2013 – Volatilität weiter niedrig?

Description

Im kommenden Jahr ist es 100 Jahre her, dass die Fed als rein privatwirtschaftliche Institution gegründet wurde. Gründungseigentümer waren große europäische Banken, darunter Rothschild und Warburg, sowie große amerikanische Institute, darunter Lehman, Chase Manhattan (Rockefeller) und Goldman Sachs. Ihr Leitspruch hätte der eines Mitglieds des Rothschild-Clans sein können: „Gebt mir die Kontrolle über die Währung einer Nation, dann ist es für mich gleichgültig, wer die Gesetze macht“. Mit der Fed-Gründung wurde die US-Regierung ihres Privilegs beraubt, Geld zu drucken.

74 Jahre später, 1987, trat Greenspan an die Spitze der Fed und sorgte im Unterschied zu seinem Vorgänger Volcker bis zum Ende seiner Amtszeit 2006 dafür, dass Probleme der US-Wirtschaft regelmäßig in Liquidität ertränkt wurden. Bernanke setzte diese Politik fort – und wie. Ihm kommt der fragwürdige Ruhm zu, zusammen mit anderen großen Notenbanken in den zurückliegenden Jahren ungefähr zehn Billionen Dollar geschöpft haben. Das ist historischer Rekord, unerreicht auch durch die Maßnahmen in der Großen Depression der 1930er Jahre und in der Kreditkrise der frühen 1980er Jahre.

Der realwirtschaftliche Nutzen blieb begrenzt. Zwar gab es ab 2009 einen Crack-up-Boom, aber der versandete 2011. 2012 wurde erneut deutlich, dass die Zeiten nachhaltigen Wirtschaftswachstums wohl so schnell nicht wiederkehren. Wichtiger noch: Offenbar konnte diese Politik nicht verhindern, dass der Arbeitsmarkt seine Elastizität verlor.

Nach den acht Rezessionen zwischen 1948 und 1981/1982 dauerte es jeweils deutlich weniger als ein Jahr, bis die US-Beschäftigung ihre Delle wieder wett gemacht hatte. Nach der Rezession 1990 dauerte es hingegen schon 15 Monate, nach der von 2001 dauerte 39 und nach der jüngsten Rezession sind schon über 40 Monate vergangen, der Beschäftigungsstand liegt aber immer noch klar unter dem Niveau vor der Rezession.

Wie fast immer, wenn von etwas im Übermaß Gebrauch bemacht wird: Der Grenznutzen des eingesetzten Mittels nimmt rapide ab. Oder anders herum: Die Liquiditätsflut muss immer krasser ansteigen, um überhaupt noch einen Effekt zu haben. Werden die Zentralbanken damit ihrem ordnungspolitischen Auftrag gerecht, für einen stabilen monetären Rahmen zu sorgen, der wiederum Grundlage ist für die handelnden Wirtschaftssubjekte, Chancen und Risiken ihrer Vorhaben rational abschätzen zu können?

Mit der Liquiditätsflut werden die Mechanismen der Preisbildung partiell außer Kraft gesetzt. Das wird besonders deutlich am Preis für Geld selbst – erklärtes Ziel der Fed ist es, mit ihrer lockeren Geldpolitik die langfristigen Zinsen zu drücken. Wichtiger noch: Die Volatilität vieler anderer Preise verliert an Bedeutung.

Die Preis-Volatilität zeigt unter normalen Umständen das Risiko an, das mit dem Besitz der entsprechenden Assets verbunden ist. Sinkt die Volatilität, sinkt das Risiko, ein sinkendes Risiko wiederum wird in der Regel von den großen Kapitalsammelstellen, wie z.B. Versicherungen oder Pensionsfonds, als Signal zum Übergewichten der entsprechenden Assets angesehen.

Wenn die Zukunft bekannt wäre, gäbe es kein Risiko und die Volatilität wäre (zu Recht) niedrig. Mit der künstlich gedrückten Volatilität vieler Assetpreise wird fälschlicherweise signalisiert, dass die Zukunft sicherer einschätzbar wird. Das kann schwere Krisen auslösen. Z.B.: Vor der Finanzkrise konvergierten die Renditen der einzelnen Länder der Eurozone und legten dadurch nahe, dass es ähnlich sicher wäre, in griechische, wie in deutsche Staatsanleihen zu investieren. Ursache für diesen Trugschluss war u.a. die

einheitliche Geldpolitik der EZB, sie verzerrte die Länder-Risiken, egalisierte sie.

Mit künstlich gedrückter Volatilität ist es nicht weit zum nächsten Desaster. Größere Finanzkrisen werden in der Regel durch eine Fehleinschätzung von Risiken, nicht durch den Verfall bestimmter Asset-Preise ausgelöst. Wenn korrekte Risiko-Indikationen fehlen, weil sie durch „wohlmeinende“ Interventionen glatt gebügelt worden sind, hängen letztlich alle modernen Portfolio-Modelle in der Luft, die auf statistischen Ansätzen der Verteilung von Erträgen basieren. Sie sollen eigentlich helfen, hohe Erträge bei minimiertem Risiko zu erwirtschaften.

Die Volatitilität kehrt langfristig stets zu einem mittlerem Wert zurück (siehe die Charts unten!). Phasen erhöhter Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung sind endlich, mit dem Fortschreiten entlang der Zeitachse, wird (unsichere) Zukunft zur Gegenwart, Ungewissheit wird von Gewissheit abgelöst. Volatilität neigt andererseits zur Clusterbildung: Unsicherheit nährt die Unsicherheit und umgekehrt, ein Gefühl von Sicherheit bestärkt selbiges eine gewisse Zeit. Die Clusterbildung wiederum ist die Basis für Übertreibungen – nach einer Phase hoher Unsicherheit beginnt häufig eine, in der angenommen wird, die Zukunft besonders gut einschätzen zu können.

Phasen künstlich reduzierter Volatilität, wie aktuell durch die extrem lockere Geldpolitik herbeigeführt, führen zu einem Gefühl trügerischer Sicherheit. Clusterbildung – die Sicherheit nährt die Sicherheit. Das geht bis zu dem Punkt, wo sich Zweifel breit machen am Erfolg dieser Politik. Dann kippt das Bild. Die Volatilität schlägt in das andere Extrem aus – Schwanken um einen Mittelwert.

Wenn eine niedrige Volatilität heutzutage kein Signal mehr für eine sichere Investition darstellt, ist umgekehrt heute erhöhte Volatilität ein Hinweis für mögliche sichere Gewinne?

Charles Gave, GaveKal, sagt, in einer Welt unterdrückter Volatilität sei das einzig intelligente, was ein langfristig ausgerichteter Investor tun kann, Assets zu kaufen, die wegen ihrer höheren Volatilität verkauft worden sind. Das träfe insbesondere auf Aktien mit langer Laufzeit zu. Darunter versteht er solche, die in einer frühen Wachstumsphase stecken, also noch Jahre benötigen, bis sie profitabel werden. Damit haben sie zwar eine vergleichsweise hohe KGV-Bewertung, reagieren aber besonders empfindlich auf Niedrigzins-Phasen. Denn nach traditioneller (DCF)-Bewertung (discounted cash flow) bewirken niedrige Gegenwartszinsen höhere künftig erwartete Cashflows. Gave bevorzugt hierbei Aktien aus den Sektoren Technologie, Energie und Gesundheitswesen.

2013 – Volatilität weiter niedrig? Ich sehe die Volatilität auf den Finanzmärkten in 2013 eher wieder ansteigen. Was die Volatilität bei Aktien betrifft, so wäre der VIX im Jahresmittel wohl eher bei 25 bis 30 zu sehen.

Die beiden folgenden Charts zeigen einerseits den S&P 500, andererseits den VIX als Maß der Volatilität. Beim VIX ist deutlich zu erkennen, wie er um einen langfristigen Mittelwert oszilliert.

FREE DATA