



Konjunktur und Strategie

16. November 2023

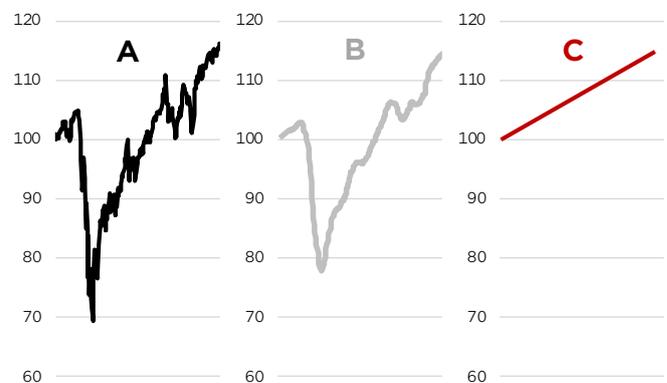
Finanzmärkte: Volatilität verstehen und richtig interpretieren

Ohne Fleiß kein Preis - dieses Sprichwort kennen Sie sicherlich. Analog dazu gilt für die Finanzmärkte der Zielkonflikt: Ohne Risiko keine Rendite. Sollte Ihnen eine risikolose Anlagemöglichkeit mit traumhaften Renditen versprochen werden, ist es Zeit hellhörig zu werden und schleunigst das Weite suchen. Denn (leider) lassen sich an den Finanzmärkten keine hohen Renditen ohne Risiko erzielen. Vielmehr sind Kursschwankungen an den Finanzmärkten so sicher wie das Amen in der Kirche. Als Synonym für das Risiko eines Wertpapiers wird typischerweise die Volatilität herangezogen. Diese berechnet sich wiederum aus der Standardabweichung der (Tages-)Renditen und erfasst die negativen und positiven Abweichungen vom Mittelwert. Wertpapiere mit einer volatileren Kursentwicklung gelten dann als relativ risikoreich und erfordern eine höhere Risikobereitschaft seitens des Anlegers. Welche Fallstricke Sie bei der Risikoeinstufung von verschiedenen Anlageoption kennen müssen und wie Sie die Volatilität richtig einordnen, erfahren Sie in dieser Ausgabe von „Konjunktur und Strategie“.

Was ein Gedankenexperiment über die Risikowahrnehmung verrät

Als Einstieg in das Thema Risiko an den Finanzmärkten dient ein Gedankenexperiment in Anlehnung an einen Artikel vom Fondsmanager Simon Evan-Cook¹: Stellen Sie sich vor, dass die drei Anlageoptionen A, B und C zur Auswahl stehen (vgl. Abbildung). Für welche Option entscheiden Sie sich?

Welche Anlage wählen Sie? A, B oder C?



Quelle: Refinitiv Datastream

Selbstverständlich wählen Sie Option C. Denn alle drei Anlageoptionen verzeichnen am Ende exakt denselben Wertzuwachs. Allerdings unterscheiden sich die Optionen im Hinblick auf ihre Kursschwankungen. Während Option A eine sehr volatile Kursentwicklung aufweist, verläuft der Kurs von Option C linear ohne Schwankungen und impliziert damit eine sichere Anlageoption. Sicherlich haben Sie den suggestiven Unterton der Fragestellung bemerkt, denn bei allen drei Optionen handelt es sich um die Kursentwicklung des S&P 500 Index im Pandemie-Jahr 2020. Die Kursverläufe unterscheiden sich lediglich in der Darstellung der Frequenz: Anlageoption A zeigt den S&P 500 auf Basis von Tagesdaten, Option B basiert auf Wochendaten und die letzte Option zeigt Jahresdaten. Trotz identischem Index und Zeitraum stufen wir das Risiko der drei Optionen aber unterschiedlich ein.

Die erste Erkenntnis lautet also: Die Risikowahrnehmung hängt in der Realität stark davon ab, wie häufig wir auf

¹ Quelle: <https://simonevan-cook.medium.com/volatility-forget-it-c3fa9281bd5b>, 16.11.2023 14 Uhr.

das Portfolio schauen. Hätten Sie im Jahresverlauf 2020 täglich auf den Kurs des S&P 500 geschaut, dann wären Sie sicherlich eine Gefühlsachterbahn durchlaufen. Womöglich hätten Sie zwischenzeitlich die Notbremse gezogen und den S&P 500 entweder vollständig verkauft oder hätten die Position reduziert. Im Anschluss den unteren Wendepunkt in Echtzeit perfekt zu antizipieren und im richtigen Moment die Position wiederaufzustocken, hätte einer fast unmöglichen Aufgabe geglichen. Rückblickend betrachtet war die Gefahr also hoch, zu einem denkbar ungünstigen Zeitpunkt zu verkaufen und zu spät wieder einzusteigen. In diesem Fall hätte sich die Buy-and-Hold-Strategie ausgezahlt. Dann hätten Sie sich nämlich über die positive Wertentwicklung gefreut und die extrem hohen Kursschwankungen im Jahresverlauf wahrscheinlich gar nicht registriert. Natürlich darf daraus nicht geschlussfolgert werden, dass man die Finanzmärkte nicht regelmäßig überwachen und taktische Anpassungen vornehmen sollte. Jedoch zahlt es sich in Zeiten höherer Volatilität aus, nicht in Panik zu verfallen und aus purem Aktionismus Verkäufe und Käufe zu tätigen.

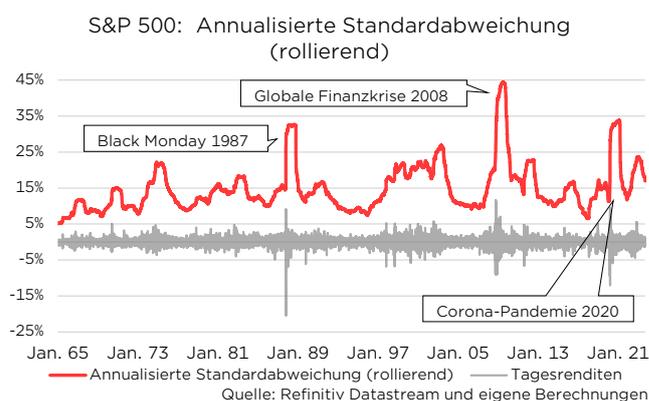
Wie sich die Volatilität künstlich verringern lässt

Auch wenn das Gedankenspiel auf den ersten Blick konstruiert wirkt, wird die Relevanz bei Berücksichtigung von semi-liquiden oder illiquiden Anlageklassen wie beispielsweise Private Equity, Private Debt oder geschlossenen Immobilienfonds deutlich. Bei diesen Anlageformen wird der Kurs in der Regel nicht täglich, sondern nur wöchentlich, monatlich oder gar mit einer noch geringeren Frequenz veröffentlicht. Vor dem Hintergrund unseres Gedankenexperiments müssten Investoren von diesen weniger liquiden Anlageklassen also relativ weniger Stress erleiden und sind rein „optisch“ einem geringeren Risiko ausgesetzt. Haben Sie aber tatsächlich weniger risikoreiche Anlagen in ihrem Portfolio? Nein, das ökonomische Risiko fällt im Vergleich zu klassischen liquiden Anlagen nicht geringer aus. Wie der gesunde Menschenverstand schon verrät, fällt das unternehmerische Risiko nicht zwangsläufig geringer aus, weil das Unternehmen nicht an der Börse gelistet ist und stattdessen Bestandteil eines Private Equity Fonds ist. Der Unterschied besteht jedoch darin, dass Angebot und Nachfrage im Sekundentakt einen Kurs für das börsennotierte Unternehmen bestimmen. Das erzeugt zwar Kursschwankungen und führt temporär zu Über- oder Untertreibungen, allerdings wird das zugrundeliegende unternehmerische Risiko davon nicht tangiert. Vielmehr kann argumentiert werden, dass es sich bei einer Aktiengesellschaft um ein etabliertes

Unternehmen handelt, das über ein ausgereiftes Geschäftsmodell mit relativ stabilen Cash-Flows verfügt. Diese Überlegungen sollen aber keineswegs ein Plädoyer gegen semi- oder illiquide Anlageklassen darstellen, da diese einen Zugang zu interessanten Anlageoptionen ermöglichen, die durch liquide Anlageformen nicht vollständig abgedeckt werden, und wichtige Diversifikationspotentiale für das eigene Portfolio bieten. Es darf jedoch nicht übersehen werden, dass nur aufgrund der künstlich reduzierten Volatilität das zugrundeliegende unternehmerische Risiko von weniger liquiden Anlageklassen geringer ausfällt.

Was bedeutet „Volatility Clustering“?

Aber nicht nur die Frequenz der Kursverfügbarkeit spielt eine Rolle für die Risikoeinstufung, sondern auch der betrachtete Zeitraum ist wichtig. Ein Blick auf die Empirie zeigt sehr eindrucksvoll, dass die Volatilität – gemessen als Standardabweichung von Renditen – im Zeitablauf nicht konstant ist. Vor allem in Stressphasen steigt die Volatilität sprunghaft an. In der folgenden Abbildung ist die rollierende annualisierte Standardabweichung der Tagesrenditen des S&P 500 Index abgetragen. So schlug die annualisierte Standardabweichung im Zuge des „Black Mondays“ 1987, der globalen Finanzkrise 2008 und der Corona-Pandemie 2020 sehr deutlich nach oben aus. Im Fachjargon wird dieses Phänomen „Volatility Clustering“ genannt.



In der Folge macht es also einen gravierenden Unterschied, welcher Zeitraum für die Berechnung der Volatilität zugrunde gelegt wird. Warum ist das überhaupt wichtig? Für die Beurteilung und den Vergleich der Attraktivität mehrerer Anlageoptionen spielt neben der Schätzung der Renditeerwartung selbstverständlich die Risikoeurwartung eine zentrale Rolle. Als Grundlage wird dabei häufig auf die historische Volatilität zurückgegriffen, die aber wie oben gezeigt nicht zwangsläufig ein guter Schätzer für die Zukunft ist und insbesondere durch Strukturbrüche verzerrt wird.

Abschließend ist es wichtig, zu verstehen, dass es sich bei der Standardabweichung (Volatilität) um ein symmetrisches Risikomaß handelt. Positive und negative Abweichungen vom Mittelwert werden dabei als gleich „schlimm“ empfunden. Normalerweise sind es aber nur die Schwankungen der negativen Renditen, die Sorgen bereiten. In diesem Fall sollte die Standardabweichung um die sogenannte Downsidevolatilität ergänzt werden. Alternativ können der Value at Risk („How bad can things go?“) und Expected Shortfall („If things do go bad, what is the expected loss?“) als weitere Kennzahlen zur Risikoeinstufung herangezogen werden.

Wie lautet unser Fazit?

Drei Aspekte sind entscheidend: Erstens hat die Häufigkeit, mit der wir auf das Portfolio schauen, einen Einfluss auf unser Anlageverhalten. Im ungünstigsten Fall führt ein zu enges Beobachten der Märkte zu unvorteilhaften

Entscheidungen. Zweitens fällt das ökonomische Risiko einer Anlageoption nicht geringer aus, weil der Kurs mit einer geringeren Frequenz verfügbar ist (vgl. semi-liquide oder illiquide Anlageklassen). Vielmehr befindet man sich zwischen den Veröffentlichungsterminen der Kurse zum gewissen Grad in einem „Blindflug“. Allerdings ist es auch richtig, dass die Volatilität von börsenelisteten Unternehmen durch die Marktstimmung zusätzlich erhöht wird und es zu temporären Über- und Untertreibungen kommt. Drittens stößt die Volatilität als Risikokennzahl in seiner Aussagekraft an seine Grenzen und muss als Schätzer für die Risikoerwartung mit Vorsicht interpretiert werden. Wichtig ist es, auch alternative Kennzahlen wie die Downsidevolatilität zur Risikoeinstufung einer Anlageoption heranzuziehen.

Simon Landt

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	16.11.2023	09.11.2023	13.10.2023	15.08.2023	15.11.2022	30.12.2022
	14:42	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	34991	3,2%	3,9%	0,1%	4,2%	5,6%
S&P 500	4514	3,8%	4,3%	1,7%	13,1%	17,6%
Nasdaq	14104	4,3%	5,2%	3,5%	24,2%	34,8%
Russell 2000	1801	6,8%	4,7%	-5,0%	-4,7%	2,3%
DAX	15831	3,1%	4,2%	0,4%	10,1%	13,7%
MDAX	26080	1,0%	4,5%	-6,1%	-0,4%	3,8%
TecDAX	3097	2,4%	5,1%	-0,9%	-1,0%	6,0%
EuroStoxx 50	4311	1,9%	4,2%	0,5%	10,1%	13,6%
Stoxx 50	3913	0,2%	-0,7%	-0,6%	6,0%	7,2%
SMI (Swiss Market Index)	10675	0,3%	-2,1%	-2,8%	-3,2%	-0,5%
FTSE 100	7447	-0,1%	-2,0%	0,8%	1,1%	-0,1%
Nikkei 225	33424	2,4%	3,4%	3,7%	19,4%	28,1%
Brasilien BOVESPA	123634	3,9%	6,8%	6,4%	9,3%	12,7%
Russland RTS	1135	2,3%	9,7%	12,3%	-2,1%	16,9%
Indien BSE 30	65982	1,8%	-0,5%	0,9%	6,6%	8,5%
China CSI 300	3572	-1,1%	-2,5%	-7,1%	-7,6%	-7,7%
MSCI Welt	2975	3,3%	3,9%	0,9%	11,1%	14,3%
MSCI Welt SRI	2925	3,8%	5,2%	-7,2%	14,8%	18,3%
MSCI Emerging Markets	984	2,9%	3,4%	0,2%	2,4%	2,8%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	130,64	20	112	-19	-869	-229
Bobl-Future	116,70	12	54	163	-286	95
Schatz-Future	105,11	0	3	22	-161	-31
3 Monats Euribor	3,99	9	9	34	220	210
3M Euribor Future, Dez 2023	3,98	1	-1	5	104	38
3 Monats \$ Labor	5,63	0	-3	-1	98	86
Fed Funds Future, Dez 2023	5,33	-2	-6	-9	85	69
10-jährige US Treasuries	4,46	-19	-16	24	65	63
10-jährige Bunds	2,60	-2	-10	-6	50	3
10-jährige Staatsanl. Japan	0,79	-5	5	17	54	37
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,01	-10	-9	-5	-7	-60
US Treas 10Y Performance	566,51	0,8%	0,9%	-1,7%	-2,4%	-2,3%
Bund 10Y Performance	537,38	0,2%	1,1%	1,1%	-1,5%	2,3%
REX Performance Index	435,22	-0,4%	0,7%	1,2%	-0,3%	0,6%
IBOXX A.A. €	3,76	-6	-18	-7	48	16
IBOXX BBB, €	4,52	-10	-27	-11	0	-17
ML US High Yield	8,77	-24	-45	19	-2	-21
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	0,0%	-1,2%	0,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	563,52	1,6%	-5,4%	-2,4%	-12,4%	-7,6%
MG Base Metal Index	381,26	1,1%	3,0%	2,0%	-9,0%	-8,8%
Rohöl Brent	80,84	1,0%	-11,1%	-5,0%	-14,0%	-4,8%
Gold	1969,55	0,5%	2,6%	3,2%	11,3%	8,5%
Silber	23,45	2,5%	3,2%	3,8%	9,1%	-1,3%
Aluminium	2199,00	-1,4%	1,2%	5,2%	-8,7%	-6,4%
Kupfer	8172,25	1,3%	3,8%	0,4%	-2,1%	-2,3%
Eisenerz	129,25	1,5%	9,0%	23,3%	40,0%	16,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1688	5,6%	-13,2%	44,8%	29,8%	11,4%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0873	1,7%	3,3%	-0,5%	4,5%	1,9%
EUR/ GBP	0,8745	0,3%	1,1%	1,9%	0,4%	-1,4%
EUR/ JPY	164,00	1,5%	4,2%	3,1%	13,2%	16,6%
EUR/ CHF	0,9648	0,1%	1,1%	0,6%	-1,5%	-2,0%
USD/ CNY	7,2468	-0,6%	-0,9%	-0,5%	2,8%	5,0%
USD/ JPY	151,37	0,0%	1,2%	4,0%	8,7%	15,4%
USD/ GBP	0,8046	-1,1%	-2,3%	2,6%	-4,3%	-3,2%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.