

ההפתעה של מדדי התנודתיות הנמוכה

יאיר מנדלסון, מנהל מחקר יועצים

כאשר שוקי המניות חווים ירידות חדות, המשקיעים יכולים למצוא מזור במדדי התנודתיות הנמוכה ■ המפתיע הוא שכמעט בכל חתר זמן הם מכים את מדדי הרוחב המסורתיים

גם רואי השחורות הגדולים ביותר לא צפו התחלת שנה כזו. וכשהירידות בשוקי המניות חדות כמו בשבועיים הראשונים של 2016, אין פלא שיותר ויותר משקיעים מחפשים מה ירד פחות. בין הכוכבים של הרשימה הזו ניצבים מדדי התנודתיות הנמוכה, שאמנם ירדו, אך בשיעורים נמוכים בלפחות 30% מהירידות של מדדי המניות המובילים. לא מעט ודאי יופתעו כי לא רק שהם ירדו פחות – אלא שכמעט בכל חתר זמן שנבחן הם מכים את מדדי הרוחב המסורתיים.

בשבועיים הראשונים של 2016 ירד S&P500 ב-8%, בעוד שמדד התנודתיות הנמוכה של S&P ירד ב-5% בלבד. זאת אחרי שהמדד עשה את העבודה גם ב-2015 כשעלה ב-4%, בעוד ש-S&P500 עלה ב-1.37% (כולל דיבידנדים). מדד השווקים המפותחים מחוץ לארה"ב של MSCI (EAFE) ירד מתחילת 2016 ב-9.3%, בעוד שמדד התנודתיות הנמוכה שלו ירד ב-6%. מדד MSCI העולמי המלא ירד ב-9% ואילו מדד התנודתיות הנמוכה שלו ירד ב-5.4% בלבד. מדדי תנודתיות נמוכה יש כיום על עוד שורה ארוכה של נכסים, כולל מדדי המיד-קאפ והסמול-קאפ, ראסל (1000 ו-2000), יפן, אירופה, שווקים מתעוררים ועוד.

מדדי התנודתיות הנמוכה הם חלק מהמתודולוגיה של smart beta, שבמסגרתה מנסות חברות ליצור מדדים על פי קריטריונים ברורים, שעשויים בנסיבות מסוימות להניב ביצועים טובים יותר ממדדי הרוחב המסורתיים. במקרה של מדדי התנודתיות הנמוכה, הכוונה היא לבחירת מניות פחות תנודתיות, כאשר ההגדרה המדויקת של הפקטור הזה משתנה מחברה לחברה. כך לדוגמה, מדד S&P low volatility מורכב מ-100 המניות עם התנודתיות הנמוכה ביותר, כאשר התנודתיות מוגדרת כסטיית התקן של המניה ב-252 ימי המסחר האחרונים ומשקל המניה נקבע ביחס הפוך (ככל שסטיית התקן נמוכה יותר, משקל המניה גדול יותר). במדד התנודתיות הנמוכה של MSCI EAFE נכללות 217 החברות (מתוך 926 מניות במדד המקורי), אשר נבחרו במודל אופטימיזציה מיוחד של MSCI לבחינת סטיות תקן וקורלציות.

משקיעים החוששים כי התנודתיות בשוק המניות לא צפויה להעלם בקרוב, עשויים למצוא לא מעט יתרונות במדדי התנודתיות הנמוכה. הירידות האחרונות במניות היו חדות במיוחד במניות חברות צמיחה (כמו ביומד וסייבר) ונראה כי משקיעים מוכנים כרגע לקבל יותר מניות בעלות מאפיינים של חברות ערך – תיאור שהולם רבות מהמניות במדדי התנודתיות הנמוכה. כך למשל, באחזקות הגדולות במדד S&P תנודתיות נמוכה נכללות חברות כמו קוקה קולה ופפסיקו, חברות הטלפניה AT&T ווריוזן, פרוקטר אנד גמבל וקימברלי קלארק.

עם זאת, התלות בסקטורים בודדים הוא בדיוק אחד החששות הגדולים ביותר של משקיעים מהמדדים האלה. בשנים הראשונות לקיומו, אחת הביקורות נגד מדד S&P תנודתיות נמוכה, למשל, היתה שמדובר בקרן סל על סקטור התשתיות במסווה. הטענה הזו היתה נכונה מאוד בשנים הראשונות של המדד (לפני 25 שנה) וכיום קצת פחות. משקל הסקטור כיום הוא 12% מהמדד (לעומת 3% ב-S&P500),

מדדי התנודתיות הנמוכה המובילים

מדד תנודתיות נמוכה	ETF	נכסים מנוהלים	מתחילת 2016		שנה אחרונה		שנתיים אחרונות		חמש שנים	
			תשואה	בנצ'מרק	תשואה	בנצ'מרק	תשואה	בנצ'מרק	תשואה	בנצ'מרק
MSCI ארה"ב**	US MV	\$7,240,546.40	-4.93%	-7.93%	-0.8%	-4.91%	17.10%	6.59%	70.85%*	55.75%*
S&P	SPL V	\$5,563,408.00	-5.26%	-7.93%	-2.56%	-4.91%	16.70%	6.59%	67.50%	55.75%*
MSCI לשווקים מפותחים מחוץ לארה"ב (EAFE)	EFA V	\$4,320,263.20	-6.14%	-9.30%	7.76%	-0.95%	11.68%	-7.09%	41.87%*	28.01%*
MSCI שווקים מתעוררים	EEM V	\$2,549,232.00	-9.06%	-11.60%	-20.71%	-26.28%	-16.87%	-25.23%	1.33%*	-17.25%*
MSCI העולמי	AC WV	\$2,283,816.20	-5.41%	-9.03%	2.93%	-2.02%	13.82%	1.51%	49.64%*	41.86%*

* המדדים קיימים מאוקטובר 2011 ** השוואה למדד S&P500

אך הוא הסקטור הרביעי בגודלו מבחינת משקל, אחרי הפיננסים (27%), הצריכה הבסיסית (21.9%) והתעשייה (16.2%).

העובדה שמשקל הפיננסים במדד התנודתיות הנמוכה גדל בשנים האחרונות אינה מפתיעה, לאור המהפך שעבר הסקטור מאז המשבר הגדול של 2008. חברות הפיננסים של 2016 רחוקות מאוד ממה שהיו לפני 8 שנים – רמות המינוף ירדו, הפרשות ענק כבר בוצעו, מגבלות חדשות הוטלו והרגולציה התגברה משמעותית והפכה את המוסדות הפיננסים ליציבים יותר (אם כי צומחים פחות).

בעוד שהמודל של התנודתיות הנמוכה פשוט יחסית להבנה, התוצאות שלו די מפתיעות. מדדי התנודתיות הנמוכה לא נולדו כדי להכות את השוק בכל מצב, שהרי אפשר לצפות שבשוק דוהר הן יישארו הרחק מאחור. אך למרבה ההפתעה, ניתוח היסטורי מגלה למשל שמדד S&P תנודתיות נמוכה מכה את S&P500 בכל טווח זמן שנבחר, החל מהחודש האחרון ועד לתקופה של 10 שנים. במקרה של מדד השווקים המפותחים מחוץ לארה"ב של MSCI, הפערים אפילו גדולים עוד יותר, לטובת מדדי התנודתיות הנמוכה (רובם קיימים מאז 2011). זה המצב גם במדדי השווקים המתעוררים ובמדד הכללי העולמי של MSCI.

אז למה לא רואים בתעשיית ה-ETF הסתערות של משקיעים על המדדים האלה? ייתכן כי הסיבה העיקרית לכך היא שמשקיעים מעדיפים להמתין עד שתירגע הסערה – לפני שהם ממהרים לקנות. כך למשל היה בעת הירידות החדות בשוקי המניות במהלך חודש ספטמבר האחרון. במהלך חודש זה נמנעו משקיעים מלנקוט עמדה ברורה והיצירות בקרנות הסל האלה היו נמוכות (כמו בכל התעשייה); אך בשלושת החודשים שלאחר מכן (אוקטובר-דצמבר), גייסו 10 קרנות הסל הגדולות המתמחות במדדי התנודתיות הנמוכה מעל 3 מיליארד דולר. כיום 10 קרנות הסל האלה מנהלות נכסים בהיקף של 23 מיליארד דולר.

איפה בכל זאת הסיכון במדדי התנודתיות הנמוכה? אין ספק כי מה שהטיב עם המדדים האלה בשנים האחרונות היו הריביות האפסיות והמדיניות המוניטארית המרחיבה בכל העולם, שדחפו יותר ויותר משקיעים למניות כבדות המשלמות דיבידנד נאה – בדיוק מאלה שמשקלן במדדי התנודתיות הנמוכה גדולים. לפיכך, המניות האלה יקרות יחסית באופן היסטורי. המכפיל, לדוגמה, של מדד התנודתיות הנמוכה של S&P הוא 19.5, לעומת מכפיל של 16.8 ל-S&P500 – מהפערים הגדולים ביותר אי פעם בין שני המדדים. אגב, צריך להביא בחשבון שהמכפיל של התנודתיות הנמוכה גבוה מזה של S&P500 לפחות בשלוש השנים האחרונות.

לפיכך, עליית ריבית מהירה בארה"ב היתה עשויה לפגוע יותר במדדי התנודתיות הנמוכה. ואולם, על רקע גל הירידות העולמי, ירדו גם הציפיות לעליית ריבית בארה"ב. החוזים העתידיים על הריבית מגלמים כרגע צפי לעליית ריבית אחת בלבד ב-2016, לעומת תחזיות קודמות להעלאה של עד 4 פעמים. יחד עם אינפלציה נמוכה וחשש מהאטה בצמיחה הכלכלית הגלובלית, זה נראה כמו קוקטייל מתאים יותר להמשך תנודתיות בשוקי המניות – וכך קרקע פורייה יותר למדדי התנודתיות הנמוכה.

הכותב הוא מנהל מחקר יועצים בהראל פיננסים. אין לראות בכתוב שיווק השקעות או תחליף לייעוץ מס עצמאי. הכותב, החברה, חברות קשורות ובעלי עניין בהן עשויים להחזיק או לסחור בניירות הערך המצוינים בכתוב