

מחקרי קרנות הסל של GLOBAL X

הטיעון לטובת קרנות סל המנהלות סיכוני זנב (Tail Risks)

נקודות עיקריות:



מאת:

Rohan Reddy

אנליסט מחקר

תאריך: 26 באוגוסט 2021

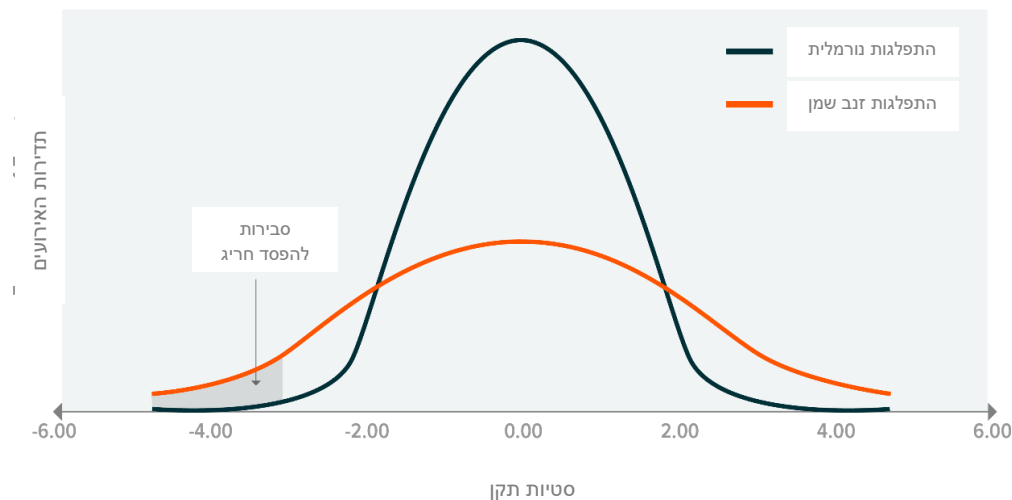
נושא: הכנסה



- אסטרטגיות ניהול סיכוני זנב כרוכות בדרך כלל בבעלות על ניירות ערך הכלולים במדד כלשהו, שבו הם גם רוכשים אופציות מכר (put) מסוג out-of-the-money (OTM). אסטרטגיה זו מאפשרת להם ליהנות מפוטנציאל לעליית מחיר של נייר הערך (פחות הפרמיה ששולמה על הרכישה), תוך צמצום ההשפעות של ירידות מחיר משמעותיות.
- באסטרטגיות ניהול סיכוני זנב אפשר להשתמש גם באופן אסטרטגי וגם באופן טקטי, במאמץ להשיג עמדת הגנה לפני ירידת מחירים משמעותית.
- לאסטרטגיות ניהול סיכוני זנב יש מחיר, בשל הרכישות החוזרות ונשנות של אופציות המכר, נוסף על עלויות ניהול הקרן. משמעות הדבר היא שהן עשויות להשיג תשואות נמוכות מתשואות המדד הרלוונטי במצבים של שוק עולה או בלתי משתנה.

מהן אסטרטגיות ניהול סיכוני זנב?

מסורתית, מודלים לתמחור נכסים הניחו שתשואות על מניות הן בעלות התפלגות נורמלית. כלומר, 99.7% מהתצפיות צריכות ליפול במסגרת שלוש סטיות תקן של התשואה הממוצעת. אולם ההיסטוריה מוכיחה שאירועי זנב שמאל, כלומר ירידות מחיר משמעותיות בשוק ההון, כמו המשבר הפיננסי הגלובלי בעקבות מגפת COVID-19 ברבעון הראשון של שנת 2020, מתרחשים באופן סדיר יותר מכפי שחזזה ההתפלגות הנורמלית.<sup>1</sup> ב-20 השנים האחרונות התרחשו חמש ירידות חדות של 10% ויותר במחירים, הן במדד S&P 500 והן בנאסד"ק 100, בכל תקופה של שלושה חודשים מתגלגלים.<sup>2</sup> בהינתן העובדה שירידות מחיר בשוק מתרחשות בתדירות גבוהה מהחזוי, משקיעים עשויים לרצות לשלב בתיקי ההשקעות שלהם אסטרטגיות שיעזרו להם לצמצם סיכונים אלה.



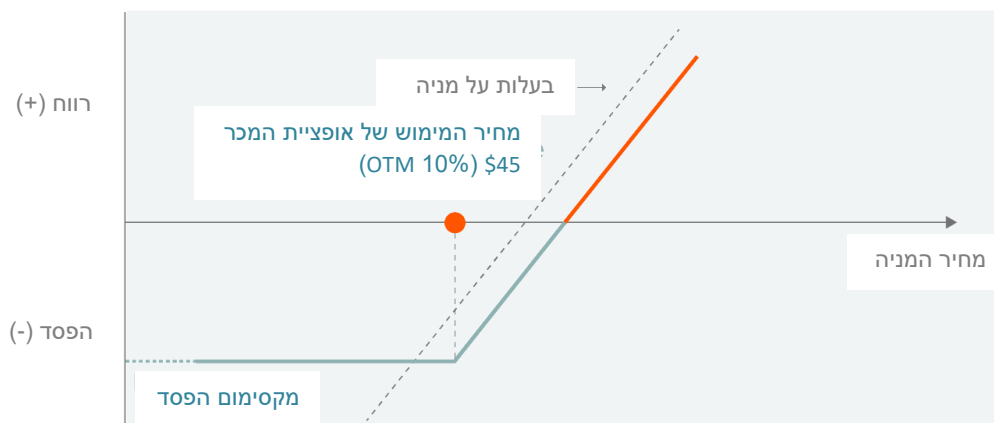
יש מספר דרכים לנסות להתגונן מפני אירועי ירידה חריפים. גיוון תיק ההשקעות, כגון אחזקה של אופציות ממשלתיות, זהב, השקעות אלטרנטיביות ומניות דפנסיביות, הוא אחת הדרכים הנפוצות להגבלת סיכוני ירידת מחיר. כמו כן ניתן להשתמש באסטרטגיות מערכתיות שנועדו בין השקעה במניות למזומנים בהתבסס על סימנים טכניים.<sup>3</sup>

אסטרטגיות מכר הגנתיות מצויות גם הן בשימוש נרחב למטרת הגנה מפני סיכוני ירידות, משום שכאשר הן מיושמות באופן יעיל, הן יכולות להגביל הפסדים. מכר הגנתי מורכב מבעלות על נייר ערך (או מספר ניירות ערך) ורכישת אופציות מכר על נכס(ים) אלה. אופציית מכר מעניקה לרוכש זכות, אך לא חובה, למכור נייר ערך (או מספר ניירות ערך) במחיר מימוש (Strike) שנקבע מראש במסגרת זמן נתונה. בתמורה לתשלום פרמיה לרכישת האופציה, יש ברשות המשקיע חוזה שערכו יכול לעלות אם מחיר הנכס הבסיסי יורד.

עלות רכישת אופציית מכר משתנה בהתאם לגורמים שונים, אך גורם חשוב מאוד הוא מחיר המימוש. באופן כללי, ככל שמחיר המימוש גבוה יותר, כך האופציה יקרה יותר, אך גם ההגנה שהאופציה מעניקה למשקיע גבוהה יותר. למשל, רכישת המניה XYZ ואופציית מכר (ATM) at-the-money במחירה הנוכחי של המניה XYZ, מגדרת למעשה כנגד תנועות כלפי מטה. אלא שהאופציה הזאת גם יקרה מאוד בדרך כלל, ואם מחיר המניה עולה, היא תתגלה כחסרת ערך כשיגיע מועד התפוגה שלה. המחיר הממוצע של אופציית מכר ATM לשלושה חודשים במדד נאסד"ק 100 הוא פרמיה של 4.2%<sup>4</sup>. בחישוב שנתי, ההגנה הזאת עשויה לעלות 17% בקירוב.

אסטרטגיות של סיכוני זנב הן קבוצת משנה של אסטרטגיות מכר מגינות, שקונות בדרך כלל אופציות מכר (OTM) out-of-the-money במחירי מימוש נמוכים יותר. אופציות אלה מציעות הגנה רק אם מחירה של XYZ יורד אל מתחת למחיר המימוש של האופציה, אך הן גם עולות פחות ליישום על בסיס קבוע. למשל, אופציית מכר OTM של 10% תתחיל להגן על הפסדים רק כשמחיר נייר הערך ירד ביותר מ-10% לעומת מחירו במועד שבו המשקיע חתם על החוזה. לדוגמה, כשהמחיר יורד ב-15%, אופציית המכר תגביל את ההפסד ל-10% ותגן על המשקיע מפני הפסד של 5% נוספים.

### סיכון זנב (אופציית מכר OTM לשלושה חודשים, 10%)

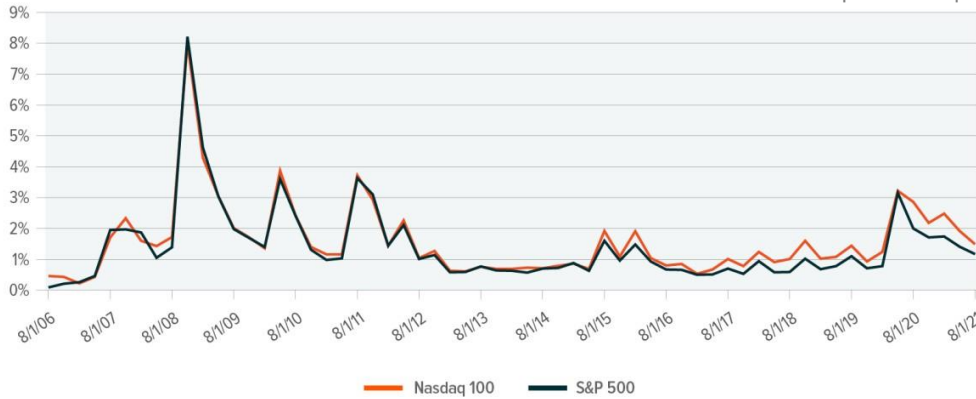


היתרון הפוטנציאלי של ניהול סיכוני זנב, במקום לגדר לחלוטין את סיכוני ירידת המחיר, הוא שאופציות אלה זולות יותר בדרך כלל. בעוד שאופציית מכר ATM לשלושה חודשים בנאסד"ק 100 עולה 4.2%, אופציית מכר OTM של 10% עולה במוצע 1.6%<sup>5</sup>. הבדל זה

יכול לתמוך בתשואות לטווח ארוך, על חשבון פוטנציאל לירידות ערך בטווח הקצר. נוסף על מחיר מימוש האופציה, יש גורמים אחרים שיכולים גם הם להשפיע על מחיר חוזה האופציה. למשל, הפרמיות נוטות לעלות בתקופות של תנודתיות בשוקי ההון, ותקופות חוזה ארוכות יותר (הזמן עד לתפוגת האופציה) גם הן לרוב יקרות יותר.

**מעקב היסטורי אחר פרמיות של חוזי מכר OTM 10% לשלושה חודשים במדדי נאסד"ק 100 ו- S&P 500**

מקור: בלומברג. נתונים בין 18 באוגוסט 2006 ל- 20 באוגוסט 2021. OTM: Out-of-the-Money. מדובר בהערכת פרמיות על בסיס מודל בלק ושולס.<sup>6</sup> ייתכן שהפרמיות ששולמו למעשה היו שונות.



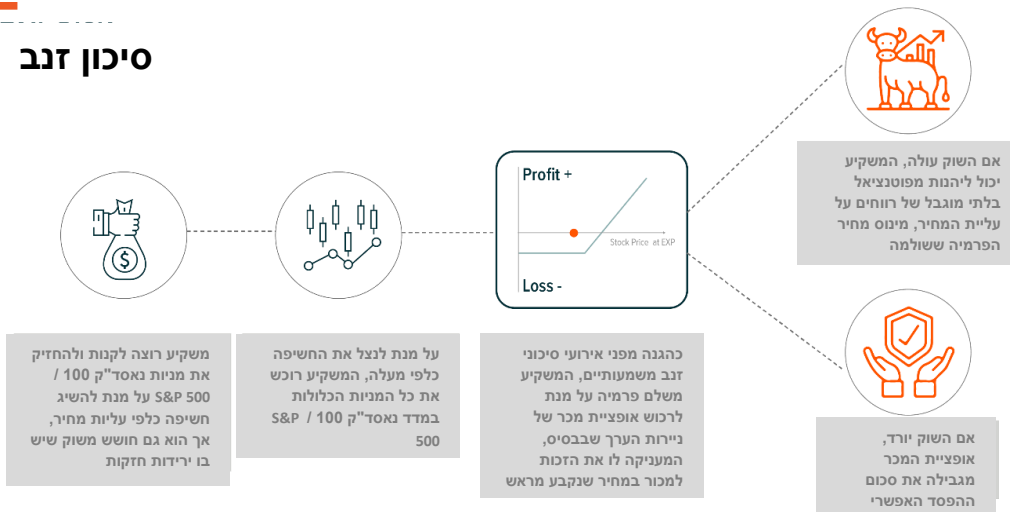
אסטרטגיות של סיכויי זנב יכולות להשתנות מנקודת המבט של המידה שבה הנכס יכול לשמש ככסף או כתחליף לכסף (moneyness), משך הזמן עד לתפוגת חוזי המכר וטיב ניירות הערך שבבעלות המשקיע. למשל, במקום להשקיע במניה XYZ ולרכוש אופציית מכר OTM, באסטרטגיית סיכויי זנב ניתן להחזיק מניות של מדד מניות רחב, כמו מדד S&P 500, או נאסד"ק 100, ולרכוש אופציות מכר OTM של המדד.

**יישומי אסטרטגיות סיכויי זנב בתיק ההשקעות**

מבחינה טקטית, אסטרטגיות סיכויי זנב יכולות להיות לעזר אם משקיע צופה אירוע של ירידות מחיר חדות, אך בכל זאת רוצה להישאר מושקע במקרה שלאחר מכן תהיה עלייה ממושכת. זה יכול לקרות בשוק שורי חזק – כזה שבו המשקיע סבור שיתכן שתיווצר בועה והוא רוצה להשתתף בעליות המחיר, אך גם להתגונן מפני ירידות חדות. מנקודת מבט אסטרטגית יותר, אסטרטגיות סיכויי זנב יכולות להיות אפשרות הגיונית למשקיעים שמחפשים מאפייני צמיחה של מניות בתיק ההשקעות שלהם ומצד שני רוצים גם להימנע מירידות חדות.

לעומת מדדי הבסיס שלהם, הביצועים של מדדי סיכויי זנב תלויים באווירה בשוק. בשוק שנוטה לעליות מחירים, יש להניח שאסטרטגיות סיכויי זנב יציגו ביצועי חסר, בשל מחיר הפרמיות ששולמו כדי לרכוש את אופציות המכר. גם בשוק שאין בו שינויים גדולים, ייתכן מצב של ביצועי חסר, בהינתן עלויות אופציות המכר. בשוק שיש בו ירידות חדות, אסטרטגיות סיכויי הזנב נועדו להציג ביצועי יתר.

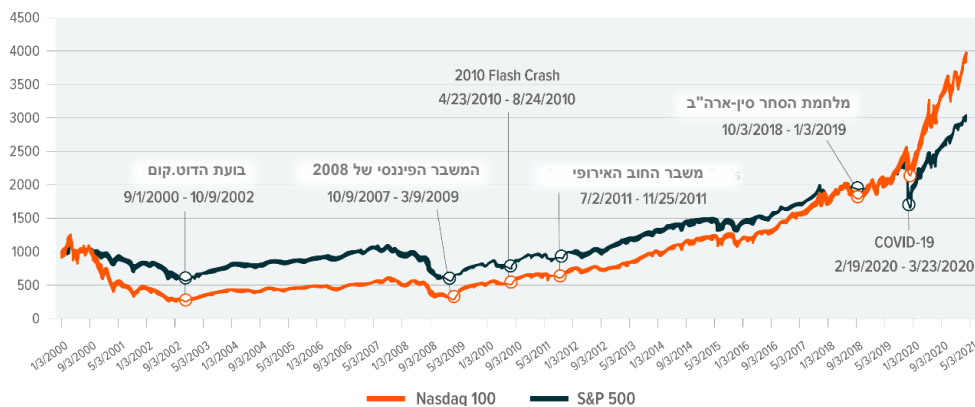
## סיכון זנב



כפי שהראתה מגפת COVID-19, הסיכון של "ברבור שחור" לא מוכר קיים תמיד באופק. לאחר עשור ויותר של שוק מניות שורי, הסיכון לתיקוני שוק נוכח תמיד. עבור משקיעים ששואנים סיכונים, הגבלת הסיכון לירידות עשויה להיות בעדיפות ראשונה, קודמת למקסום רווחים.

## היסטוריה של ירידות במדדי S&P 500 ונאסד"ק 100

מקור: בלומברג. נתוני התקופה 3 בינואר 2000 – 30 ביולי 2021. S&P 500 מיוצגת ע"י מדד SPX ונאסד"ק 100 ע"י מדד NDX. ירידות הן ירידות של 10% או יותר בכל שלושה חודשים מתגלגלים.

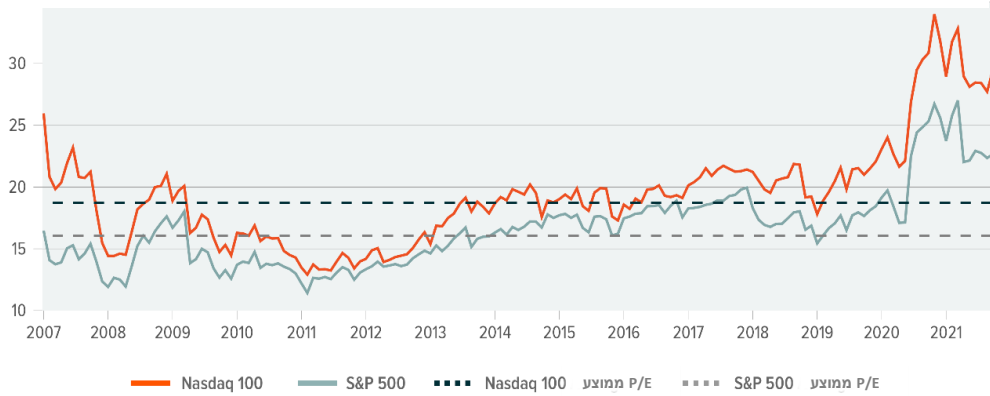


מצד אחד, מדיניות מוניטרית ופיסקלית לצד ההתאוששות הכלכלית לאחר המגפה מאירים את שוק ההון באור ורוד בטווח הקצר. גם בטווח הארוך, מנקודת מבט היסטורית, המשקיעים הרוויחו תמיד מהישארות בשוק. הנאסד"ק 100 וה-S&P 500 הציעו תשואות שנתיות של 9.72% ו-7.46% בהתאמה עד תחילת 2020.<sup>7</sup>

מצד שני, המשקיעים צריכים תמיד להיות מוכנים לתיקוני שוק אפשריים. למשל, נאסד"ק 100 ירד ב-80% בזמן משבר בועת הדוט.קום. זה אולי אירוע קיצוני, אך כפי שמראה התרשים לעיל, בשני העשורים האחרונים עברו שני המדדים לא מעט ירידות דו-ספרתיות. הסיכויים לאירועי סיכון זנב יכולים לעלות גם בשל הערכות יתר לאורך תקופה ארוכה.

## הערכות מכפילי רווח עתידיים במדדי S&P 500 ונאסד"ק 100

מקור: בלומברג. נתונים לתקופה 31 בדצמבר 2007 – 31 ביולי 2021.



### מסקנה

אף ששוקי ההון נוטים לעלות לאורך זמן, ירידות חמורות מתרחשות בסדירות רבה יותר מהצפוי. אסטרטגיות של סיכוני זנב יכולות לספק למשקיעים אמצעי לצמצום סיכוני ירידות אפשריים, תוך שהן מאפשרות להם להשתתף ברווחים כשהשוק עולה. ייתכן שכדאי למשקיעים להתכונן לסיכונים כאלה ולהשתמש ב-QTR וב-XTR כאמצעים יעילים ליישום אסטרטגיות לניהול סיכוני זנב.

**הערות סיום:**

1. Business Insider. "Normal Distribution Versus Fat Tails" Oct 29, 2016.
2. נתוני בלומברג. הנתונים לתקופה 3 בינואר 2000 – 30 ביולי 2021. S&P 500 מיוצג ע"י מדד SPX ונאסד"ק 100 מיוצג ע"י מדד NDX.
3. אסטרטגיות אלה עלולות לא להצליח לצמצם הפסדים.
4. נתוני בלומברג לתקופה 18 באוגוסט 2006 – 20 באוגוסט 2021. אלה סכומי פרמיות מוערכים שחושבו על ידי מודל בלק ושולס.
5. נתוני בלומברג לתקופה 18 באוגוסט 2006 – 20 באוגוסט 2021. אלה סכומי פרמיות מוערכים שחושבו על ידי מודל בלק ושולס.
6. 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.
7. נתוני בלומברג. הנתונים לתקופה 1 בינואר 2000 – 1 בינואר 2020. S&P 500 מיוצג ע"י מדד SPX ונאסד"ק 100 מיוצג ע"י מדד NDX.

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.