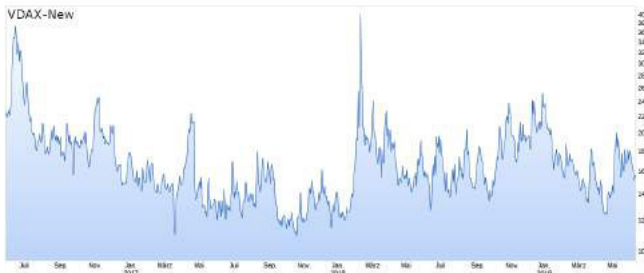


von Harald Bareit, QC Partners

Frühindikatoren und Investorenumfragen deuten darauf hin, dass unruhigere Zeiten an den Aktienmärkten bevorstehen. Gleichzeitig liegen die Aktienindizes in diesem Jahr mehrheitlich zweistellig im Plus. Haben sich die Börsen von den wirtschaftspolitischen Belastungsfaktoren und Risiken abgekoppelt?

Blickt man auf den VDAX NEW, den Volatilitätsindex des DAX, sowie auf das US-Pendant VIX und den europäischen VSTOXX, so fällt eines auf: Mit Werten um 15 Punkte (Stand Mitte Juni) stehen die Schwankungsbarometer relativ tief. Zwar gab es im Mai einige schnelle Intraday-Bewegungen und die Märkte wurden zwischenzeitlich deutlich nervöser. Der VDAX NEW schnellte exemplarisch bis auf 20 Punkte nach oben. Und nun? Es scheint, als sei wieder Beruhigung eingeleitet. Anleger sollten meines Erachtens die gute Stimmung mit Vorsicht genießen. Zum Vergleich: Im Jahr 2017 hatte der VDAX NEW mit 10,5 Volatilitätspunkten noch sein Allzeittief markiert und kletterte dann im Folgejahr in zwei Phasen bis auf 40 Volatilitätspunkte.



Quelle: Deutsche Börse AG / ariva.de

Obschon der derzeit relativ niedrigen impliziten Werte ist das durchschnittliche Niveau der Schwankungsbreiten in der Tendenz seit rund zwei Jahren ansteigend. Wir sehen zudem ein erhebliches Auseinanderlaufen der genannten Indizes mit Messgrößen, die den Grad politischer Unsicherheiten weltweit dokumentieren, etwa dem von Stanford-Ökonomen entwickelten Economic Policy Uncertainty Index.

Rückschlagrisiken sind gegeben. Die Volatilitätsindizes sollten als Frühwarnsystem gewertet werden.

## Volatilität spiegelt Risiken nicht adäquat wider

Zuletzt war die Stimmung an den Aktienmärkten schon fast euphorisch. Der DAX und der DJ EUROSTOXX 50 lagen seit Anfang des Jahres zweistellig im Plus. Niedrige Volatilitätsindizes deuten auf Zuversicht vieler Anleger hin. Doch wie sind die zwischenzeitlich scharfen Korrekturen des Monats Mai zu bewerten, in welchem wir heftige Bewegungen in beide Richtungen und eine deutliche Zunahme der Nachfrage nach Absicherung in Form von Put-Optionen beobachteten? Zum Vergleich: Nach ähnlich starken Volatilitätsbewegungen entlud sich die Reaktion im Januar und Oktober letzten Jahres in massiven Kurskorrekturen. Laufen wir aktuell in ein ähnliches Szenario? Werden Risiken zu stark ausgeblendet? Um besser zu verstehen, wie professionelle Anleger die derzeitige Verfassung der Finanzmärkte interpretieren, haben wir unlängst gemeinsam mit der Fachpublikation IPE Institutional Investment einige Investoren zu den wahrgenommenen Risiken befragt: Mehr als zwei Drittel der befragten institutionellen Investoren und Vermögensverwalter (70 Prozent) gehen davon aus, dass der Handelskonflikt zwischen den USA, China und Europa in unmittelbarer Zukunft den stärksten Einfluss auf die Schwankungsbreite an den Märkten haben wird. Derzeit (Stand: Mitte Juni) stehen die Verhandlungen zwischen den USA und China auf dem Messer der Schere. Beim G20-Gipfel in Osaka werden beide Regierungschefs aufeinandertreffen. Der US-Präsident hat unlängst mit weiteren Zöllen in Höhe von 300 Milliarden Dollar gedroht. Ein Scheitern der Gespräche dürfte, vor dem Hintergrund schwächerer konjunktureller Daten aus dem Reich der Mitte, erhebliche Konsequenzen auf die Weltwirtschaft haben. Als weiterer Belastungsfaktor ist ein zunehmend angespanntes Verhältnis zwischen den USA und dem Iran hinzugekommen.

## Brexit, Italien, Unternehmensgewinne

Jeder zweite Investor (51 Prozent) nannte die mit dem (wahrscheinlichen) Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union (Brexit) verbundenen Risiken. Theresa May hat ihren Posten als Vorsitzende der Konservativen Partei unlängst abgegeben, auch als Premierministerin wird sie abtreten. Der weitere Ausgang, und ob es gar zu einem zweiten Referendum kommen kann, wird stark von der Linie ihres Nachfolgers abhängen. Die Dynamik der Unternehmensgewinne (32 Prozent) sowie Italien (Stabilität des

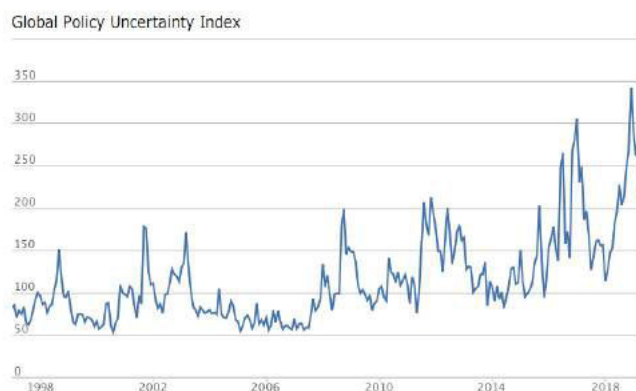
Bankensystems) folgten in der Einschätzung der Investoren mit deutlichem Abstand (23 Prozent beziehungsweise 19 Prozent der Umfrageteilnehmer). Basierend auf den Bewegungen an den Optionsmärkten gehen wir davon aus, dass die Frage, inwieweit Tempo und Wachstum der Unternehmensgewinne mit den Kursniveaus und Indexanstiegen seit Anfang 2019 mithalten können, stärker in den Fokus rücken wird. Ebenso hat sich seit unserer Befragung die Situation in Italien verschärft. Die Europäische Kommission hat die Eröffnung eines Defizitverfahrens gegen Italien empfohlen. Der Renditespread zwischen italienischen und deutschen 30-jährigen Anleihen ist mit mehr als 3 Prozent auf ein 6-Jahres-Hoch gestiegen. Italiens Regierungskoalition hat unlängst die europäischen Partner mit der Aussage irritiert, man denke über kurzlaufende Anleihen in sehr kleiner Stückelung (sogenannte Mini-Bots) nach. Für die italienische Wirtschaft besteht die Gefahr einer Zangenbewegung aus steigenden Schulden in Verbindung mit steigenden Zinsen.

## Leerverkäufe auf den VIX

Recherchen von Bloomberg legen nahe, dass sich US-Hedgfonds noch im April dieses Jahres auf weiterhin niedrige Volatilitäten eingerichtet haben. Gemäß der U.S. Commodity Futures Trading Commission, der Aufsichtsbehörde der US-Future- und Optionsmärkte, haben die Leerverkäufe von VIX-Futures in der Woche nach Ostern 178.000 Kontrakte erreicht. Dies entspricht dem höchsten Volumen seit Beginn der Messungen im Jahr 2004. Wenn gleich die Aktienmärkte schon zu diesem Zeitpunkt als technisch überkauft bezeichnet werden mussten, gab es offensichtlich ein breites Grundvertrauen in eine anhaltende Aktienmarktrally. Aus unserer Sicht ist Skepsis angebracht. Die Märkte sind an einer Stelle angekommen, an der er ein weiterer Kursanstieg kein Selbstläufer ist. Alles Positive ist bereits in die Kurse eingepreist. Saisonalität und Markttechnik sprechen für weitere Korrekturen, zudem waren die Bewertungen der Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) zwischenzeitlich gestiegen, auch wenn diese sich am aktuellen Rand wieder ihren Durchschnitten angenähert haben. Weiter sinkende Gewinne dürften hier jedoch wieder für einen Anstieg sorgen.

## Entkopplung der Börsen vom politischen Umfeld

Der politische Unsicherheitsindex Global Economic Policy Uncertainty Index, dessen Datenhistorie bis ins Jahr 1999 zurückreicht, notierte im Februar 2019 mit 318 Punkten nur knapp unter seinem Allzeithoch aus dem November 2018 (341 Punkte). Der Index bildet politische Unsicherheiten in den größten Volkswirtschaften der Welt ab und speist sich, neben weiteren Variablen, vornehmlich aus einer Auswertung führender Tageszeitungen und der Nennung beziehungsweise Häufigkeit bestimmter Schlüsselbegriffe. Die Beobachtung: Politische Unsicherheiten spiegeln sich in der in Volatilität gemessenen Unsicherheit am Finanzmarkt derzeit nur bedingt wider, die Wechselbeziehung scheint relativiert. Diese Wahrnehmung einer Entkopplung der Börsen von ihrem politischen Umfeld ist valide. Sie bedarf jedoch einer Differenzierung: Einerseits sollten bei einer Gegenüberstellung des politischen Unsicherheitsindex mit Volatilitäts-Futures immer deren genaue Laufzeitbänder und damit die zugrundeliegenden Zeiträume berücksichtigt werden. Zudem ist eine Betrachtung, die rein auf globale Indizes abstellt, nicht immer hilfreich. So liegen die lokalen Unsicherheitsindizes für Europa derzeit im Bereich ihres historischen Mittelwertes, ähnlich verhält es sich mit dem US-Pendant. Insofern stehen niedrige Volatilitätsindizes dazu nicht unbedingt im Widerspruch. Anders verhält es sich mit China und Hong Kong: Hier lagen die politischen Unsicherheiten zwischenzeitlich beim vierfachen ihres 10-Jahres-Durchschnitts beziehungsweise beim dreifachen des 5-Jahres-Durchschnitts.



Quelle: Baker-Bloom-Davis

## Notenbanken vs. Ende des Konjunkturzyklus

Für das angelaufene Jahr erwarten die Teilnehmer der erwähnten Umfrage mehrheitlich (45 Prozent) steigende Volatilitätsentwicklungen. Mit geringeren Schwankungen rechnet nur rund jeder zehnte (13 Prozent) Investor. Ende letzten Jahres gab es bereits Anzeichen für sich verschärfende Korrekturen. Für den S&P 500 etwa war es der zweitschlechteste Dezember aller Zeiten. Zwar sehen wir im Moment etwas mehr Vorsicht der Anleger und Zurückhaltung bei Neuengagements, mit Ausnahme einer kurzen Phase im Mai kann man jedoch von einer allgemeinen Sorglosigkeit sprechen. Ein Grund ist sicherlich, dass sowohl im Euroraum als auch in den USA über die Notenbanken weiterhin künstliche Nachfrage generiert wird. Die Europäische Zentralbank (EZB) investierte im Rahmen ihrer Politik der quantitativen Lockerung bisher rund 2,6 Billionen Euro in Staats- und Unternehmensanleihen. Die kumulierten Effekte der seit Mitte 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen auf das BIP-Wachstum im Euroraum werden auf 1,9 Prozentpunkte beziffert. Zum Jahresende 2018 hat die EZB das Ankaufprogramm eingestellt. Trotzdem wird sie auch nach dem offiziellen Ende der Eingriffe am Markt aktiv bleiben. Das andauernd historisch niedrige Zinsniveau führt zu einer gewissen Nivellierung, an einigen Stellen auch Ausblendung, von Risiken. Auf der anderen Seite des Atlantiks hatte die US-Notenbank Fed ursprünglich ein Auslaufen der Politik der quantitativen Lockerung bis September 2019 angekündigt. Angesichts teilweise drastisch gesenkter BIP-Wachstumsprognosen einiger Volkswirtschaften zeichnet sich nun jedoch eine Wende ab. Äußerungen des Fed-Chefs Jerome Powell zufolge (man wolle es "geduldig" angehen lassen) erscheinen Zinssenkungen inzwischen möglich.

## Potenzial für Alternative Investments

Wo liegen vor diesem Hintergrund Chancen für alternative Investments? BAI-Geschäftsführer Frank Dornseifer hat unlängst auf Potenziale zum Beispiel bei den Themen Infrastruktur, Private Equity, Private Debt und alternative Risikoprämien hingewiesen. Wir beschäftigen uns bei QC Partners vornehmlich mit der Frage, wie Investoren von den Risikoprämien an den Aktienmärkten profitieren, also erwartete Schwankungen erfolgreich in Performance wandeln können. Das Thema Volatilität wird historisch von vielen Anlegern als Unsicherheitsfaktor wahrgenommen. Die Ergebnisse der qualitativen Studie mit IPE Institutional Investment

legen zwei nahezu gleich große Lager in Deutschland nahe: 55 Prozent der befragten Anleger sehen in der Assetklasse Volatilität (eher) eine Chance, während 45 Prozent sie (eher) als Risiko betrachten. Diejenigen, die Performancebeiträge aus Volatilität anstreben, setzen vornehmlich auf Optionschreibestrategien (34 Prozent) sowie Long Vola Strategien (19 Prozent). Nur knapp jeder zehnte Investor nutzt Vola Variance Swaps (Mehrfachnennungen waren möglich). Daneben gibt es einen signifikanten Teil an Marktteilnehmern, die zwar mit steigenden Kursausschlägen rechnen, darauf jedoch nicht gezielt mit Investmentlösungen, die den Faktor Volatilität extrahieren, reagieren. Dies ist anders als bei traditionellen Anlagen: Wer steigende Aktienmärkte erwartet, für den ist relativ klar, wie er sich ausrichtet.

Unser Ziel ist es, hier anzusetzen und über Renditechancen sowie Risikomanagement- und Diversifizierungsvorteile der Assetklasse Volatilität weiter zu informieren.

## ÜBER QC PARTNERS

QC Partners ist eine eigentümergeführte Asset Management-Gesellschaft mit Sitz in Frankfurt am Main. Das Unternehmen ist darauf spezialisiert, werthaltige und weitgehend unkorrelierte Investmentstrategien zu offerieren. Zu den Investoren der Strategien von QC Partners zählen Versorgungswerke, Banken, Versicherungen sowie Vermögensverwalter und Family Offices. [www.qcpartners.com](http://www.qcpartners.com)

## Kontakt



Harald Bareit, CFA  
Geschäftsführender Gesellschafter |  
Partner

QC PARTNERS  
Goethestraße 10  
60313 Frankfurt am Main  
Tel: +49 (69) 505000671  
E-Mail: [Harald.Bareit@qcpartners.com](mailto:Harald.Bareit@qcpartners.com)