

ÜBER BREITE STREUUNG UND VOLATILITÄT

Von Peter De Coensel, CEO DPAM



Im Rückblick haben wir festgestellt, dass die Veröffentlichungen von Wirtschaftsindikatoren oder auch die Maßnahmen der Geldpolitik im Jahr 2022 eine breite Streuung aufwiesen. Die Standardabweichungen waren hoch.

Die US-Lohninflationsdaten für das erste Halbjahr 2022 oder die EU-Gesamtinflationsdaten für das zweite Halbjahr 2022 wiesen eine größere Streuung auf als die Konsenserwartungen. Die Überraschung über die Reaktionen der Zentralbanken ist verblüffend. Die Streuung der Daten und die politischen Überraschungen führten zu einem anhaltenden Anstieg der Volatilitätsindikatoren für Zinsen, Devisen, Rohstoffe und Aktien. Können wir diese höhere Volatilität in das Jahr 2023 extrapolieren? Eine Diskussion über die US-Zinsvolatilität, ausgedrückt durch den MOVE-Index oder den US-Aktien-VIX, kann einen Mehrwert darstellen.

Der MOVE (Merrill Lynch Option Volatility-Index) berechnet die künftige Volatilität der Renditen von US-Staatsanleihen, die durch die aktuellen Preise von 1-Monats-Optionen auf Schatzpapiere mit verschiedenen Laufzeiten (2 Jahre, 5 Jahre, 10 Jahre und 30 Jahre) dargestellt wird. Die implizite Volatilität kann als Maß für die Kosten einer Versicherung gegen übermäßige Zinsschwankungen verstanden werden, sei es nach oben oder nach unten. Dieses Maß liegt derzeit bei 113. Ein Höchststand wurde Mitte Oktober 2022 mit 160 erreicht. Die künftige Richtung des MOVE hängt von der Unsicherheit ab, die in der Veröffentlichung von Wirtschaftsindikatoren oder geldpolitischen Anpassungen zum Ausdruck kommt und korreliert mit diesen.

Die geldpolitische Unsicherheit nimmt ab, da wir uns dem Ende des Zinserhöhungszyklus nähern. Die Unsicherheit aus der Veröffentlichung von Wirtschaftsindikatoren konzentriert sich auf die Frage: "Wie viel niedriger als der Konsens" werden die tatsächlichen Zahlen ausfallen? Dies gilt sicherlich für die Gesamtinflationszahlen in den USA und der EU, weniger jedoch für die Kerninflationen. Basiseffekte wirken sich bei Warenkomponenten deflationär aus. Die Basiseffekte im Energiesektor werden ab März 2023 und im dritten Quartal 2023 stark deflationär sein. Bei den Komponenten aus dem Dienstleistungssektor stagnieren die Zahlen oder haben sich in den letzten drei Monaten um annualisiert 2 % eingependelt. Wir sind zuversichtlich, dass sich die Verteilung der Ergebnisse anzunähern beginnt, da die Zeit des wirtschaftlichen Übergangs dem Ende zuneigt. Die Lohninflation hingegen bleibt breit gestreut, quasi als Elefant im Porzellanladen. Die Arbeitsmärkte bleiben angespannt, bei historisch niedrigen Arbeitslosenzahlen. Die Daten tendieren zu höheren Werten, da die verzögerten Auswirkungen der straffen Geldpolitik zum Tragen kommen.

Wir erwarten nach einem aggressiven geldpolitischen Straffungszyklus in den Industrieländern (DM) im Jahr 2022, dass die Veröffentlichung negativer Wirtschaftsindikatoren (für Anleihen und Aktien) möglicherweise zurückgehen wird. **Konvergenz in der Verteilung bedeutet Straffheit. Straffheit ist gleichbedeutend mit weniger Volatilität.** Wenn wir uns im ersten Halbjahr 2023 den Leitzinsen der FED oder der EZB nähern, könnte sich die Zinsvolatilität nach unten korrigieren. Der durchschnittliche MOVE-Indexwert im Jahr 2022 lag bei 122. Im Jahr 2021 lag der durchschnittliche MOVE-Wert bei 77.

Mit dem Erreichen der Höchststände bei den DM-Leitzinsen in Kombination mit den Leitzinsen der Schwellenländer, die sich bereits auf einem Höchststand befinden, könnte die US-Zinsvolatilität einbrechen... die 100er-Unterstützungslinie durchbrechen und die 80er-Marke anvisieren.

Betrachtet man die Entwicklung des MOVE über die letzten 35 Jahre, so stellt man fest, dass der MOVE-Index etwa 2 Monate vor Beginn der Zinssenkungen der FED einen Tiefpunkt erreicht. Derzeit geht der Markt von einer ersten Zinssenkung Anfang 2024 aus. Damit würde der MOVE-Index seinen Tiefpunkt im vierten Quartal 2023 erreichen. Ein Umfeld, in dem der MOVE-Index im Laufe des Jahres 2023 nach unten tendiert, wird Spread-Produkte begünstigen. Erwarten Sie, dass IG und HY in dem Moment florieren, in dem die Zinsvolatilität in den Hintergrund tritt. Carry kann sich herauskristallisieren.

Übrigens ist es nicht notwendig, dass sich die langfristigen Zinssätze nach unten anpassen. Sobald sich die 2- bis 5-jährigen Zinsen Mitte 2023 stabilisieren, könnte sich die Zinsstrukturkurve umkehren. Um es vorwegzunehmen: Die Wahrscheinlichkeit einer Versteilerung der Kurve, die vom vorderen Ende ausgeht, könnte steigen und im zweiten Halbjahr 2023 wirksam werden.

Der Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatility Index® (VIX® Index) ist das Herzstück des Volatilitätsbereichs der CBOE. Er umfasst VIX-Futures und VIX-Optionen. Die Definition der CBOE lautet wie folgt: "Der VIX-Index ist ein Maß für die konstante erwartete 30-Tage-Volatilität des US-Aktienmarktes, abgeleitet aus den in Echtzeit notierten mittleren Kursen von S&P 500® Index (SPXSM) Call- und Put-Optionen. Er ist weltweit einer der bekanntesten Volatilitätsindikatoren, über den die Finanzmedien häufig berichten und der von einer Vielzahl von Marktteilnehmern als täglicher Marktindikator aufmerksam verfolgt wird. Der VIX schloss am vergangenen Freitag (13.1.2023) bei 18,35 und lag im Jahresdurchschnitt 2022 bei 21,67.

Der 30-Jahres-Durchschnitt für den VIX liegt bei 19,89. Der 30-Jahres-Durchschnitt für den MOVE-Index liegt bei 91. **Die aktuelle Volatilität der US-Aktien geht schneller zurück als die der Zinsen.** Der MOVE- und der VIX-Index sind in der Regel eng miteinander korreliert (0,80). Es ist zu erwarten, dass der MOVE-Index in den kommenden Monaten und Quartalen unter 100 fallen wird. **Somit werden Überraschungen bei politischen und wirtschaftlichen Indikatoren mit negativen Auswirkungen auf den Markt im Jahr 2023 die Ausnahme und nicht mehr die Regel sein** - wie im letzten Jahr.