

## Die Volatilität wird zurückkehren

**FRANKFURT / BOSTON - 03. September 2014.** Derzeit gibt es viele beunruhigende Ereignisse weltweit. Trotzdem ist der Index „VIX“<sup>1</sup>, das Barometer für Volatilität und Marktrisiken 2014 auf ein historisches Tief gesunken. Angesichts der weltweit ausgeprägten Unsicherheiten fragen sich viele Anleger nun natürlich, warum die Volatilität immer noch so niedrig ist und wie lange das wohl noch so bleiben kann.

Nachfolgend gehen drei Experten für Volatilitätsinvestments von Natixis Global Asset Management auf die Marktkräfte ein, welche die künftige Volatilität an den Märkten bestimmen. Darüber hinaus stellen sie Strategien vor, die dazu beitragen könnten, die Auswirkungen von Wertschwankungen am Markt auf Portfolioebene zu steuern.

### **Jörg Knaf, Managing Director Nordeuropa Natixis Global Asset Management**

Seit 2007 haben noch nie so viele Anleger ihren Frieden in alternativen Investments gesucht. Im Vergleich zum Vorjahr, als Hedgefonds insgesamt 63,7 Mrd. USD netto einsammelten, haben sie im ersten Halbjahr schon 57 Mrd. netto an Zuflüssen verzeichnen können.

Damit erkunden institutionelle Anleger nicht nur neue Ertragsquellen, sondern schützen ihr Portfolio durch eine sinnvolle Diversifikation vor Rückschlägen.

Dass die große Party auf den Märkten in einer Rallye, die sich mittlerweile im fünften Jahr befindet, weiterhin anhält ist fraglich. Es ist nur eine Frage der Zeit, sind sich unsere Investmentexperten und Portfolio-Manager einig, bevor wir einen Anstieg der Volatilität auf den Märkten zu spüren bekommen. Da hilft nur eine tragfähige Anlagestrategie, die einer zunehmenden Volatilität und drohenden Marktkorrekturen standhält.

### **Emmanuel Bourdeix, Chef von Seeyond, Co-CIO Natixis Asset Management**

Momentan befinden sich Investoren in einer entscheidenden Phase für ihre Asset Allocation. Denn falls die Inflation in den USA in den nächsten Monaten wieder anziehen sollte, dürfte das die Fed in eine Zwickmühle bringen: Soll sie ihre lockere Geldmarktpolitik beibehalten und damit den Weg für eine Blasenbildung an den Aktienmärkten freimachen? Oder soll sie damit beginnen, die Zinsen wieder anzuheben? Wir dürfen den Mangel an Liquidität in bestimmten Segmenten des Anleihenmarktes nicht unterschätzen. So könnte bereits eine geringfügige Anhebung der Zinsen durch die US-Notenbank zu einer beträchtlichen Veränderung des technischen Marktumfelds führen.

### **US-Aktien machen allmählich einen ziemlich teuren Eindruck**

Laut unserer Analyse des „CAPE Shiller-Index“<sup>2</sup>, sind US-Aktien allmählich recht teuer. Falls die Aktienkurse weiterhin schneller steigen sollten als die Unternehmensgewinne, rechnen wir mit der Gefahr einer Blasenbildung wie Ende der 1990er Jahre. Auch damals nahm die Volatilität während der ‚Euphoriephase‘ des damaligen Haussemarktes wieder zu. Mit einer ähnlichen Situation hatten wir es während des von 2003 bis 2007 andauernden Bullenmarktes zu tun. Seit 2009 sind die Anleger aber mit einem Nullzinsumfeld konfrontiert: Nie zuvor waren die Zinsen über einen so langen Zeitraum hinweg so niedrig. Deshalb ist die Unsicherheit hinsichtlich möglicher Zinserhöhungen

auch wesentlich größer als während der letzten beiden Zinsanhebungszyklen von 1994 und 2004.

Wir haben uns daher mit der Frage beschäftigt, auf welchem Niveau die realen Zinsen momentan tatsächlich liegen und wo sie sich aufgrund unserer internen Konjunkturmodelle befinden sollten. Die Reduzierung auf 0 Prozent war gerechtfertigt, weil auch das theoretische Zinsniveau gegen 0 Prozent tendierte. Auch die quantitativen Lockerungsmaßnahmen waren durchaus angebracht, da die theoretischen Zinsen unter 0 Prozent sanken. Seitdem hat sich das theoretische Zinsniveau aber wieder erholt und es ist ziemlich sicher, in welche Richtung dieser Trend geht: Weder quantitative Lockerungsmaßnahmen noch eine Nullzinspolitik sind weiterhin gerechtfertigt. Und je länger das aktuelle Nullzinsumfeld anhält, desto größer ist auch die Gefahr für die Fed, die geldmarktpolitischen Zügel aus der Hand zu geben. Deshalb dürften die aggressiv ausgerichteten Mitglieder des Offenmarktausschusses der Fed die Chefin der Notenbank Janet Yellen momentan bedrängen, die Zinsen schnellstmöglich wieder anzuheben.

### **Zunehmende Risiken in Europa und Japan**

Die Konjunktur in Europa dürfte jedoch bei dem weiterhin enttäuschenden Wachstum nicht robust genug sein, um steigende Energiekosten zu absorbieren. Sollten die geopolitischen Turbulenzen im Nahen Osten anhalten, würden letztere weiter ansteigen. In dem Fall würde Europa Gefahr laufen, in eine Deflation abzurutschen. Unter solchen Voraussetzungen würden die Märkte wahrscheinlich nachgeben und die Volatilität zunehmen. Im übrigen fällt es den Japanern unerwartet schwer, die jüngste Anhebung der Mehrwertsteuer zu bewältigen. Daher ist Japan bisher keineswegs über den Berg.

Im übrigen haben sich im letzten Jahr Volatilitätsinvestments eher mäßig entwickelt. Vor dem Hintergrund der großen Risiken für die Weltwirtschaft in den kommenden Monaten, halten wir einen Einstieg zum jetzigen Zeitpunkt für günstig. Risiken wären etwa die Folgen eines geldmarktpolitischen Richtungswechsels der Notenbanken.

### **Dr. Harry Merriken, leitender Investmentstrategie Gateway Investment Advisers**

Mit Blick auf den Volatilitäts-Index und die bisher lediglich moderaten Wertschwankungen an den Aktienmärkten fragen sich viele Investoren, wie es weiter geht. Wird die Volatilität aufgrund der Selbstgefälligkeit der Märkte dauerhaft so niedrig bleiben? Oder ist es vielleicht beim Index zu einer Art „Überspekulation“ gekommen? Wir halten jedoch keines der beiden Szenarien für zutreffend.

### **QE-Politik der Fed ist die Ursache für die niedrige Volatilität**

Vielmehr führen wir nachfolgend andere Gründe an, weshalb der Volatilitäts-Index momentan auf einem so niedrigen Niveau liegt. Wir beobachten derzeit eine interessante Mischung von Marktkräften, die gleichzeitig wirken. Und hinter all dem stehen die quantitativen Lockerungsmaßnahmen der US-Notenbank. Zunächst einmal pendelte die allgemeine Volatilität der Aktienmärkte auf Basis des Index zuletzt innerhalb eines engen Korridors. Obwohl sich dieser Korridor im Laufe der Zeit nach oben verschoben hat, sind die Ausschläge des Volatilitätsindex begrenzt geblieben. Darüber hinaus steigen die Preise für Call-Optionen in Abhängigkeit von der Volatilität und den Zinsen an. Deshalb sind die Optionspreise – und damit auch die implizite Volatilität – in Phasen moderater Kurzfristzinsen ebenfalls niedrig. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der Wert einer Option in hohem Maße durch das Zinsniveau sowie die Volatilität beeinflusst wird.

Ein weiterer entscheidender Grund für die derzeit niedrige Volatilität ist die von der US-Notenbank bereitgestellte Liquidität: Diese drückt sowohl die Zinsen als auch die Marktvolatilität nach unten. Im aktuellen Marktumfeld ist Liquidität in Hülle und Fülle vorhanden. Die Anleger beobachten wie die Preise sinken und schleusen überschüssige

Liquidität an den Markt. Dieses Bestreben der Investoren, überschüssiges Kapital zu investieren ist auch ein Grund dafür, weshalb trotz diverser Kursrückgänge eine 10-prozentige Korrektur am Markt in den letzten drei Jahren ausgeblieben ist. Da der Markt ausgehend von seiner Talsohle wieder zulegt, könnte der mangelnde Überzeugungsgrad bei Kaufentscheidungen zu ersten Gewinnmitnahmen führen. Deshalb erreichen die Kurse ihre Höchststände nur knapp unterhalb eines übermäßig ausgereizten Niveaus, wodurch die Handelsspannen am Markt schrumpfen. Die Folge ist ein Rückgang des Volatilitäts-Index. Für die niedrigere Volatilität am Markt sowie die geringeren Optionsprämien sind wahrscheinlich die quantitativen Lockerungsmaßnahmen der Fed verantwortlich.

### **Beendigung des Quantitative Easing dürfte Volatilität nach oben treiben**

Wenn die US-Notenbank ihre monetäre Lockerungspolitik allmählich zurückfährt und die Zinsen wieder ansteigen, gibt es zwei Gründe warum die Optionspreise und damit auch die implizite Volatilität wieder ansteigen: die Marktvolatilität sowie die steigenden Zinsen.

### **Dr. Alexander Healy, Direktor strategisches Research, Portfoliomanager AlphaSimplex Group**

Offenbar ist die „Volatilität der Volatilität“, also die Geschwindigkeit mit der sich die Volatilität im Laufe der Zeit verändern kann, im letzten Jahrzehnt angestiegen. Deshalb sollten Investoren bei der Strukturierung ihrer Portfolios mit Blick auf ein sich rasant veränderndes Marktumfeld möglicherweise noch flexibler agieren.

Bei dem Volatilitäts-Index handelt es sich zwar um die gängigste Kennzahl für die Marktvolatilität. Allerdings beruht er auf einer Prognose für die ‚implizite Volatilität‘ des S&P 500® in den nächsten 30 Tagen, die auf den Preisen der Optionskontrakte auf den S&P 500-Index basiert. Wir haben es also mit einer kurzfristigen, auf den US-Aktienmarkt fokussierten Kennzahl zu tun, deren Niveau durch die Aktivitäten an den Optionsmärkten bestimmt wird.

Einfach gesagt bedeutet ein niedriges Niveau des VIX-Index lediglich, dass die Nachfrage nach Optionen - oder kurzfristigen Absicherungen auf den S&P 500-Index - im historischen Vergleich momentan niedrig ist. Dies ist nachvollziehbar, weil die im S&P 500 vertretenen Unternehmen stetige Gewinne vermelden. Gleichzeitig betreibt die US-Notenbank eine sehr lockere Geldmarktpolitik. Erst kürzlich betonte die Fed erneut ihr Festhalten an dieser Strategie auf absehbare Zeit.

### **Überdurchschnittlich hohes Risikoniveau an den Schwellenländermärkte**

Unsere Analysen verweisen auf ein niedriges Niveau des VIX, der sich auch mit unserer internen Risikokennzahl, dem Downside Risk-Index (DRI)\*<sup>3</sup>, deckt. Dieser notierte im ersten Halbjahr 2014 bei durchschnittlich etwa 28 Punkten und damit deutlich unter seinem langfristigen Durchschnitt von 55 Zählern. Unsere hausinterne Kennzahl ist allerdings breiter aufgestellt und berücksichtigt die Märkte auf globaler Ebene. Das Risiko an den Schwellenländermärkten ist aufgrund unserer Daten überdurchschnittlich hoch: Schließlich weisen Russland, Ungarn und südamerikanische Börsenplätzen wie Chile momentan Downside Risk-Indexwerte zwischen 60 und 80 Punkten auf. Damit liegen sie auf einem weitaus höheren Niveau als die USA mit 28 Zählern. Während die weltweite Verunsicherung beim VIX also offensichtlich nicht berücksichtigt wird, scheint sie sich an einigen internationalen Märkten durchaus widerzuspiegeln.

Vor diesem Hintergrund könnten sich Anleger die Frage stellen, ob die Volatilität am US-Markt demnächst wieder ansteigen wird. Ein Marktverhalten, das bereits umfassend dokumentiert wurde, ist die Rückkehr zum Mittelwert – das heißt die Tendenz der Asset-Preise, auf Dauer zu ihren langfristigen Durchschnitten zurückzukehren. Wir gehen davon aus, dass auch Volatilitätskennzahlen wie der VIX langfristig zu ihren Mittelwerten

zurückkehren werden. Vor allem angesichts der langen Zeit, die der Index mittlerweile unter seinem historischen Durchschnitt liegt, erwarten wir für die Zukunft einen erneuten Anstieg der Volatilität. Es stellt sich nicht die Frage, *ob* die Volatilität wieder anzieht, sondern *wann*.

### **Stressarmes Umfeld bestimmt Diversifikations-Strategien der Anleger**

Unsere Analyse zum Marktverhalten hat ergeben, dass Investoren in turbulenten Marktphasen häufig ungünstige Anlageentscheidungen treffen, weil sie sich dann eher durch Emotionen als durch eine vernünftige Planung leiten lassen. Wir haben es allerdings derzeit mit einem stressarmen Umfeld, also dem genauen Gegenteil davon, zu tun.

Deshalb erwarte ich, dass einige Investoren diese Chance nutzen werden, um ihre Portfolios auf den Prüfstand zu stellen und Engagements in Strategien in Betracht zu ziehen, die eine niedrige Korrelation zu Aktien und Anleihen aufweisen. Ein Beispiel dafür wären Trendfolge-Strategien wie etwa Managed Futures.

Aus unserer Sicht dürften Anleger, die bis zum Ausbruch einer Krise warten bis sie ihre Portfolios breit diversifizieren, unter Umständen zu spät sein. Zunächst einmal entgehen solchen Investoren höchstwahrscheinlich die Diversifikationsvorteile einer sorgfältigen und durchdachten Allokation. Außerdem laufen sie Gefahr, dass sie durch ihre Emotionen im Falle einer Krise davon abgehalten werden rationale Entscheidungen zu treffen, wodurch sich eine bereits ungünstige Situation sogar noch verschlimmern könnte.

*Diese Unterlagen dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Anlageberatung aufgefasst werden. Sämtliche hierin enthaltenen Konjunkturprognosen und Erwartungen basieren auf subjektiven Einschätzungen und Annahmen. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, dass unerwartete Ereignisse eintreten. Die hierin enthaltenen Aussagen und Meinungen sind die des genannten Vertreters der entsprechenden Tochtergesellschaft von Natixis Global Asset Management. Diese Auffassungen können sich jederzeit ändern, und es wird nicht garantiert, dass die prognostizierten Entwicklungen auch tatsächlich wie erwartet eintreten werden. Die hierin enthaltenen Meinungen und Informationen beziehen sich auf das angegebene Datum, so dass sie zu einem späteren Zeitpunkt unter Umständen nicht mehr aktuell sind.*

<sup>1</sup> Volatilitäts-Index (VIX) oder „Chicago Board Options Exchange Volatility-Index“.

<sup>2</sup> Zyklusbereinigter, von Robert Shiller entwickelter Indikator für das Kurs-/ Gewinnverhältnis.

<sup>3</sup> Downside Risk-Index ist ein hausintern entwickelter Index von AlphaSimplex, der die jüngste Downside-Volatilität der US-Aktienmärkte misst. Die Downside-Volatilität ist eine Kennzahl für das Ausmaß, in dem die aktuelle Volatilität der täglichen Erträge eines bedeutenden Index, der die Aktienerträge eines bestimmten Landes oder einer bestimmten Region repräsentiert, auf negative Kursentwicklungen zurückzuführen ist (im Gegensatz zu jener Volatilität, die eine Folge positiver Kursveränderungen ist). Der DRI kann zwischen 0 und 100 liegen. Vergleichsweise hohe Werte sprechen dafür, dass die negative Volatilität im historischen Vergleich zuletzt relativ hoch war. Der DRI lieferte keine Hinweise auf zukünftige Erträge oder Volatilitäten am US-Aktienmarkt. Investoren sollten ihre Anlageentscheidungen nicht auf Basis dieses Index treffen.

## Über Natixis Global Asset Management

Natixis Global Asset Management zählt – bezogen auf das verwaltete Vermögen – zu den 15 größten Vermögensverwaltern weltweit (1). Seine verbundenen Vermögensverwaltungsgesellschaften offerieren Anlageprodukte, die darauf abzielen, das Vermögen und die Altersvorsorgeanlagen institutioneller und privater Anleger zu vergrößern und zu schützen. Über sein unternehmenseigenes Vertriebsnetz werden die Produkte weltweit in einer Hand gebündelt und vertrieben. Natixis Global Asset Management vereint das Fachwissen spezialisierter, in Europa, den Vereinigten Staaten und Asien ansässiger Anlageverwalter, die ein breites Spektrum an Aktien-, Renten- und alternativen Anlagestrategien anbieten.

Mit Firmenzentralen in Paris und Boston, verwaltete Natixis Global Asset Management zum 30. Juni 2014 ein Vermögen von insgesamt €679.6 Milliarden (\$930.5 Milliarden an AUM). (2)). Natixis Global Asset Management gehört zu Natixis, einer in Paris börsennotierten Tochtergesellschaft von BPCE, der zweitgrößten Bankengruppe Frankreichs. Mit Natixis Global Asset Management verbundene Anlageverwaltungsgesellschaften sind namentlich: Absolute Asia Asset Management, AEW Capital Management, AEW Europe, AlphaSimplex Group, Aurora Investment Management, Capital Growth Management, Caspian Private Equity, Darius Capital Partners, Gateway Investment Advisers, H2O Asset Management, Hansberger Global Investors, Harris Associates, IDFC Asset Management Company, Loomis, Sayles & Company, Natixis Asset Management, Ossiam, Reich & Tang Asset Management, Snyder Capital Management, Vaughan Nelson Investment Management und Vega Investment Managers; und Natixis Global Asset Management Private Equity, inklusive Seventure Partners, Naxicap Partners, Alliance Entrepreneurs, Euro Private Equity, Caspian Private Equity und Eagle Asia Partners. Weitere Informationen finden Sie unter [www.ngam.natixis.com](http://www.ngam.natixis.com).

Zum weltweiten Vertriebsnetz von Natixis Global Asset Management S.A. gehört die NGAM S.A., eine durch die CSSF zugelassene Luxemburger Verwaltungsgesellschaft mit einer Zweigniederlassung in Deutschland (HRB-Nummer 88541, Im Trutz Frankfurt 55, Westend Carree, 7. Stock, 60322 Frankfurt am Main).

1 Laut Cerulli Associates ist Natixis Global Asset Management (NGAM) auf Basis des weltweit verwalteten Kundenvermögens die Nr. 15 unter den größten Vermögensverwaltern der Welt (Stand: 31. Dezember 2012).

2 Das verwaltete Kundenvermögen kann auch Gelder umfassen, für die nicht regulierte Vermögensverwaltungsdienstleistungen erbracht werden. Zu diesen nicht regulierten Geldern zählen jene Vermögen, auf welche die Definition der SEC von „regulierten Anlagegeldern“ im Sinne von Teil 1 des ADV-Formulars nicht zutrifft.

### Pressekontakte

INSTINCTIF PARTNERS

Alexandra Zahn / Jorge Person

Tel.: +49 (0) 69 13 38 96 12 / +49 (0) 69 13 38 96 20

[alexandra.zahn-kolechstein@instinctif.com](mailto:alexandra.zahn-kolechstein@instinctif.com) / [jorge.person@instinctif.com](mailto:jorge.person@instinctif.com)

NATIXIS GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Wesley Eberle, Global Public Relations

Tel.: +44 (0) 78 76 89 99 10

[wesley.eberle@ngam.natixis.com](mailto:wesley.eberle@ngam.natixis.com)