

סגור חלון



"כשטבע צנחה ב-10%, חיסלנו מיד את כל ההחזקות; אנו מתרחקים ממניות שעולות או יורדות בחדות"

"התנודתיות כבר אינה המדד העיקרי לסיכון בשווקים הפיננסיים", אומר ניקולס ג'וסט, מנהל השקעות ראשי של Seeyond מבית נטיקסיס, בראיון ל"גלובס" • לדבריו, בניגוד לתחזיות האגליסטיים לשנת 2019, התנודתיות כיום נמוכה מתמיד • המשנה למנכ"ל הקרן, שמנהלת נכסים בשווי 9.7 מיליארד דולר, מסביר על המודל הפנימי שסייע לחברה לסיים את 2018 באקורד פחות צורם מהשווקים

גיא בן סימון 18/4/19

אף ששנת 2019 הייתה אמורה להיות שנה תנודתית בשווקים, בפועל, התנודתיות כיום נמוכה מתמיד, כך לדברי ניקולס ג'וסט, משנה למנכ"ל ומנהל השקעות הראשי של חברת Seeyond מקבוצת נטיקסיס (Natixis). בראיון ל"גלובס" הוא אומר כי מרבית המשקיעים נוטים שלא להבדיל בין תנודתיות לחוסר ודאות.

ג'וסט מסביר כיצד פועל מודל הקרן שהוא מנהל, שהצליחה לסיים את 2018 בטון פחות צורם מהשוק (מינוס 4.5% לעומת מינוס 10.6% שרשם מדד היחס MSCI אירופה). זאת הודות למודל סיכונים פנימי של הקרן, שנשען על כמה כללי ברזל ובעיקרם השקעה במניות בסיכון מינימלי.

חברת נטיקסיס האירופית נוסדה בשנת 2006 כתוצאה ממיזוג בין כמה קבוצות ניהול-נכסים ובנק השקעות הצרפתי נטיקסיס. כיום היא חברת ניהול הנכסים העשירית בגודלה בעולם והיקף הנכסים בניהולה (AUM) הוא מעל טריליון דולר. עם הקבוצה נמנים בתי השקעות האמריקאים האריס (Harris) ולומיס (Loomis) ובית השקעות הצרפתי DNCA.

קרן Seeyond, בניהולו של ג'וסט, מיוצגת בישראל על ידי חברת 4F בניהולם של יוסי ועקנין ואיתי ברקן, נוסדה בשנת 2012, ומשרדיה נמצאים בפרק. הקרן מנהלת כספים בהיקף של 9.7 מיליארד דולר נכון לסוף דצמבר 2018.

איפה לדעתך החולשה בתעשייה?

"רוב מנהלי הנכסים רוצים להשיא רווחים, כמובן, כשהם יודעים להבחין מה לקנות ומתי. אבל בדרך כלל הם טועים, או לא שמים לב מספיק, לקשר שבין הסחורה שבכוונתם לקנות לבין מה שכבר קיים אצלם בפרוטפוליו, וזו החולשה בתעשייה לדעתי. כשאתה מדבר עם מנהל נכסים, הוא יסביר לך למה כדאי לקנות את מניית אפל, אבל לא בדיוק כמה מניות יש לקנות. הרי אם אתה חושב שאתה עומד לפני השקעה טובה, תרצה לשים את כל כספך שם - למה לא לשים הרבה כסף על השקעה טובה? אז אנחנו מתמקדים בקנייה לפי ניהול סיכונים באמצעות שימוש במתמטיקה, כדי שלא ליפול היכן שבני אנוש טועים".

מה מאפיין את המודל שלכם?

"רוב מנהלי הנכסים רוצים לקנות מניות, כי הם חושבים או מקווים שהמניה תעלה באופן מהיר או תרד באופן מהיר. זה לא מה שאנו עושים. אנחנו מעוניינים דווקא לקנות מניות שלא יעלו או ירדו מהר מדי. בפורטפוליו שלנו יש חוק: אם מניה יורדת ביותר מ-10%-25% בתוך יומיים, אז אנו מחסלים את ההחזקה שלנו במניה, ולהפך".

"טבע למשל, הייתה מניה שקנינו בנקודה מסוימת לפני 3-4 שנים, בגלל הסיכון הנמוך כשהמודל העסקי שלה היה ברור, והתנודתיות של המניה הייתה נמוכה מאוד, עד שפרופיל הסיכון השתנה לאחר רכישת אקטיביס. אחרי שבשנה שעברה מניית טבע ירדה ב-10% במהירות - חיסלנו את כל ההחזקה בחברה. אנו לא ממתנינים מעבר לכך, שכן חוסר הוודאות עולה, ואנו לא קרובים מספיק כדי לדעת מה קורה בחברה. אני לא יודע מה קורה עכשיו בטבע, אבל בקרן הגלובלית שלנו יש בנקים ישראלים - מה שמהווה שיקוף לכלכלה

הישראלית. אם התנודתיות גוברת, זה לא עלול להיות רע בהכרח, אבל זה מעלה את חוסר הוודאות, ושם אנו לא רוצים להיות".

אתם לא מפספסים כך השקעות טובות?

"אם המניה יורדת ביותר מ-25%, או עולה בשיעור כזה, יש פה מידע חסר. אנו רואים מול העיניים כלים מתמטיים שצריך לפענח, ולשם כך אנו בונים את המודלים שלנו בתוך החברה (in-house), ולא רוצים להישען על מודל חיצוני כי אנו יודעים שהמודלים מסוכנים מאוד ומשתנים במהירות. לכן אנו רוצים לבנות אותם בעצמנו על מנת לשפר אותם לאורך הדרך, ולהבין מה צריך לשנות או להפסיק להשתמש בהם, אם צריך".

"למשל, כדי לחשב את שיעור התנודתיות - כלומר, הממוצע של מחיר המניה בתקופה מסוימת לעומת הממוצע לפי מחיר הסגירה של המניה אתמול, נסתכל גם על המחיר המינימלי של המניה באותו יום, ונחשב את התנודתיות בין מחיר הסגירה והמחיר המינימלי. התנודתיות נחשבת לעתים קרובות כגורם סיכון עיקרי, אך בהסתכלות על 20 שנות האבולוציה שלה - למעט בשנת 2008 שם היא התפוצצה - התנודתיות ברובה הייתה בטווח נמוך מכפי שחושבים, ולכן יש להיזהר מפני סיכון אחר - מתאם".

קשה לומר שהשוק משעמם בחודשים האחרונים, אז מדוע התנודתיות נמוכה כיום?

"התנודתיות כיום נמוכה באופן מלאכותי, בין השאר, בגלל התערבות הבנקים המרכזיים. משכך, התנודתיות כבר אינה המדד לסיכון בשוק הפיננסי. הסיכונים גבוהים מאוד בשוק כיום, אבל לא רואים אותם בתנודתיות. כיום, אנחנו צריכים להסתכל על התנודתיות, אבל גם על הקורלציה בין נכסים. אם מחיר המניה של חברה אחת יורד, כל שאר החברות יורדות באותו זמן. זאת מדידה נוספת לסיכון, והיא צריכה להשלים את התנודתיות, לא מספיק להסתכל על התנודתיות בלבד. כשדונלד טראמפ נבחר לנשיאות ארה"ב בנובמבר 2016, כל השוק עלה בבת אחת, חוץ מכמה מגזרים, ולכן הקורלציות בין הנכסים נפלו".

"פתאום, כשטראמפ נבחר והציע תוכנית חדשה לקיצוץ במיסים, כולם חשבו שתהיה נהירה לנכסים הפיננסיים בחברות מחזוריות, כי טראמפ אמר שהוא יחסוך כסף לחברות. בנקודה הזאת רצינו לקנות את החברות שהולכות לעלות יותר מהאחרות. אז מכרנו את המניות ההגנתיות, כמו אלה של חברות מזון, תקשורת, שירותים ציבוריים - אותן חברות שיש להן מודל עסקי סביר, אבל לא ירדנו בהחזקתן בהשוואה למניות של חברות נפט, ביוטק, סטארט-אפים או חברות פיננסיות אחרות".

איך אתם מכינים את עצמכם לאירועי קיצון, כמו זה שקרה לענקית הרכב רנו, למשל?

"קשה להיות מוכן למקרה שבו יו"ר החברה נעצר. אבל באופן כללי, אנו יכולים להסתכל על הרכב הדירקטוריון בחברה, והאם מדובר בדירקטוריון עצמאי בעל השקפה נייטרלית לגבי המנכ"ל והניהול בחברה. אם המודל העסקי ברור, אפשר לומר כי לא אמור להיות ניגוד אינטרסים בין חברי הדירקטוריון, אחרת נוצר פתח לקרנות אקטיביסטיות להשתלטות, וקרנות שעלולות למכור החזקות. כשאנו באים לקנות מניה אנו בוחנים את הרכב הדירקטוריון. אם אנו רואים שיותר מ-40% מהחברים בדירקטוריון עבדו בחברות ביקורת, אנו לא רוצים להשקיע בה, בשל אפשרות לניגוד אינטרסים. כך למשל ראינו באנרון. אז אנו מנסים להבין היכן יש סיכון וכיצד להוריד אותו".

איך מתמודדים כיום עם חוסר הוודאות בשווקים, כמו למשל סביב מתיחות הסחר בין סין לארה"ב?

"זה קשה מאוד. הרבה מנהלי קרנות משקיעים על בסיס מדד יחס, כמו מדד MSCI, במטרה להכות את המדד. הבעיה היא שאותם מדדים, כמו MSCI, הגדילו באחרונה את משקלן של המניות הסיניות. אז מנהל הקרנות צריך לקנות עוד ועוד מניות סיניות בתיק ההשקעות האסייתי או הגלובלי, למשל. ובאסיה, כללי הבורסה הם די מורכבים, או שפתאום יכולים להיות לך מנכ"לים שנעלמים, מנהלי כספים שעובדים עבור המדינה, ובגדול אתה לא יודע מה בדיוק הם עושים, כך שאנחנו חייבים לעצב כללים חדשים. למשל, אם יותר מ-60% מהחברה שבה אנו מעוניינים להשקיע הם בבעלותה של משפחה, אנחנו לא נשקיע בה, כי זה מסוכן מדי".

"אנחנו רוצים שיהיו כללים שניתנים ליישום לגבי כל המניות באופן כללי, במטרה לצמצם את כל הסיכונים שאנחנו לא רוצים לקחת. אנחנו מכנים אותם 'סיכונים ייחודיים למניות'. הסיכונים שנעוצים בחברה אחת - כמו למשל קרלוס גוהן, היו"ר המיתולוגי של חברת רנו שנעצר - אלה הסיכונים שהכי קשה להתמודד איתם, במיוחד עם מודלים שלא עובדים. אבל המודלים יכולים לעזור לנו להבין, כשאנחנו קונים חברות שאנחנו חושבים שהן טובות, אם הן חשופות מדי למחיר הנפט, לאינפלציה, לעקומת שיעורי הריבית או לדברים שאומרים נגידי הבנקים המרכזיים מריו דראגי או ג'רום פאואל. אז אנחנו יכולים למדוד את זה סטטיסטית, ולפענח את עוצמת הסיכון ואיך הוא מתפתח. אם אנחנו קונים מניה שתלויה מאוד במחיר הנפט - כלומר, שתעלה כשמחיר הנפט עולה - אז נצטרך לחפש מניות שהמחיר שלהן יירד כשמחיר הנפט יעלה, כך שלא נהיה חשופים מדי למחיר הנפט בתיק ההשקעות".

נראה כי שיעורי הריבית הולכים להישאר נמוכים למשך זמן ואף לרדת. הבנקים המרכזיים לא יוכלו שלא להתערב בשוק, איך אתה רואה את הדברים מבחינת התנודתיות בשווקים?

"ובכן, אנשים רבים מבלבלים בין תנודתיות, שהיא השינויים סביב הממוצע, לבין חוסר ודאות. למעשה, התנודתיות נמוכה כיום. היא עלתה מעט לאחרונה, אבל היא עדיין נמוכה מאוד בהשוואה ל-20 השנים האחרונות. אם תסתכל על המחירים היומיים של כל המדדים הגדולים, השינויים במחירים קטנים מאוד".

בשנה שעברה רוב האנליסטים אמרו ש-2019 הולכת להיות מאוד מאוד תנודתית, הם טעו?

"זאת טעות מפני שהם מבלבלים בין חוסר ודאות לתנודתיות. הבעיה היא שיכולה להיות לך תנודתיות נמוכה, עם שווקים שמתרסקים, ואז עולים בחזרה, כך שאחרי מספר חודשים, לא קרה כולם. אם היית נוסע לירח בשנה שעברה בסביבות אוגוסט-ספטמבר, וחוזר כיום, היית מוצא את המדדים פחות או יותר באותה רמה".

"יש בגדול שני סוגים של תנודות בשוק. סוג אחד יתקבל אם נסתכל על כל יום בשנה שעברה ונחשב את הממוצע של שינויי המחירים, ולכך אנחנו קוראים 'סטיית תקן היסטורית', שכן זה כבר התממש. הסוג השני היא סטיית תקן גלומה, שהיא המספר שאתה יכול לחשב ממחיר האופציות - מה שאמור לספק צפי לעתיד. אז סטיית תקן שייכת לעבר, וסטיית תקן גלומה זה העתיד".

"מדד VIX, למשל, הוא המדידה של אותה סטיית תקן גלומה. הבעיה עם ה-VIX היא שהוא תמיד טועה. הוא אמור לשקף מה הולך לקרות במונחים של תנודתיות במספר החודשים או השבועות הקרובים, והוא טועה. כי אנשים שקונים ומוכרים את האופציות נותנים לך מספרים מוטעים רוב הזמן. ה-VIX משקף רק את מחיר האופציות היום".

"אני התחלתי את הקריירה המקצועית שלי במסחר בנגזרים, על פי סטיית תקן גלומה, ואחרי 20 שנה, אני חש בטוח יותר להשתמש בסטיית תקן היסטורית מאשר בזו הגלומה, שהיא רק מספר שנגזר מאופציות, ויש לזה מחיר. קונים ומוכרים עושים את המחיר הזה, אבל לא כל אחד מסביב לעולם קונה או מוכר אופציות, אז זה לא נותן לך בדיוק את מה שהולך לקרות".

ג'וסט החל את הקריירה שלו ב-1994 כסוחר נגזרים בניו יורק עבור סוסיטה ג'נרל. בשנת 2002 הוא הצטרף לאקסן כראש הצוות הקמעונאי של האנליסטים. לאחר מכן הצטרף ג'וסט לצוות הניהול הבינלאומי של Natixis Asset Management. בשנת 2008, הוא הפך לראש צוות ניהול הון, ובשנת 2010 הוא הפך לראש צוות הון הליבה. מאז 2012, ניקולס ג'וסט מוביל את קבוצת ההשקעות, ומשמש סגן נשיא ומנהל מערכות מידע של Seeyond מאז ינואר 2018.