שלא

לענות על צורכיהם של משקיעים הרגישים במיוחד לסיכונים. אסטרטגיות של הכנסה מנוהלת סיכונים מבקשות לטפל בבעיה זו באמצעות שילוב אופציית רכש מכוסה עם אופציית מכר מגינה. כשאסטרטגיה זו מתוכננת כראוי, היא צריכה לייצר הכנסה (אף כי נמוכה מזו שתייצר אסטרטגיית רכש מכוסה), תוך הגבלת סיכוני ירידת המחירים.

ייתכן שכדאי למשקיעים לשקול הגנה מפני סיכוני ירידת מחירים, בהינתן העובדה ששוקי ההון של ארה"ב נמצאים זה עשור ויותר במצב של שוק שורי. הן נאסד"ק 100 והן S&P 500 נסחרים בערכים שהם הרבה מעל הממוצעים ההיסטוריים שלהם, דבר שעשוי להגדיל את הפוטנציאל לירידות מחיר, כשיתחילו לסחור בהם במחירים מציאותיים יותר.



### שימוש באסטרטגיות ניהול סיכוני הכנסות בתיק ההשקעות

אסטרטגיות ניהול סיכוני ההכנסות יכולות להציע מקור חלופי של תשואות לתיק השקעות מניב הכנסות. בעוד שריבית על אגרות חוב מושפעת משערי הריבית, והדיבידנדים מונעים על ידי רווחים ועוצמה כלכלית, הכנסה מפרמיות שסיכונים מנוהלים מונעת בעיקר על ידי תנודתיות. ככל שהתנודתיות גבוהה יותר, נעשות הפרמיות יקרות יותר, והתוצאה היא רווח נקי הנובע מההפרש בין מכירת אופציית הרכש בתנאי ATM לרכישת אופציית המכר בתנאי OTM.

הכנסה	דיבידנדים	ריבית מאג"חים	פרמיות על אופציות
מקור ההכנסה	מניות	אג"חים	חוזי אופציות
מושפעת מ-	כלכלה, תמ"ג, צמיחת רווחים	כלכלה, מרווחי אשראי, שיעורי ריבית	תנודתיות

בהינתן מקור הכנסה ייחודי זה, אסטרטגיות של ניהול סיכוני הכנסה יכולות לשמש אמצעי לגיוון תיק הכנסות, בין אם מדובר ב"סל" של השקעות אלטרנטיביות או בהקטנת החשיפה למניות. באופן ספציפי יותר, למשקיעים שמעוניינים בהכנסות יש לרוב חשיפה מצומצמת יחסית לטכנולוגיות, והם עשויים להגדיל את הגיוון בתיק ההשקעות שלהם בעזרת הוספה של אסטרטגיית ניהול סיכוני הכנסה המבוססת על מדד נאסד"ק 100 עתיר הטכנולוגיה.

## מסקנה

בסביבת התשואות הנמוכות של ימינו, מקורות ההכנסה המסורתיים פשוט אינם עונים על צורכי המשקיעים המחפשים הכנסה יציבה – מצב שיכול להחמיר עוד יותר על ידי העלאת שיעורי הריבית. אנו סבורים שקרנות סל מנהלות סיכוני הכנסה יכולות להיות אמצעי גיוון חשוב בתיקי השקעה מוכווני הכנסות, משום שהן יכולות ליצור מקור הכנסה שאינו קשור לשיעורי ריבית שמספק נותן הגנה מפני סיכוני ירידות בשוק ההון.

## הגדרות

**Bloomberg Barclays US Convertible Bond Index**: מדד שמטרתו לייצג את שוק ניירות הערך להמרה בארה"ב.

**ICE US Variable Rate Preferred Securities Index**: מדד זה עוקב אחרי ביצועי ניירות ערך בכורה להמרה בריבית ניידת וכאלה שהומרו מריבית קבועה לניידת, הנקובים בדולר ארה"ב והרשומים בבורסות בארה"ב למסחר בשוק המקומי.

**Bloomberg Barclays US MBS Index**: מדד זה עוקב אחרי ניירות ערך מגובי משכנתה מסוג "העבר באמצעות" של סוכנויות ממשלת ארה"ב, בערבות (GNMA) Ginnie Mae, Fannie, Freddie Mac (FHLMC) -iMae (FNMA).

**Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Total Return Index**: מודד את שוק האג"חים הקונצרניים הנקובים בדולר ארה"ב בעלי תשואות גבוהות. ניירות ערך מסווגים כבעלי תשואות גבוהות אם הדירוג האמצעי של מודי, Fitch ו-S&P הוא Ba1/BB+/BB+ או נמוך מזה. אגרות חוב של חברות המופיעות ברשימת המדינות המתעוררות של המדד, אינן כלולות במדד זה.

**ICE BofAML Diversified Core US Preferred Securities Index**: מדד זה עוקב אחרי מניות בכורה בארה"ב. המדד שהוא מסתמך עליו כולל קטגוריות שונות של מניות בכורה, כגון מניות בריבית ניידת, משתנה וקבועה, מניות בכורה צוברות ובלתי צוברות וקרנות בכורה.

**Bloomberg Barclays Municipal Bond Index**: מכסה את שוק אגרות החוב ארוכות הטווח הפטורות ממס. המדד כולל אגרות חוב של מדינות ורשויות מקומיות, אגרות מגובות הכנסות, אגרות מבוטחות ואגרות ממומנות מראש.

**Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index**: זהו מדד המשמש כמדד ייחוס רחב בסיס המודד את שוק אגרות החוב בדירוג השקעה, הנקובות בדולר ארה"ב, החייבות במס. המדד כולל אגרות חוב ממשלתיות, אגרות חוב הקשורות לממשלה ואגרות חוב קונצרניות, אגרות חוב מגובות משכנתה (בשיעור ריבית קבוע ובשיעור ריבית היברידי מתכוונן מסוג "העבר באמצעות" שקובעת הסוכנות המנפיקה), אגרות מגובות נכסים וניירות ערך מסחריים מגובי משכנתה.

**Bloomberg Barclays EM USD Aggregate Total Return Index**: מדד ייחוס שהינו ספינת דגל לאגרות חוב במטבע קשה של שווקים מתעוררים, הכוללות אגרות חוב הנקובות בדולר ארה"ב בשערי ריבית קבועים וניידים של גופים ריבוניים, ריבוניים למחצה ותאגידיים במדינות מתפתחות.

**Bloomberg Barclays US Treasury Inflation Notes TR Index**: מודד את ביצועי שוק ניירות הערך מוגני האינפלציה של משרד האוצר בארה"ב.

**Bloomberg Barclays US Corporate Total Return Index**: מודד את ביצועי שוק אגרות החוב הקונצרניות בדירוג השקעה, בעלות שיעורי ריבית קבועים, החייבות במס. המדד כולל ניירות ערך נקובים בדולר ארה"ב המונפקים לציבור על ידי חברות תעשייה, תשתיות ופיננסים שבסיסן בארה"ב או בארצות אחרות.

**הערות סיום:**

1. בהתבסס על Morningstar Derivative Income Category נכון ל-30 ביולי 2021.
2. מודל בלק ושולס הוא מודל הדגל לחישוב המחיר ההוגן של חוזה לאופציה המשתמשת במחיר המניה הנוכחי, בדיבידנדים צפויים, במחיר מימוש האופציה, בשיעורי ריבית צפויים, במועד התפוגה ובתנודתיות הצפויה. המודל מניח שאין תשלומי דיבידנד, שאפשר לממש את האופציה רק במועד התפוגה שלה, ששיעור הריבית ללא סיכון והתנודתיות של נכס הבסיס ידועים וקבועים, שאין עלויות עסקה בעת רכישת האופציה, שהשווקים יעילים ושהתשואות הן בהתפלגות לוג-נורמלית.

השקעות כרוכות בסיכונים, בכללם אובדן אפשרי של הקרן. גיוון השקעות אינו מבטיח רווחים ואינו מהווה ערובה נגד הפסדים. השקעות ממוקדות במגזר או בתעשייה מסוימים חושפות את הקרנות לסכנת הפסדים בשל מגוון האירועים שעשויים להשפיע על תעשייה או מגזר נתונים אלה. משקיעים בקרנות צריכים להיות מוכנים לקבל רמה גבוהה של תנודתיות במחיר מניות הקרן ואפשרות להפסדים משמעותיים.

תשואות המדדים מוצגות להדגמה בלבד ואינן מייצגות ביצועים אמיתיים של הקרן. תשואות המדד אינן משקפות דמי ניהול, עלויות עסקה או הוצאות כלשהן. מדדים אינם מכשירים מנוהלים ואי אפשר להשקיע ישירות במדד. ביצועי עבר אינם מבטיחים תוצאות עתידיות.