

Absolutreport

Neue Perspektiven für
institutionelle Investoren



Beitrag in Ausgabe 03|2026

standpunkt

DANIEL KERBACH BayernInvest

Volatilität neu denken

Daniel Kerbach

Chief Investment Officer
BayernInvest

München



Volatilität neu denken

Hohe Verschuldung, der KI-Realitätstest und geopolitische Risiken halten die Volatilität im laufenden Jahr auf erhöhtem Niveau. Die daraus kontinuierlich entstehenden Marktüberreaktionen schaffen Chancen für aktives, antizyklisches Management. Volatilität wird zur Quelle von Alpha.

Einführung

Volatilität ist seit langem das wichtigste Maß für das Risiko und die Schwankungsintensität an den Finanzmärkten. Daher assoziieren viele Marktteilnehmer damit in erster Linie Verlustrisiken, die durch Volatilität bedingt sind. Dabei ist das Ausmaß der Schwankungen liquider Assets nicht zwingend schlecht. Entscheidend ist, nicht jede Bewegung nachzuvollziehen, sondern gut aufgestellt zu sein. So kann man mit Schwankungen leben und sie nutzen.

In einem Umfeld, in dem viele Investoren reflexartig nach Glättung und Risikoreduktion rufen, sobald die Schlagzeilen rauer werden, lohnt ein nüchterner Blick auf die Funktion, die Volatilität in einem Portfoliokontext eigentlich erfüllt.

Sie ist der Preis, der dafür gezahlt wird, dass Kapital nicht eingefroren bleibt, sondern in einer Welt unvollständiger Information laufend neu allokiert wird. Wer diese Preisbildung als Lärm interpretiert, übersieht das eigentliche Signal: In Phasen erhöhter Schwankungen weicht der gehandelte Preis besonders häufig vom fundamentalen Wert ab – und genau in dieser Differenz lässt sich Alpha aktiv generieren.

Die Logik klassischer Modelle, in denen Volatilität ausschließlich als Risikomaß dient, greift dabei zu kurz. Volatilität ist ebenso ein Liquiditäts-, Stimmungs- und Strukturindikator. Sie spiegelt Positionierungen, Marginanforderungen,

regulatorische Zwänge sowie Verkäufe aus nicht ökonomischen Gründen wider. Wer unterscheidet, ob ein Kurssturz von einer fundamentalen Neubewertung oder von technischen Zwangsverkäufen getrieben ist, kann antizyklisch agieren, statt prozyklisch zu reagieren. Genau hier setzt eine Anlagephilosophie an, die Risiken und Unsicherheiten nicht als zu meidende Übel, sondern als systematische Quellen risikoadjustierter Mehrrenditen begreift.

Makrobild 2026: Strukturelle Treiber der Volatilität

Drei strukturelle Faktoren sorgen dafür, dass die Volatilität auf absehbare Zeit erhöht bleiben dürfte: die historisch hohe Verschuldung von Staaten und Unternehmen, der KI-Realitätstest und ein geopolitisches Umfeld mit zunehmender Fragmentierung.

► Verschuldung als Volatilitätsverstärker

Die Refinanzierungskosten sind in vielen Industrieländern auf dem höchsten Stand seit zwei Dekaden. Deutschland und andere Staaten geben immer mehr neue Anleihen, um unter anderem in Verteidigung und in Infrastruktur zu investieren. Die Rendite der zehnjährigen deutschen Bundesanleihe bewegt sich Mitte Mai mit knapp 3,2% auf einem Niveau wie zuletzt vor 15 Jahren. Steigende Defizite, hohe Neuemissionen und strukturell wachsende Verschuldung führen zu höheren Laufzeitprämien und stärkeren Spreadbewegungen. 2026 fungieren Anleihemärkte erneut als Seismograf der Fiskalpolitik – mit höherer Volatilität, stärkerer Länder-Differenzierung und wachsenden Chancen für aktives Management (**AB-BILDUNG 1**).

Jeder Zinsschritt, jede Auktion langfristiger Staatsanleihen und jede Rating-Aktion entfaltet damit eine größere Marktwirkung als noch vor wenigen Jahren. Term Premiums sind zurück. Die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen ist instabil, und die Reaktionsfunktion der Marktteilnehmer auf Inflations- und Wachstumsdaten ist deutlich nervöser geworden. Wer Duration steuert, Spreads selektiert und Cross-Asset-Korrelationen liest, findet hier ein dankbares Terrain.

► KI-Realitätstest

Außerordentliche Zuversicht überströmt vor allem Technologiewerte in den Be-

reichen KI, Cloud-Dienstleistungen und Halbleiter. Aus Risikosicht ist das nicht trivial: Konzentrationsrisiken in den großen Indizes haben Niveaus erreicht, bei denen die idiosynkratische Komponente einzelner Titel überproportional auf die Indexvolatilität durchschlägt. Genau diese Konzentration ist es, die unterhalb der Indexoberfläche Dispersion erzeugt – und Dispersion ist Nahrung für Stockpicker.

► Geopolitik und Fragmentierung

Handelsbeziehungen und Rohstoffmärkte werden zunehmend von politischen Entwicklungen überlagert. Bereits die Ankündigung von Strafzöllen, Exportkontrollen, sanktionsbedingten Anpassungen von Lieferketten und der Wettlauf um kritische Mineralien wirken wie ein permanenter Volatilitätsimpuls.

Für aktive Manager entstehen daraus zwei Aufgaben:

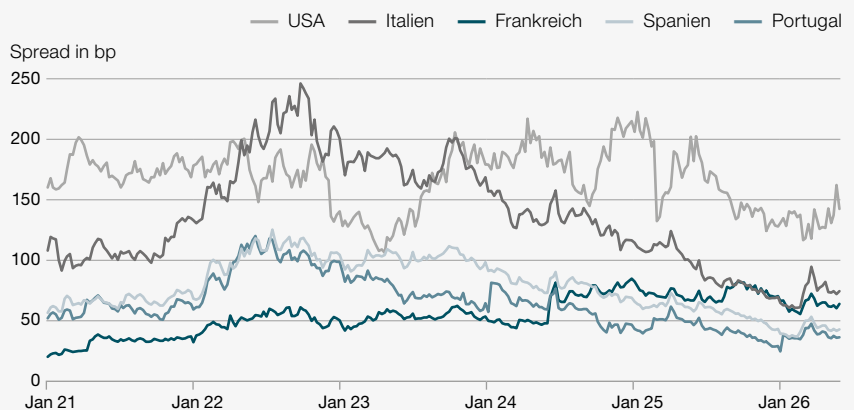
- Geopolitische Stressszenarien in die Portfoliokonstruktion einzupreisen, statt sie als Zusatzrisiko zu behandeln;
- Jene Sektoren und Regionen zu identifizieren, deren Bewertungen die strukturellen Umbrüche zu konservativ oder zu euphorisch widerspiegeln.

1 Entwicklung der Anleihenrenditen

a Rückkehr der Laufzeitprämie (ACMTP10 Index)



b Spreads 10Y-Staatsanleihen vs. Bundesanleihen



Quelle: Bloomberg, BayernInvest; Stand: April 2026

Verbraucher als Frühindikator

Zwei Drittel der amerikanischen Wirtschaftsleistung basiert auf Konsumausgaben. Das Wachstum dieser Komponente schwächt sich ab. Die University of Michigan hat in ihrer Aprilumfrage den schwächsten Wert ihrer Geschichte für die Konsumentenstimmung ausgewiesen, schwächer noch als nach den Strafzöllen im vergangenen Jahr.¹ Die befragten Konsumenten sehen die Inflation inzwischen bei 4%, was nichts Gutes für den Konsum verheißt.

Für Sektorpositionierungen bedeutet das: Konsumzyklischer mit hoher Verschuldung und dünnen Margen werden bei jeder weiteren Datenenttäuschung disproportional getroffen, während defensive Konsumgüterhersteller mit Preissetzungsmacht ihre relative Bewertung stützen sollten. Genau dort entstehen Long-Short-Konstellationen, die in einem reinen Beta-Portfolio verlorengehen.

VIX, Spreads und das Paradox der Ruhe an der Oberfläche

Der Risikoindikator VIX ist zwar seit Jahresbeginn von 14 auf 18 gestiegen, doch im historischen Vergleich bleibt dieses Niveau moderat. Diese gemessene Ruhe an der Oberfläche steht in einem auffälligen Kontrast zu den unter ihr brodelnden Risiken.

Ein Teil der Erklärung liegt in der Marktstruktur selbst: Die Verbreitung von kurzlaufenden Optionsstrategien (Zero Days to Expiration kurz: „oDTE“), das Wachstum systematischer Volatilitätsverkäufer und die zunehmend trendfolgende Positionierung quantitativer Strategien drücken die realisierte und implizite Volatilität in ruhigen Phasen tendenziell weiter nach unten. Sobald jedoch ein Schock eintritt – sei es ein Konjunkturdatenpunkt, ein Zinsentscheid oder ein geopolitisches Ereignis –, kommt es zu reflexartigen, oft gehebelten Anpassungen, die kurzzeitig zu disproportionalen Bewegungen führen.

Diese Asymmetrie ist für aktive Manager doppelt interessant. Auf der einen Seite verbilligen niedrige implizite Volatilitäten die Absicherung. Tail Hedges sind selten so günstig zu haben wie in Phasen einer trügerischen Marktstille. Auf der anderen Seite eröffnen die Phasen heftiger, aber kurzer Drawdowns Einstiegsmöglichkeiten in qualitativ hochwertigen Titeln, die mit dem Markt mitgerissen werden, ohne dass sich ihre fundamentalen Aussichten verändert hätten. Die Kombination aus günstigem Schutz und antizyklischer Disposition ist eine der robustesten Quellen risikoadjustierter Mehrrendite. Allerdings verlangt sie Disziplin und Liquiditätsreserven, weil sie genau dann aktiviert werden muss, wenn der prozyklische Reflex am stärksten ist.

Auch Kreditspreads spielen in diesem Bild eine zentrale Rolle. Die Spreads im Investment-Grade- und im High-Yield-Segment notieren historisch eng. Das spiegelt nicht nur die solide Bilanzlage vieler Emittenten wider, sondern vor allem die starke Nachfrage nach laufender Verzinsung. In dem Moment, in dem die Refinanzierungswelle in Verbindung mit

höheren Realzinsen idiosynkratische Ausfälle erzeugt, dürfte die Spreaddispersion zwischen Sektoren und Emittenten deutlich zunehmen.

Aktive Credit-Selektion – inklusive sorgfältiger Behandlung von Covenants, Kapitalstrukturen und Refinanzierungsprofilen – wird dann wieder zum entscheidenden Performancetreiber, nicht das pauschale Tragen von Marktbeta.

Liquidität: Die unterschätzte Dimension

Neben Volatilität und Spreads ist die Liquidität die dritte strukturelle Quelle von Alpha in einem Umfeld erhöhter Unsicherheit. Die Tiefe der Orderbücher hat in vielen Marktsegmenten, von US-Treasuries über europäische Unternehmensanleihen bis hin zu Small Caps, strukturell abgenommen. Regulatorische Eigenkapitalanforderungen für Marktintermediäre sowie die zunehmende Bedeutung passiver Anlagevehikel haben dazu beigetragen, dass Märkte bei Stress kurzfristig austrocknen können.

Daraus erwachsen für aktive, antizyklisch agierende Investoren zwei Hebel:

- ▶ Erstens lässt sich eine Liquiditätsprämie systematisch ernten, indem in Phasen verbreiteten Liquiditätshungers angeboten und in Phasen verbreiteten Liquiditätsangebots zurückgehalten wird.
- ▶ Zweitens entstehen rund um Indexumstellungen, Ratingmigrationen und ETF-Flüsse temporäre Dislokationen, deren Ausnutzung in einem benchmarknahen Mandat unmöglich, in einem benchmarkbewussten Mandat hingegen ein wiederkehrender Beitrag zum Alpha ist. Die Voraussetzung dafür ist eine Portfoliokonstruktion, die ausreichend Liquiditätsreserven vorhält, ohne dauerhaft Renditechancen zu opfern.

Die Anatomie von Marktüberreaktionen

Marktüberreaktionen sind kein zufälliges Phänomen, sondern folgen wiederkehrenden Mustern. Verhaltensökonomische Forschung und die Empirie der vergangenen Jahrzehnte zeigen, dass Investoren in Phasen hoher Unsicherheit zu drei systematischen Fehlern neigen: Sie überextrapolieren jüngste Trends, sie reagieren stärker auf markante Verluste als auf vergleichbare Gewinne, und sie überschätzen die Aussagekraft einzelner Datenpunkte. In Kombination mit erzwungenen Anpassungen – Margin Calls, Risikobudgets, Tracking-Error-Grenzen – entstehen daraus Kursbewegungen, die fundamentaler Realität deutlich vorauseilen.

Genau in diesen Momenten beweist aktives Management seinen Mehrwert. Wer in der Lage ist, zwischen einer fundamentalen Neubewertung und einer rein technischen Überreaktion zu unterscheiden, kann Positionen aufbauen, wenn andere verkaufen müssen. Diese Fähigkeit ist allerdings weniger eine Frage des Timings als der Vorarbeit:

Eine fundierte Watchlist, klare Bewertungsanker und vorab definierte Einstiegspunkte machen den Unterschied zwischen einer disziplinierten Antwort und einer emotionalen Reaktion. Risiko- und Verlustszenarien werden hier nicht als nachträgliche Korrektur, sondern als integraler Bestandteil des Investmentprozesses verstanden.

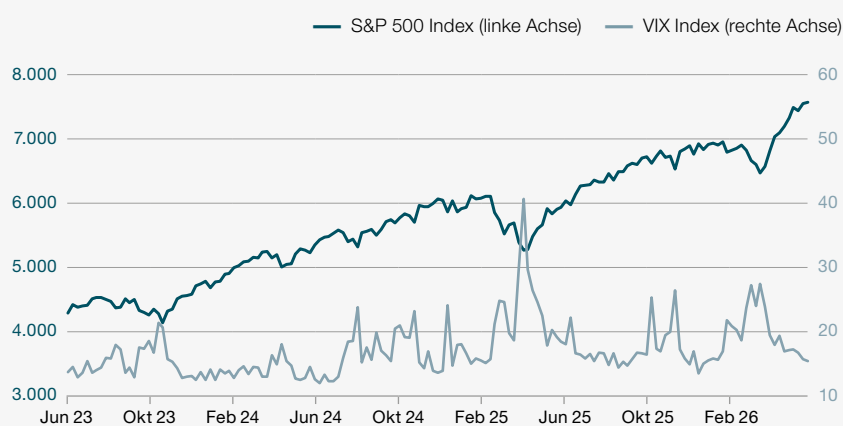
Institutionelle Investoren

Für institutionelle Anleger, darunter Depot-A Manager, Pensionskassen, Versorgungswerke, Versicherungen, Family Offices und Stiftungen ergeben sich daraus mehrere konkrete Implikationen.

- ▶ Erstens lohnt sich eine kritische Überprüfung der Benchmarkdefinition: Indizes, in denen heute einige wenige Titel mehr als ein Drittel der Marktkapitalisierung ausmachen, transportieren ein anderes Risiko-profil als noch vor zehn Jahren. Eine bewusste Abweichung von kapitalisierungsgewichteten Benchmarks – etwa über Equal-Weight-Ansätze, Faktorlösungen oder hochaktive Mandate – kann das tatsächliche Diversifikationsniveau verbessern, ohne die strategische Aktienquote zu reduzieren.
- ▶ Zweitens gewinnt die Selektion aktiver Manager an Bedeutung. In einem Umfeld, in dem ein breites Beta-Engagement nur noch eingeschränkt diversifiziert, kommt es darauf an, Manager mit einem nachweisbar antizyklischen Investmentprozess, einer transparenten Risikosteuerung und ausreichend Mandatsfreiheit zu identifizieren. Tracking-Error-Korridore, die in der Vergangenheit als Risikobegrenzung galten, können in der Gegenwart die wichtigste Alpha-Quelle abschneiden, bevor sie überhaupt wirksam wird.
- ▶ Drittens sollte das Zusammenspiel der Anlageklassen neu kalibriert werden. Die Annahme, dass Staatsanleihen in Aktien-Drawdowns verlässlich gegenkorreliert reagieren, gilt nicht mehr unbedingt – insbesondere dann nicht, wenn ein Schock von der Zinsseite ausgeht. Ergänzende Diversifikatoren wie Gold, Trendfolge, marktneutrale Strategien oder selektiv eingesetzte Private-Market-Bausteine können die Robustheit der Gesamtallokation erhöhen, ohne die Renditeerwartung strukturell zu schmälern.

Hohe Verschuldung, der KI-Realitätstest und geopolitische Risiken halten die Volatilität 2026 erhöht. Die daraus entstehenden Marktüberreaktionen schaffen Chancen für aktives, antizyklisches Management – Volatilität wird zur Quelle von Alpha (**ABBILDUNG 2**).

2 Risiken und Unsicherheiten als Quelle von Alpha



Risiken & Unsicherheiten

- ▶ Staatsverschuldung, Fiskalischer Druck
- ▶ KI-Realitätscheck
- ▶ Geopolitik, Handelskonflikte
- ▶ Inflation, Politrisiken

Volatilität & Spreadbewegungen

- ▶ Volatilität, Spread-Ausweitung
- ▶ Risikoaufschläge
- ▶ Renditedispersion
- ▶ Marktüberreaktionen

Alpha durch aktives & passives Management

- ▶ Aktive Selektion
- ▶ Timing
- ▶ Liquidität/Cash
- ▶ Opportunitätsnutzung

Quelle: Bloomberg, BayernInvest; Stand: April 2026

Risiko ist kein Restposten, sondern ein Rohstoff

Die strategische Konsequenz aus alledem ist eine veränderte Sicht auf die Rolle von Risiko im Portfolio. Risiko ist nicht der Restposten, der nach Renditeerwartung minimiert werden soll, sondern der Rohstoff, aus dem Rendite überhaupt erst entsteht. Wer Risiko ausschließlich vermeiden will, vermeidet auch jenen Teil von Rendite, der aus dem Tragen tatsächlicher Unsicherheit stammt. Aktives, antizyklisches Management beginnt mit dieser konzeptionellen Umkehrung und übersetzt sie in Prozesse, die Volatilität, Spreads und Liquidität nicht passiv erleiden, sondern bewusst nutzen.

Fußnote

- 1) www.reuters.com/business/us-consumer-sentiment-drops-near-four-year-low-april-2026-04-24/

Absolutreport

Neue Perspektiven für
institutionelle Investoren



artikel

Stabilität im volatilen Umfeld: Multi-Asset-Fonds

AXEL DRWENSKI, SUSANNE SKUJAT | Helaba Invest

Solvency-II-Anleger: Collateralized Loan Obligations in der SAA

ALEXANDER LANIN | Lazard Asset Management
REDOUANE RAKI | SAA Forum Consulting

Planung und Steuerung von Private-Markets-Quoten im Kontext der SAA

MICHAEL KREIBICH, MICHAEL GROB, DR. ADRIAN PRESSE,
MAXIMILIAN BÖHM | Berenberg

Endowment-Portfolios jenseits der Normalverteilung

DR. TILL NEUBER | Maryland

Perfomancetreiber von Private-Market-Fonds

DR. MAMDOUH MEDHAT, MICHAEL HUBER | Dimensional Fund Advisors

Relative Value in Public- und Private-Credit-Portfolios

GREGORY PETERS, WOLFGANG SUSSBAUER | PGIM

AIFMD II und das deutsche Fondsgesetzpaket

DR. CHRISTIAN HISSNAUER, DANIEL W. ADOLPH | Gleiss Lutz

kommentare

Tim Ockenga

GDV – Gesamtverband der Deutschen
Versicherungswirtschaft e.V.

Denis Friess

Deka Investment

standpunkt

Daniel Kerbach

BayernInvest

Volatilität neu denken

drei fragen an

Michael Dittrich

Deutsche Bundesstiftung Umwelt
(DBU)

Herausforderungen bei nachhaltigen Kapitalanlagen