

Nebezpečně nízká volatilita

Stabilita plodí nestabilitu. To jsou známá slova amerického ekonoma Hymana Minského. Co tím měl na mysli? Déle trvající stabilní období na trzích nebo v ekonomice podněcuje účastníky trhů k podstupování vyššího a vyššího rizika natolik, že to samo o sobě vyvolá nestabilní stav, který potom přispěje k výraznému poklesu cen různých aktiv.

Dnes jsme ve velmi podobné situaci. Historicky nízká volatilita na akciových trzích vysílá falešné signály o úrovni všeobecného rizika, investoři mají dojem, že riziko je nízké a nabírají si ho do svých portfolií více, než tuší. Riziko je neoddelitelná součást každé investice. Pokud však investor použije špatnou definici rizika (volatilitu) a navíc její úroveň mylně pokládá za nízkou, koleduje si o průšvih.

Co to vlastně je ta volatilita? Je to statistická veličina, která označuje míru kolísání ceny aktiva. Čím více kolísá cena nějaké akcie nebo indexu, tím je volatilnější. Volatility jsou dvě. Implikovaná a realizovaná. Implikovaná volatilita zobrazuje očekávání investorů ohledně volatility v budoucnosti. Počítá se z cen opcí pomocí Black-Scholesova modelu. Realizovaná volatilita udává skutečnou míru kolísání cen v minulosti.

Obě tyto volatility jsou v poslední době na svých historických minimech. Implikovaná volatilita (VIX) se počítá od roku 1990. Její průměrná hodnota mezi lety 1990 a 2016 byla přibližně 20. Její letošní průměr se blíží k 10. Za celých 27 let se VIX dostal pod 10 jen asi v

padesáti případech. Z toho čtyřicetkrát letos. Realizovaná volatilita letos klesla dokonce až na 7 a rok 2017 je tak nejméně volatilní za celou dobu, co se volatilita měří.

Na tomto místě se nabízejí dvě otázky. Proč je volatilita tak nízká a proč by to mělo vadit? Na první otázku odpověď nemám. Na druhou ano. O tom, proč je volatilita rekordně nízká můžeme jen spekulovat. Osobně si myslím, že za tím stojí tři hlavní důvody. Za prvé, dlouhodobý růst akciových trhů. Na rostoucím trhu je zpravidla volatilita nižší. Za druhé, rozmach pasivního investování. Když čím dál méně lidí přemýšlí o tom, co a za kolik kupuje, má to tendenci snižovat volatilitu jednotlivých akcií i celých trhů. A za třetí, masivní nákupy dluhopisů a manipulace s úrokovými sazbami ze strany centrálních bank snižují volatilitu v úrokových sazbách a ta potom působí i na volatilitu akcií.

Mnohem podstatnější je však otázka, proč by měla nízká volatilita vadit. Vše souvisí s definicí rizika a s jeho řízením. Drtivá většina institucionálních investorů stále tvrdošíjně používá volatilitu jako měřítko rizika. To ale potom znamená, že historicky nízká volatilita jim v jejich sofistikovaných modelech na řízení rizik (např. Value-at-Risk) hlásí, že jejich riziko je nedostatečné a že jejich „riziková kapacita“ není naplněna. Mít nenaplněnou rizikovou kapacitu je pro mnohé investory hrozná představa. Naštěstí je na ni snadný lék. Nabrat do portfolia více rizika, více rizikových aktiv a více využívat páku.

Přesně to dnes vidíme. Všichni robo poradci, kvantitativní investoři, risk parity fondy, fondy cílující na určitou úroveň volatility, ETF šortující přímo volatilitu atd. nabírají více a více rizika. Podobných produktů opírajících se o nízkou volatilitu jsou spousty a suma peněz do nich zainvestovaných nebude jen ve stovkách miliard dolarů ale spíše ještě o řád vyšší. Šortování volatility je pro běžného investora skrytá, ale momentálně hodně rozšířená mánie.

Všichni tito investoři implicitně přepokládají, že nízká volatilita tady zůstane i do budoucna. To však není pravděpodobné. I pouhý návrat volatility ke jejím dlouhodobým průměrům by znamenal 100% nárůst indexu VIX. To není nic nepředstavitelného. Volatilita navíc zpravidla skáče nahoru rychle a nečekaně a klesá pozvolně. Takový pohyb ve volatilitě směrem vzhůru by vyvolal masivní úpravy (prodeje) v mnoha portfoliích, částečně i díky „margin calls“. Riziková kapacita by najednou byla výrazně překročena a pozice by se musely radikálně snižovat. Tyto prodeje by vyvolaly ještě větší nárůst volatility, což by vyvolalo ještě větší prodeje, a tak dále.

Sázet na nízkou volatilitu, ať už explicitně nebo

Investujte opatrně!

Daniel Gladiš, 11. 12. 2017

Pro více informací

Navštivte www.vltavafund.com

Napište investor@vltavafund.com

implicitně, se v poslední době vyplácí a přináší to solidní výnosy. Je to však za cenu velmi vysokého rizika. Snaha pokračovat v této strategii si navíc vyžaduje podstupovat čím dál větší riziko. Opatrní a konzervativní investoři, kteří definují a oceňují riziko správně a drží se zkrátka, mohou dnes mnohým připadat jako špatní investoři. Zodpovědnost ve správě peněz se v těchto dobách nehodnotí vysoko. Budou to však právě tito opatrní investoři, kteří se budou smát naposled. Dnešní risk-takers budou mít dříve nebo později velké problémy a ze zpětného pohledu se možná sami budou divit, jak moc riskovali. V některých případech budou problémy i existenční. To se týká především různých ETF, která jsou short ve volatilitě, mají v sobě páku nebo investují do nelikvidních aktiv. Některá z nich zaniknou a s sebou vezmou i peníze investorů.

Uchovat si chladnou hlavu uprostřed davu, který se žene za okamžitým ziskem bez ohledu na výši rizik bývá často pro investory to nejtěžší. Vždycky se to ale vyplatí.

Sledujte www.facebook.com/vltavafund

Tento dokument vyjadřuje názory autora v době, kdy byl napsán a je určen výhradně pro edukativní účely.

Naše odhady a projekce týkající se budoucnosti mohou být a pravděpodobně také budou chybné. Nespolehejte na ně a při svých investičních rozhodnutích používejte i vlastní selský rozum.

Informace obsažené v tomto komentáři mohou obsahovat prohlášení, která, pokud nejsou citacemi historických skutečností, tvoří „výhledová prohlášení“ ve smyslu platných zahraničních právních předpisů o cenných papírech. Tato prohlášení mohou obsahovat finanční a jiné předpoklady, stejně jako prohlášení o našich budoucích plánech, cílech nebo hospodářských výsledcích anebo odhady na tom založené. Jakákoli taková výhledová prohlášení vycházejí z předpokladů a rozborů provedených fondem na základě jeho zkušeností a vnímání historických trendů, současného stavu a očekávaného budoucího vývoje i dalších skutečností, které považujeme za daných okolností za vhodné. To, zda budou skutečné výsledky a vývoj odpovídat našemu očekávání a předpovědím, však závisí na množství rizik, předpokladů a nejistých skutečností. Při hodnocení výhledových prohlášení by měli čtenáři zvláště zvažovat různé faktory, které by mohly způsobit, že se skutečné události anebo výsledky zásadně liší od těch, jež jsou uvedeny v takových výhledových prohlášeních. Pokud platné právní předpisy o cenných papírech nevyžadují jinak, nemáme v úmyslu, ani se nezavazujeme aktualizovat či upravovat

výhledová prohlášení tak, aby odrážela následně informace, události, výsledky, okolnosti či jiné skutečnosti.

Tento komentář nepředstavuje, není součástí, ani by neměl být vykládán jako jakákoli nabídka k prodeji nebo úpisu nebo výzva k nabídce koupě či úpisu cenných papírů fondu.

Před úpisem by měli potenciální investoři vyhledat nezávislé odborné poradce, pokud jde o maltské či jakékoli jiné zahraniční právní předpisy týkající se nabývání, držení či zpětný prodej akcií Fondu nebo výplaty akcionářům.

Akcie fondu nebyly a nebudou registrovány podle amerického zákona o cenných papírech z roku 1933, v platném znění („Zákon z roku 1933“) nebo podle předpisů o cenných papírech kteréhokoli jiného státu. Podle amerického zákona o investičních společnostech z roku 1940 („Zákon z roku 1940“) není fond registrovanou investiční společností.

Akcie fondu nesmějí být nabízeny investorům v České republice v rámci veřejné nabídky, jak se uvádí v § 34 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu („Zákon o podnikání na kapitálovém trhu“).

Výnosnost v jakémkoli období v minulosti nemusí nutně znamenat, že podobné výsledky lze očekávat i v budoucnosti. Výnosy u jednotlivých investic jsou neauditované, jsou uváděny v přibližné výši a mohou zahrnovat dividendy i opce.

© Copyright 2017 Vltava Fund SICAV, plc a www.vltavafund.com – Všechna práva vyhrazena.

Tento dokument nelze použít v jakémkoliv publikaci, není možné jej dále šířit, distribuovat, ani kopírovat bez předchozího písemného souhlasu Vltava Fund SICAV, plc.