

Mangelnde Liquidität hat hohe Volatilität der Volatilität zur Folge

Börsen-Zeitung, 19.10.2016

Das derzeitige Finanzumfeld lässt sich sehr gut mit einem Zitat des Bestseller-Autors Nassim Taleb zusammenfassen: „Wenig Variabilität, also Abwechslung, bedeutet keine Stabilität. Machen Sie von daher nicht den Fehler, eine fehlende Volatilität mit Stabilität zu verwechseln.“ Denn seit 2008 haben Zentralbanken zur Rettung des Finanzsystems und des weltweiten wirtschaftlichen Aufschwungs die Märkte mit Liquidität geflutet. Auf den ersten Blick scheinen sie erfolgreich gewesen zu sein und ein Maß an Stabilität eingeführt zu haben. Bei näherer Betrachtung erweist sich diese Entwicklung jedoch als wenig nachhaltig und wird bei größeren Herausforderungen die Risikotoleranz von Investoren durch extreme Ausschläge auf die Probe stellen. Die letzten Ausverkäufe haben gezeigt, dass bei hohen Volatilitätsausschlägen keine Liquidität im Markt vorhanden ist, um diese abzufedern.

Korrelationsverlust

Diese Tatsache verschärft eine kurzfristige Preisentwicklung von Werten und erzwingt die Auflösung spekulativer Anlagen im Markt, was



zu einer hohen Volatilität der Volatilität (volatility of volatility) führt. Das Szenario gab es 2010, 2011, 2014 und im Jahr 2015, als die Volatilität der eigentlichen Volatilität höher als im Jahr 2008 ausschlug. Die Marktdynamik wird eng von den Zentralbanken beobachtet, die bei einem Übermaß an Verkäufen kommunikativ systematisch einschreiten, was wiederum zu einem Korrelationsverlust der Asset-Klassen untereinander führt. Durch derartige geldpolitische Aktivitäten zur Kontrolle der Marktvolatilität sind nicht nur die Asset-Preise inflationär gestiegen; es wurde ebenfalls eine unausgewogene Volatilität der Volatilität

geschaffen. Volatilität ist ein statistisches Instrument, das die Ausschläge von Preisen für ein Wertpapier oder einen Marktindex angibt. Es kann durch die Standardabweichung gemessen werden. Je höher die Volatilität, desto risikoreicher ist ein Titel in der Regel. Die Ängste von Marktteilnehmern werden we-



Tommaso Sanzin

Director Alternative Solutions – Overlay and Quantitative Strategies, Union Bancaire Privée

sentlich schneller sichtbar als ihre Gier. Von daher ist eine steigende Volatilität eher ein Zeichen für fallende Märkte, während sie in steigenden Märkten graduell abnimmt.

Diese Entwicklung wird gut durch den CBOE-Vix-Volatilitätsindex verdeutlicht; er hat sich als geeignetes Instrument etabliert, das kurzfristige Risikoaversionen über einen aggregierten Einmonatszeitraum für Forward-Optionen auf den S&P500-Index abbildet. In dem alleits bekannten Vix-Index kann allerdings nicht investiert werden – er bildet nur das Stimmungsbild am Markt ab. Seine Bedeutung hat in den vergangenen Jahren mit der zunehmenden Etablierung von liquiden börsennotierten Derivaten, die mit ihm verknüpft sind, zugenommen. Vix-Future-Kontrakte und angelegte börsengehandelte Papiere haben den Volatilitätshandel faktisch einem größeren Publikum zugänglich gemacht und der Volatilität den Status einer eigenen Assetklasse zugewiesen. Volatilität hat immer an den Märkten existiert – ihre Beschaffenheit hat sich allerdings in den vergangenen Jahren geändert: Die Volatilität selbst ist volatil geworden und ist nicht mehr nachhaltig, sondern erfolgt in kurzen Ausbrüchen, denen dann Kursabstürze folgen. Auf der einen Seite kann man am S&P500 einige sehr lange ruhige Perioden verfolgen, in denen es nur eine +/-1-prozentige Bewegung

gab; auf der anderen Seite gab es die sogenannten „Flash Crashes“. Spektakuläre Verengungen und abrupte Wendungen werden zur Norm. Auf der Suche nach Rendite investieren Anleger dann geballt und gleichzeitig, und das in einem Umfeld geringer Volatilität und niedriger Volumina. Traditionelle



Peter Richters

Leiter institutionelle Kunden Deutschland und Nordics, Union Bancaire Privée

kurzfristig ausgerichtete Teilnehmer sowie Sell-Side-Liquiditätsanbieter sind durch die steigende Regulierung wie etwa Basel III oder dem Dodd-Frank Act aus dem Markt gezwungen worden.

Strukturschwache Märkte

Das hat wiederum zu strukturschwachen und seichten Märkten geführt, besonders im außerbörslichen Handel. Krisen werden oft im Bereich der Liquidität ausgelöst; es besteht eine Ansteckungsgefahr, was offensichtlich ist, da die globalen Märkte geopolitisch und wirtschaftlich eng verbunden sind. William Buffett artikuliert es passend: „Volatilität ist nicht dasselbe wie Risiko. Investoren, die davon ausgehen, kommt diese Annahme teuer zu stehen.“ Chris Cole, Hedgefondsmanager bei Artemis, hat die jetzigen Märkte als ängstliche Bullenmärkte beschrieben: „Der unwahrscheinliche Anstieg kurzfristiger Volatilität über alle Asset-Klassen hinweg, zusammen mit sogenannten Short Gamma-Investmentstrategien, entwickelt eine gefährliche Schattenkonvexität, die den nächsten Hypercrash befeuern wird. Wir nähern uns dem Ende eines 30-jährigen geldpolitischen Superzyklus, der wiederum einen Super-Schuldenzyklus hervorgerufen hat – ein gigantischer Turm von Babel im kapitalistischen System. Die Märkte preisen bereits Zen-

tralbankenkontrolle ein, so dass wir nur einen Schalterhebel vom Risikoabgrund entfernt stehen.“ (Artemis Capital Report Q3 / 2015).

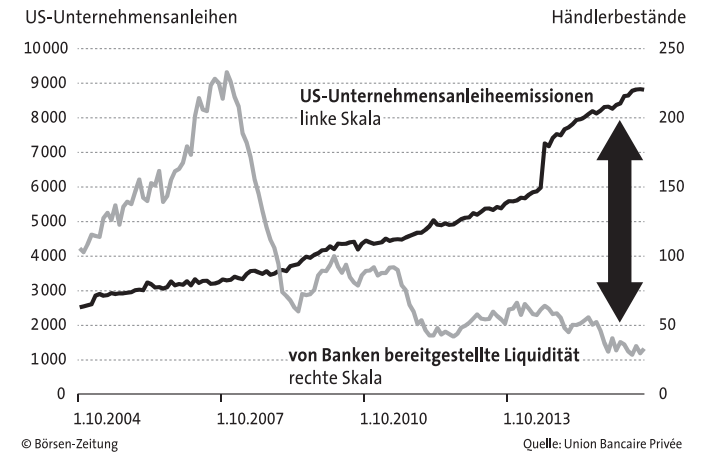
Value-Falle

Die Zeitabfolge oder der Auslöser des Szenarios, das Cole entwirft, sind unklar. Hilfreich könnte hier John Maynard Keynes sein, der meinte, dass „Märkte länger irrational sind, als wir solvent bleiben können“. Ähnlich kann „Volatilität länger geringer sein, als Anleger Geduld haben“. Marktordnungen mit geringer Volatilität können anhalten und sich als teuer für Anleger erweisen, die ihre Portfolios hebeln möchten. Absicherungen werden durch übereinstimmende Verhaltensmuster irgendwann zum falschen Zeitpunkt innerhalb des Finanzzyklus getätigt (in Form von Zukäufen). Investoren sollten bei einer Anlage von daher darauf achten, welche Risiken sie absichern und was für eine Art von Volatilität sie erwerben. Denn Volatilität kann sich zur Value-Falle entwickeln: Zurzeit fühlen sich Anleger durch historisch niedrige Niveaus angehalten zu kaufen, können aber bei unterschiedlichen Volatilitäts-Trades signifikante Verluste einfahren. Niedrigen absoluten Volatilitätswerten werden teure Niveaus bei relativen Volatilitätswerten zugeordnet, die dann wiederum die Preise für Carrys bestimmen und Hauptursache dieses Phänomens sind.

Es gibt drei Möglichkeiten, den relativen Volatilitätswert zu bemessen: Erstens, impliziert gegenüber realisiert – also die Prämie, die der Optionsverkäufer für die Volatilität erhält, durch den Anstieg der implizierten Volatilitätsfläche. Als dritte Möglichkeit kann Volatilität als „out of the money“ versus „at the money“ gemessen werden, was wiederum die Schiefe der implizierten Volatilitätsfläche erfasst. Bis Mitte 2016 brachen alle absoluten Werte ein, obwohl die relativen Werte teuer blieben. Bei ruhigen Märkten ist zudem die historische Wahrscheinlichkeit, dass Anleger von volatilen Ausschlägen überrascht werden, dramatisch gesunken, was wiederum die Effizienz von Standardabsicherungen beeinträchtigt. Dieser Balan-

Die Liquiditätslücke

Angaben in Mrd. US-Dollar



© Börsen-Zeitung

Quelle: Union Bancaire Privée

ceakt zwischen den Währungsbehörden und den Märkten, zwischen Emotionen und Fundamentaldaten dauert an – und führt zu Zeiten mit Volatilitätsflauten, die periodisch von Ausschlägen unterbrochen werden.

Risk Driven Investment

In den letzten Jahren ist Risk Driven Investing (RDI) mit Fokus auf das Risikomanagement – Volatilität, Verlust des Kapitals und Unterdeckungen – in den Vordergrund gerückt. Führende Institutionen haben ihre Portfolios nicht nur nach Asset-Klassen, sondern zunehmend nach Risikoklassen diversifiziert, mit einem Fokus auf eine Top-Down Asset-Allokation und ein ausgewogenes Risikomanagement mit effizienter Umsetzung. Titel- und Managerauswahl oder Market Timing standen nicht im Vordergrund. Risikokontrollierte, Smart-Beta- und Risikoprämien-Strategien haben sich zunehmend entwickelt und bilden heute eine Branche in sich selbst, mit qualitativ immer höherwertigen Produkten.

Volatilität ist ein sinnvolles Element für Institutionelle, die trotz enger Regulierung in den individuellen Jurisdiktionen überwiegend vor den gleichen Herausforderungen stehen: Ihre Risiko-Rendite-Portfolios auszutarieren. Auch wenn beispiels-

weise Versicherer langfristig investieren, wird die unterjährige Wertentwicklung genau überprüft. Hier kommt der angemessenen Steuerung von Volatilität und Draw-Down-Risiken besondere Bedeutung zu. Generell lässt sich beobachten, dass insbesondere Versicherer bei der Volatilitätsmessung für das übergeordnete Portfolio sich prozentual im niedrigen bis mittleren einstelligen Bereich bewegen. Finanzsteuerung und der Einsatz von Optionen ermöglicht es Investoren, die Renditeausschüttung abzuwandeln, um Portfolioziele besser zu erreichen. In diesem Zusammenhang hat die UBP Total-Return-Mandate eingeführt, die eine integrierte Absicherung zum Jahresende enthalten und für Kunden interessant sind, die kurzfristig bestimmte Kapitalverlustgrenzen einhalten müssen. Hier gilt es zwischen „Overlay“- und „Tail-risk“-Strategien zu unterscheiden, da beide unterschiedliche Risiken absichern. Korrekturen im Standardmarkt durch beliebige Overlay-Strategien abzufedern, ist momentan teuer und ineffizient; es ist sinnvoller, risikobehaftete Anlagen, die eine Ertragsicherung (tail protection) enthalten, zu kaufen. Mit einem solchen Ansatz könnten Investoren das Marktmomentum nutzen und sich gegen unvorhergesehene Vorgänge schützen.