

GLOBAL NETWORK NIEUWS

AUGUSTUS 2014

Is het einde van de vakantie van de volatiliteit al in zicht?

Ondanks dat er zich in verschillende delen van de wereld velerlei verontrustende gebeurtenissen afspeelden, heeft de populaire barometer voor marktvolatiliteit en risico, de "VIX" (Chicago Board Options Exchange Volatility Index) in 2014 een historisch dieptepunt bereikt. Met nog steeds zo veel onzekerheid in de wereld vragen veel investeerders zich af waarom de volatiliteit zo laag blijft en hoe lang dit nog kan duren.

Drie experts op het gebied van volatiliteitsinvesteringen van Natixis Global Asset Management bespreken de marktkrachten achter deze lage volatiliteit, of en wanneer zij denken dat deze gaat stijgen en welke strategieën er mogelijk ingezet kunnen worden om de gevolgen van de marktvolatiliteit in de portefeuilles te kunnen managen.



Emmanuel Bourdeix
hoofd van Seeyond,
Co-CIO
Natixis Asset
Management

"De markten zijn per definitie onzeker. Echter, overall waar we kijken zien we dat de mate van onzekerheid toeneemt," aldus Bourdeix. Hij denkt, dat als gevolg hiervan de volatiliteit wel eens zeer binnenkort een tandje bij zou kunnen gaan zetten.

Bourdeix denkt, dat we op dit moment bij een cruciaal punt voor het alloceren van assets zijn aanbeland. Wanneer de inflatie in de komende maanden in de Verenigde Staten zou aantrekken dan zal de Fed moeten kiezen tussen behoud van de ondersteunende koers en dus de aandelenmarkten zich naar meer bruisende wateren laten manoeuvreren of voor het verhogen van de rente. "We mogen het gebrek aan liquiditeit in bepaalde segmenten van de vastrentende markt niet onderschatten: zelfs een kleine renteverhoging door de Fed kan aanleiding zijn voor een significante technische marktbevinging," aldus Bourdeix.

Amerikaanse aandelen beginnen er prijzig uit te zien

Volgens Bourdeix beginnen Amerikaanse aandelen er prijzig uit te zien, wanneer hij de CAPE Shiller index analyseert (Cyclically Adjusted Price to Earnings Ratio ontwikkeld door Robert Shiller). "Zouden de aandelenprijzen in een sneller tempo blijven stijgen dan de bedrijfswinsten, dan komen ze in de buurt van de 'bubble' zone, vergelijkbaar met de configuratie van eind jaren negentig toen de volatiliteit steeg in de euforie-fase van de bull-markt." Een soortgelijke situatie deed zich ook helemaal aan het einde van de bull-markt in 2003-2007 voor.

Sinds 2009 zitten investeerders in een nultarief-omgeving. De langste en laagste ooit, volgens Bourdeix. Daarom is de onzekerheid met betrekking tot mogelijke rentestijging veel groter vergeleken met de laatste twee rondes van rentestijgingen die in 1994 en 2004 hebben plaats gevonden.

Bourdeix en zijn groep hebben grondig onderzocht waar de "echte" rentetarieven in de afgelopen tijd zijn geweest ten opzichte van waar ze theoretisch hadden moeten zijn volgens de belangrijkste economische modellen van SeeyondSM. "De

daling naar nul werd gerechtvaardigd doordat de theoretische percentages op weg naar nul waren en omdat de kwantitatieve versoepeling gewaarborgd werd door het feit dat de theoretische tarieven zich onder nul evolueerden. Sindsdien hebben de theoretische tarieven zich hersteld en is de trend vrij duidelijk: van nu af aan zijn noch kwantitatieve versoepeling noch nultarieven gerechtvaardigd en hoe langer we in de huidige nultarief-omgeving blijven hangen, hoe groter het risico voor de Fed dat ze de grip op het monetaire beleid verliezen," aldus Bourdeix. Dit is de reden dat hij gelooft dat conservatieve leden van de Federal Market Operating Committee (FMOC) op dit moment druk uitoefenen op Janet Yellen, voorzitter van de Fed, om verdere renteverhogingen te versnellen.

Toenemende risico's in Europa en Japan

Indien de groei in Europa teleurstellend blijft, zou de economie niet voldoende veerkrachtig kunnen zijn om een stijging van de energiekosten aangewakkerd door geopolitieke spanningen in het Midden-Oosten op te vangen. Daarom zou Europa mogelijk geconfronteerd kunnen worden met het risico van deflatie. Daarop anticiperend, zullen de markten waarschijnlijk dalen en de

volatiliteit stijgen. Bovendien vindt Japan het moeilijker dan verwacht om de laatste toegevoegde waarde (BTW) renteverhoging te overwinnen en heeft duidelijk nog niet alle schapjes op het droge.

Prestaties van volatiele beleggingen zijn in het afgelopen jaar glansloos geweest en sommige beleggers zetten vraagtekens bij de nutsfunctie van een volatiliteit investering binnen een wereldwijde allocatie. Bourdeix denkt dat het waarschijnlijk een goed moment is om exposure toe te voegen aan deze asset class en om bereid te zijn uitdagingen en onzekerheden, die de wereldwijde economie zal moeten doorstaan in de komende maanden, in de ogen te kijken en in het bijzonder wanneer veranderingen in het monetair beleid van de centrale banken werkelijkheid gaan worden.



Harry Merriken
PhD, Chief Investment
Strategist
Gateway Investment
Advisers

Volgens Merriken heeft het lage niveau van de volatiliteit op de aandelenmarkten, zoals gemeten door de VIX, in 2014 er toe geleid dat beleggers er aan gingen twijfelen of volatiliteit aanhoudend depressief is als gevolg van de zelfgenoegzaamheid van de markt of dat de VIX zelf overtraded is geraakt. Geen van deze scenario's zijn volgens Merriken nauwkeurig.

Fed QE achter depressieve aanhoudende lage volatiliteit

Volgens Merriken zijn er in feite verschillende redenen voor de huidige lage VIX en die worden allemaal weerspiegeld in een interessante mix van gezamenlijk opererende marktwerkingen. Het Kwantitatieve Verruimingsprogramma

(QE) van de Fed steekt achter dit alles. "Ten eerste heeft de algemene marktvolatiliteit, zoals gemeten door de VIX, zich in een nauwe bandbreedte bewogen. Dus ook al is het bereik met der tijd groter geworden, heeft de waarde van de volatiliteitsindex zich goed staande weten te houden. Ten tweede stijgen call-optie prijzen gezamenlijk met volatiliteit en de rente. Daarom zijn in een tijd van depressieve aanhoudende lage korte termijn rentetarieven, de prijzen van opties en interne volatiliteit ook laag. Dat komt omdat, ofschoon er bij de prijsstelling van de opties rekening wordt gehouden met meerdere variabelen, de waarde van een optie zwaar beïnvloed wordt door de rente en volatiliteit," aldus Merriken.

Verwijzend naar de berekening van de VIX, legt Merriken uit, dat in de premie van een optie (de huidige prijs van ieder specifiek optie-contract) een consensus schatting van de volatiliteit is opgenomen, die vaak wordt aangeduid als de interne volatiliteit. "Volatiliteit moet intern zijn omdat, in tegenstelling tot de rente, de verwachte volatiliteit gedurende de looptijd van een optie niet in acht kan worden genomen. De VIX is berekend op basis van de interne volatiliteit over een reeks van korte termijn, near-the-money markt contracten," aldus Merriken. Als zodanig komen volatiliteitsramingen uit het observeren van het handelsniveau van volatiliteit van de markt, of de gerealiseerde volatiliteit.

Een andere belangrijke reden voor de lage volatiliteit van vandaag is volgens Merriken, dat de liquiditeit die de Fed genereert de neiging heeft om zowel de rente en de marktvolatiliteit te drukken. In de huidige markt is er liquiditeit in overvloed. Indien beleggers dalende prijzen zien, zetten zij overtollige liquide middelen in de markt. "Gretigheid van beleggers om overtollig kapitaal te gebruiken is een reden waarom de markt niet een correctie van 10% over de afgelopen drie jaar heeft gehaald, ondanks diverse marktdalingen," aldus

Merriken. Echter, als de markt verder stijgt, wat velen als een onterechte stijging beschouwen, leidt dit gebrek aan een algemene overtuiging om te kopen, tot vroege winstnemingen.

"Als gevolg daarvan, pieken de prijzen vlak voor zeer hoge niveaus. Dit heeft de neiging om het handelsniveau van de markt te verkrappen. Het netto-effect is een aanhoudend laag of dalende VIX," aldus Merriken.

Ten slotte, terwijl een toename van de producten en de handel op basis van de VIX het mogelijk heeft gemaakt voor de beleggers om de marktvolatiliteit te bekijken, is er geen bewijs dat in verband kan worden gebracht met de grotere handelsvolumes in-VIX-gerelateerde contracten dan met die met een lagere volatiliteit. Daarom gelooft hij niet dat de VIX overtraded is en een lage volatiliteit veroorzaakt. Maar volgens Merriken is er wel direct bewijs dat het volume van de aandelenhandel in verband brengt met de gerealiseerde volatiliteit, een belangrijke variabele bij het bepalen van de VIX. Volgens Merriken suggereert dit bewijs dat de Kwantitatieve Versoepelingactie van de Fed achter verminderde marktvolatiliteit en optiepremies zit.

Het stoppen van stimuli zal de volatiliteit stimuleren

"In de toekomst, als de Fed de monetaire ondersteuning opheft en de rente uiteindelijk zal stijgen, verwacht ik dat twee afzonderlijke, alhoewel niet onafhankelijke factoren er mogelijk voor zullen zorgen dat de optieprijzen en de interne volatiliteit (VIX) gaan stijgen, namelijk de marktvolatiliteit en een stijgende rente," aldus Merriken.



Alexander Healy
PhD, Director of
Strategic Research,
Portfolio Manager
AlphaSimplex Group

Volatiliteit van de markt, zoals gemeten door de VIX, was zeker laag voor de eerste helft van 2014. Echter gelooft Healy, dat investeerders bredere definities van volatiliteit moeten gaan gebruiken.

Bijvoorbeeld, de volatiliteit van de volatiliteit, of te wel het tempo waarin volatiliteit kan veranderen over een periode, lijkt in de afgelopen tien jaar te zijn toegenomen. Healy denkt, dat als gevolg daar van, investeerders waarschijnlijk meer dynamisch moeten zijn in de manier waarop ze hun portefeuilles opbouwen, om zo rekening te kunnen houden met snel veranderende marktomstandigheden.

Healy voegt eraan toe dat, terwijl de VIX de meest geciteerde maatstaf van marktvolatiliteit is, het belangrijk is om in gedachten te houden wat de VIX eigenlijk is. "Het is een schatting van de 'implied volatility' van de S&P 500® over de komende 30 dagen, gebaseerd op de prijzen van de S&P 500 optiecontracten," zegt Healy. Als zodanig is het een korte termijn, in de VS-gebaseerde maatregel en het niveau wordt bepaald door de activiteit op de optiemarkten.

Simpel gezegd, een lage VIX meting betekent dat de vraag naar opties, of korte termijn verzekering op de S&P 500, momenteel volgens historische maatstaven laag is. Dat is volkomen logisch volgens Healy, gezien het feit dat de bedrijven in de S&P 500 consistente winst hebben opgeleverd en er is een zeer faciliterende Federal Reserve in de VS die het duidelijk heeft gemaakt dat zij niet verwachten hun standpunt in de nabije toekomst te veranderen.

Bovengemiddelde risico niveaus in opkomende markten

Healy merkt op, dat een lage VIX ook consistent is met de eigen risico-maatregelen van AlphaSimplex Group (ASG), de Downside Risk Index (DRI),* dat een gemiddelde van 28 haalde in de eerste helft van 2014, wat ruim onder het lange termijn gemiddelde niveau van 55 lag. De ASG methodiek heeft een breder bereik en omvat wereldwijde markten. "Door onze methodiek, hebben opkomende markten een bovengemiddeld risico, waarbij Rusland, Hongarije en Chili (en andere Zuid-Amerikaanse markten) in de zestiger en zeventiger jaren een Downside Risk Index niveau lieten zien, wat ruim boven de Amerikaanse meting van 28 lag. Dus, terwijl de wereldwijde onzekerheid niet wordt weerspiegeld in de VIX, lijkt het te worden weergegeven in sommige internationale markten," aldus Healy.

In het licht hier van zouden beleggers zich kunnen afvragen of de volatiliteit in de VS in de nabije toekomst zal toenemen. Terwijl ASG geen poging doet om de volatiliteits-verschuivingen of macro gebeurtenissen te voorspellen, wijst Healy er op dat ze uitgebreid onderzoek hebben gedaan door middel van analyse van het gedrag in de markt. Een dergelijk gedrag in de markt dat goed gedocumenteerd is, is 'mean reversion' – dat wil zeggen, de neiging van de prijzen van activa om met der tijd terug te keren naar hun historische gemiddelde. "Wij verwachten dat maatregelen voor volatiliteit, zoals de VIX, met der tijd zullen zorgen voor een 'mean reversion'. Vooral omdat de VIX momenteel zo laag is ten opzichte van het historisch gemiddelde, is er een toename van de volatiliteit in de toekomst te verwachten. Voor ons is het niet een kwestie van of de volatiliteit zal toenemen, maar een kwestie van wanneer," aldus Healy.

Diversificatie van low-stress omgeving gedreven investeerder

Onderzoek door ASG naar het gedrag in de markt suggereert ook, dat beleggers slechte beslissingen nemen in tijden van stress, omdat ze worden beïnvloed

door hun emoties in plaats van door rationele planning. Maar wat Healy vandaag ziet, lijkt niet op een van die perioden. In feite lijkt het juist precies het tegenovergestelde: een omgeving met een laag spanningsniveau. "Dat is de reden waarom ik denk, dat sommige beleggers van de gelegenheid gebruik maken om hun portefeuille te evalueren en overwegen strategieën met lage correlatie naar aandelen en obligaties toe te voegen, zoals bijvoorbeeld trendvolgende strategieën, zoals managed futures," aldus Healy.

Healy gelooft, dat wanneer investeerders wachten met diversifiëren van portefeuilles tot er een crisis is, dit al te laat zou kunnen zijn. "Ten eerste zullen ze waarschijnlijk de voordelen van diversificatie missen van een doordachte allocatie. Ten tweede lopen zij het risico dat tijdens een crisis hun emoties het vermogen om de meest rationele beslissingen te nemen vermindert en daardoor mogelijk een slechte situatie nog slechter wordt," zegt Healy.

Over het algemeen denkt Healy dat markten adaptief zijn en dat de volatiliteit niet constant is. Bijvoorbeeld, in de eerste helft van 2014 haalde de VIX gemiddeld minder dan 14 en onlangs dook deze zelfs onder de 11. Dit niveau staat in contrast met de financiële crisis van 2008-2009, toen de VIX 80 bereikte en is slechts een van de vele voorbeelden van hoe de volatiliteit en marktdynamiek kunnen variëren in de tijd.

* De Downside Risk Index is een eigen index ontworpen door AlphaSimplex om de recente neerwaartse volatiliteit van de Amerikaanse aandelenmarkten te weerspiegelen. Downside volatiliteit is een maatstaf voor de mate waarin de recente volatiliteit in het dagelijkse rendement van een belangrijke index die de rendementen op aandelen van een bepaald land of regio vertegenwoordigen beweegt, die is ontstaan als gevolg van een negatieve prijsbeweging (in tegenstelling tot de volatiliteit als gevolg van een positieve prijsbeweging). De DRI kan variëren van 0 tot 100, en hogere waarden geven aan dat het recente niveau van negatieve volatiliteit hoog is ten opzichte van de historisch waargenomen niveaus van negatieve volatiliteit. De DRI is geen voorspelling van toekomstige rendementen of volatiliteit van de Amerikaanse aandelenmarkten en investeerders kunnen niet vertrouwen op deze index bij het nemen van investeringsbeslissingen.

DEFINITIES & DISCLAIMER

Bull market is een financiële markt van een groep van effecten waarin prijzen stijgen of naar verwachting zullen stijgen.

BTW is een type verbruiksbelasting die op een product wordt toegepast op het moment dat er waarde aan toe wordt gevoegd in het productieproces of bij de uiteindelijke verkoop.

Call-optie geeft het recht, maar niet de verplichting, om een waarde te kopen tegen een overeengekomen prijs ("uitoefenprijs") binnen een bepaalde periode. De koper van een call-optie riskeert de prijs die hij betaald heeft voor de optie te verliezen, wanneer de prijs van het waarde niet hoger is dan het bedrag van de uitoefenprijs. De verkoper van een call-optie riskeert een bedrag te verliezen, dat gelijk is aan de prijs van het actief verminderd met de opbrengsten uit de verkoop van de *call*.

CAPE Shiller index is een taxatie maatregel die algemeen wordt toegepast op brede aandelenindices, waarbij gebruik gemaakt wordt van echte winst per aandeel over een periode van 10 jaar. De populariteit wordt ontleend door Yale University professor Robert Shiller, deze P/E ratio maakt gebruik van gladgestreken reële inkomsten om schommelingen van de netto-inkomsten als gevolg van variaties in de winstmarges over een typisch conjunctuurcyclus te elimineren en staat daarom bekend als de Cyclically Adjusted (Conjunctuur gecorrigeerde) P/E ratio (CAPE).

Deflatie is een daling van het algemene prijspeil van goederen en diensten.

Gerealiseerde volatiliteit staat ook bekend als historische volatiliteit en is de werkelijke variantie in de prijs van een optie in de tijd. Gerealiseerde volatiliteit wordt gemeten aan de hand van de standaarddeviatie van de prijs van een gemiddelde.

Impliciete volatiliteit is de verwachte volatiliteit van de koers van het effect. Over het algemeen neemt de impliciete volatiliteit toe wanneer de markt *bearish* is en neemt af wanneer de markt *bullish* is.

Koerswinstverhouding (P/E ratio) geeft de relatie weer tussen de prijs van een aandeel en de winst.

Managed futures zijn futures posities van professionele geld-managers, die bekend staan als commodity trading adviseurs in naam van de investeerders. Managers investeren in energie, landbouw en valuta markten (onder andere) met behulp van futures-contracten en ze bepalen hun posities op basis van verwachtte winst potentieel. Een futures-contract is een financiële overeenkomst die de koper verplicht om een actief (of de verkoper om een activum te verkopen), te kopen, zoals bijvoorbeeld een fysieke grondstof of een financieel instrument, op een vooraf bepaalde datum en prijs in de toekomst.

Near-the-money contract is een optiecontract waarbij de uitoefenprijs dicht bij de huidige marktprijs van de desbetreffende onderliggende waarde ligt. Een optiecontract is *near-the-money* wanneer de uitoefenprijs en de prijzen van onderliggende future dicht bij elkaar liggen; het is *at-the-money* wanneer de uitoefenprijs gelijk is aan de beurskoers van de onderliggende waarde.

Niet-gediversifieerde strategieën kunnen worden gebruikt om de spreiding in de portefeuille van een belegger te voorzien door middel van gerichte beleggingscategorieën en blootstelling aan de markt. Diversificatie biedt geen garantie voor winst of tegen verlies.

Opkomende markten verwijst naar de financiële markten van landen in ontwikkeling die meestal klein zijn en een korte operationele geschiedenis kennen. Effecten van opkomende markten kunnen onderhevig zijn aan grotere politieke-, economische-, milieuo-, krediet- en informatierisico's dan die van Amerika of andere ontwikkelde markten.

Optie geeft het recht om te kopen of verkopen van een aandeel of een andere bepaalde waarde tegen een overeengekomen prijs binnen een bepaalde periode.

S&P 500® verwijst naar een algemeen erkende maatstaf voor de prestaties van de Amerikaanse aandelenmarkt. Het is een onbeheerde index van 500 gewone aandelen, gekozen op onder andere de volgende factoren: omvang van de markt, de liquiditeit en de vertegenwoordigde industriegroep.

Tapering verwijst naar afbouw van het programma van kwantitatieve verruiming (QE) van de Amerikaanse overheid dat sinds december 2008 in werking is. QE betreft de aankoop van schatkistcertificaten en 'mortgage-backed securities' door de centrale bank om de rente laag te helpen houden.

VIX is het ticker symbool voor de Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatility Index, die de verwachting van de volatiliteit van de markt laat zien van een 30-dagen volatiliteit.

Volatiliteit verwijst naar het bereik van de variatie in niveaus van de markt of prijzen van individuele effecten.

Volatiliteit investeren / management technieken kunnen leiden tot periodes van verlies en *underperformance*, kan de mogelijkheid om deel te nemen aan stijgende markten beperken en kunnen de transactiekosten verhogen.

Dit materiaal is uitsluitend bedoeld voor informatieve doeleinden en dient niet te worden opgevat als beleggingsadvies. Iedere economische prognose of voorspelling in dit document weerspiegelt subjectieve oordelen en veronderstellingen en de kans bestaat dat er onverwachte gebeurtenissen optreden.

De weergegeven uitspraken en meningen zijn die van betreffende vertegenwoordiger van de dochterondernemingen van Natixis Global Asset Management, zoals aangegeven in het document.

Meningen kunnen ieder moment veranderen en er is geen garantie dat ontwikkelingen daadwerkelijk zoals voorspeld tot uiting zullen komen. De gegeven meningen en informatie zijn van aangegeven dagtekening en kunnen na dato niet meer als actueel worden beschouwd.