



Beurshandelaar op de New York Stock Exchange die deze week flink omlaag ging.

FOTO: REUTERS

Iedereen wist dat de waarde nul zou worden

Peter Pilavachi kan zijn opwindning nauwelijks verbergen. 'De S&P 500 verloor maandag 4,1%', zegt de belegger van AllianzGI over de telefoon. 'Natuurlijk ziet men dat als een grote beweging. Maar soms missen mensen de echt historische beweging die erachter schuilgaat. De VIX ging maandag van 17 naar 37 punten. Zoiets hebben we nog nooit gezien. Dat laatste uur van de handel in de VS, waarin de beurzen verder wegleden, dat werd bijna alleen maar gestuurd door VIX-handel.'

De VIX. Deze volatiliteitsindex uit Chicago was deze week het toneel van het knappen van een vrij kleine zeepbel die desondanks vrij heftige gevolgen op de aandelenmarkten had: zie de koersgrafieken op Wall Street, waar de Dow Jones maandagnamiddag plotseling 4,6% verloor en de S&P 500 4,1% inleverde.

De index is een afgeleide van opties op de Amerikaanse aandelenmarkt en wordt weleens de 'paniekmeter' van de beurzen genoemd. Bij rustige markten is de index laag, maar bij turbulentie loopt die op.

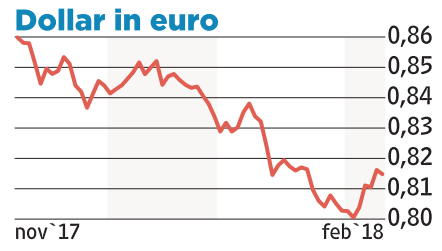
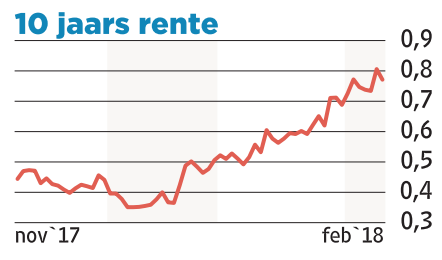
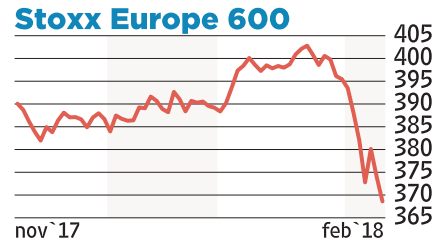
Omdat het al twee jaar lang een doodsaaie bedoening is op de markten, is inzetten op die saaiheid de afgelopen maanden een heuse beleggingsrage geworden. De wereldeconomie heeft de wind in de zeilen, het centrale bankbeleid is ruim en op de bitcoin na is er geen belegging die van zijn stuk te krijgen is. Dan kan de volatiliteit toch zeker niet oplopen? Hedgefondsen, maar naar verluidt ook particuliere beleggers, gingen daarom 'short volatility'; ze speculeerden op een daling van de VIX.

Vorig jaar was een van de rustigste jaren ooit, dus de beleggingen betaalden zich uit. Neem 'XIV', een door Credit

Suisse gelanceerd product dat in waarde stijgt als de VIX daalt, werd tussen begin 2016 en begin 2018 dan ook 5,5 keer zoveel waard. Vergelijkbare producten uit de stallen van Nomura en ProShares leverden ook prima rendementen op.

In een notendop werken ze als volgt. Een belegger die XIV koopt, het Credit Suisse-fonds, 'gaat short volatiliteit' met de Zwitserse bank als tegenpartij. Die neutraliseert zijn blootstelling door op de markt VIX-termijncontracten te shorten. Zoals Bloomberg-columnist Matt Levine opmerkte, zorgt de groei van XIV ervoor dat Credit Suisse steeds meer VIX-futures moet verkopen, waardoor de waarde van de VIX daalt. Uiteindelijk zat er \$ 3,9 mrd in deze short-volatility-strategieën.

Dit is briljant, totdat het misgaat. Vorige week vrijdag bleek uit nieuwe arbeidsmarkt cijfers dat de lonen in de VS aan het stijgen zijn. Dat wakkerde een sluimerende angst aan dat de inflatie zal gaan oplopen, wat een einde zou betekenen aan het voor de aandelenmarkten zo ideale 'Goudlokje-scenario' van stevige groei en lage inflatie. Aangezien de aandelenkoersen al torenhoog waren opgelopen, begon het sentiment te keren: zowel op vrijdag als op maandag liepen de koersen terug en begon de volatiliteit te stijgen.



Dat op zichzelf is al genoeg om een verkoopstroom op gang te brengen, ook omdat veel beleggers met vrij strikte risicoparameters werken. Loopt de volatiliteit op, dan slaan die risicomodellen uit en bouwen beleggers hun posities af. In het ergste geval leidt dat tot een tuimelend effect, waarbij over de hele linie aandelen van de hand worden gedaan.

Hier begon ook het ontwerp van de VIX zich te wreken. Relatief kleine verschuivingen in de S&P 500 vertalen zich in procentueel enorme bewegingen in de VIX. De S&P 500 daalde maandag met 4%; de VIX liep op van 17 punten naar 37. Dat is zo'n 116% (wat overigens zelfs voor de VIX een uitzonderlijk grote beweging is). Voor de XIV en geestverwanten, die het moeten hebben van een dalende VIX, was dat dodelijk. De XIV verloor 96% en werd in één klap nagenoeg waardeloos.

De VIX liep op van 17 punten naar 37; voor de XIV, die het moet hebben van een dalende VIX, was dat dodelijk; de XIV verloor 96%

Door die koersdaling moesten Credit Suisse en de andere aanbieders, die dus al die tijd VIX-futures hadden verkocht, die termijncontracten plotseling op grote schaal inkopen, wat de waarde van de VIX verder opjoeg, een vicieuze cirkel. En aangezien er een sterke wisselwerking is tussen de VIX en de S&P 500, die veelgebruikte hedges van elkaar zijn, sloeg dat effect ook over naar de aandelenmarkt. Dat maakte de koersdalingen van maandag zo fel.

Credit Suisse en Nomura zetten dinsdag een streep door hun producten. De Japanners boden zelfs hun verontschuldiging aan voor het zwarte gat waarin het geld van beleggers was verdwenen. Het fonds was blijkbaar ook aan particuliere beleggers verkocht. Toch kunnen de verliezen niet echt als een verrassing komen. Zo maakte Credit Suisse bepaald geen geheim van de mogelijkheid dat op een dag alles verdwenen zou zijn, zo merkte WSJ-verslaggever Charles Forelle op Twitter op. In het prospectus staat, vet en onderstreept, dat 'de waarde van het product op lange termijn o is'.

Zenuwen
Door het bloedbad slonk het beheerd vermogen van de overgebleven VIX-fondsen naar \$ 300 mln. Daarmee is het besmettingsgevaar voor de markten geweken, al zijn de zenuwen er duidelijk niet mee uit de markt.

Donderdag daalden de Amerikaanse beurzen opnieuw fel. De S&P 500 belandde tussentijds meer dan 10% onder de piek van eind januari, waarmee er officieel sprake is van een correctie. Europese aandelen kwamen er iets beter vanaf en noteren ongeveer 7,5% lager.

Nu de XIV-zeepbel geweken is, ligt er de vraag wat de volgende plek zal zijn waar overmatig beleggersenthousiasme zal opduiken. 'Iedereen wist dat dit een enorm probleem was', zo zei Devesh Shah deze week tegen persbureau Bloomberg.

Shah was vijftien jaar geleden een van de mensen die de huidige samenstelling van de VIX ontwierpen. 'Iedereen weet dat de inverse VIX op een gegeven moment op o belandt, en dat al die inverse en hefboomproducten (...) mensen uiteindelijk alleen maar veel geld kosten.

En wat zal er nu gebeuren? Niets. Behalve dat er over een paar maanden iemand een nieuwe versie van XIV zal bedenken en iedereen daar geld in zal steken.'

Shah kreeg sneller gelijk dan hij had gedacht: gisteren bleek dat er alweer \$ 300 mln was gestroomd naar het overgebleven short-volatilityfonds van ProShares. De huidige hoge stand van de VIX nodigt immers uit tot shorten.