

Volatilität – Sicherheit dank Unsicherheit

Jede Investition an den Finanzmärkten ist mit Risiken verbunden. Um dagegen gefeit zu sein, wird klassischerweise in Abhängigkeit des investorenspezifischen Risikoappetits eine mehr oder weniger starke Diversifikation des Portfolios über verschiedene Assetklassen wie Obligationen, Aktien und Rohstoffe empfohlen. Die aktuellen Geschehnisse rund um die Finanzkrise zeigen aber, dass dies nicht immer ausreicht. Selbst breit diversifizierte Portfolios sind beträchtlich in Mitleidenschaft gezogen worden. Welche Alternativen bieten sich?



Von Fabian Dori (rechts)
 Portfoliomanager
 Wegelin & Co. Privatbankiers
 St. Gallen

und Roger Ganz (links)
 Stellvertretender Leiter
 Strukturierte Produkte
 Wegelin & Co. Privatbankiers
 St. Gallen

Eine mögliche Alternative ist, sich an der Tatsache zu orientieren, dass die Unsicherheit der Finanzmarktteilnehmer in Krisenzeiten erheblich steigt. Diese Unsicherheit wird durch die Volatilität ausgedrückt. Sie berechnet sich aus der Schwankungsintensität eines Basiswertes über einen gewissen Zeitraum. Dabei wird zwischen der realisierten und der impliziten Volati-

lität unterschieden. Während die realisierte Volatilität die effektiven Kurschwankungen des Basiswertes über eine vergangene Zeitperiode misst, zeigt die implizite Volatilität die von den Optionsmärkten erwartete Höhe der Kursschwankungen in der Zukunft. Damit ist sie ein verlässlicher Barometer für die Unsicherheit an den Finanzmärkten.

Volatilität – auch die Kehrseite der Medaille kann glänzen

Empirisch lässt sich belegen, dass die Unsicherheit in fallenden Märkten steigt und damit die Kurse in solchen Zeiten ausgeprägten Schwankungen unterliegen. Im historischen Vergleich zeigt sich deshalb deutlich eine gegenläufige Entwicklung von Aktienmärkten und Volatilität. Erklären lässt sich dieser Zusammenhang beispielsweise über institutionelle Rahmenbedingungen. Institutionelle Investoren sind gezwungen, regulatorische Richtlinien einzuhalten. Dies hat zur Folge, dass sie bei fallenden Kursen unter Umständen gesetzte Verlustlimiten erreichen und dadurch ihre Positionen liquidieren müssen. Des weiteren finanzieren sich viele Hedge Funds über Kredite. Sie sind in Krisenzeiten teureren Finanzierungsbedingungen unterworfen und müssen ebenfalls ihre Positionen verkaufen. Die Kausalität kann aber auch in die Gegenrichtung wirken. Risikoaverse Investoren tätigen eine Investition nur dann, wenn die erwartete Rendite eine angemessene Entschädigung für die eingegangenen Risiken verspricht. Wird also eine höhere Volatilität erwartet, so steigen die Ansprüche an die geforderte Kompensation, sei dies über einen tieferen Einstiegspreis oder höhere Zielvorgaben.

Das gegensätzliche Verhalten von Volatilität und Basiswert folgt allerdings nicht einer linearen Beziehung.

Grafik 1: Funktionsweise von Variance Swaps



Vielmehr ist der Verlauf der Volatilität durch erhebliche Sprünge gekennzeichnet. Die kurzfristige Volatilität kann ihr längerfristiges Niveau wiederholt erheblich übersteigen sowie weit darunter fallen. Zugleich tendiert sie aber auch dazu, stets wieder zum längerfristigen Level zurückzukehren. Dieses Über- und Unterschneiden mit anschließender Rückkehr zum Durchschnitt wird auch als Mean Reversion bezeichnet.

Wenn sich nun also Aktienmärkte und Volatilität signifikant gegenläufig entwickeln, dann ist Volatilität eine attraktive Alternative zu klassischen Diversifikationsinstrumenten. Doch ist Volatilität überhaupt handelbar?

Handelbarkeit – direkt und konvex

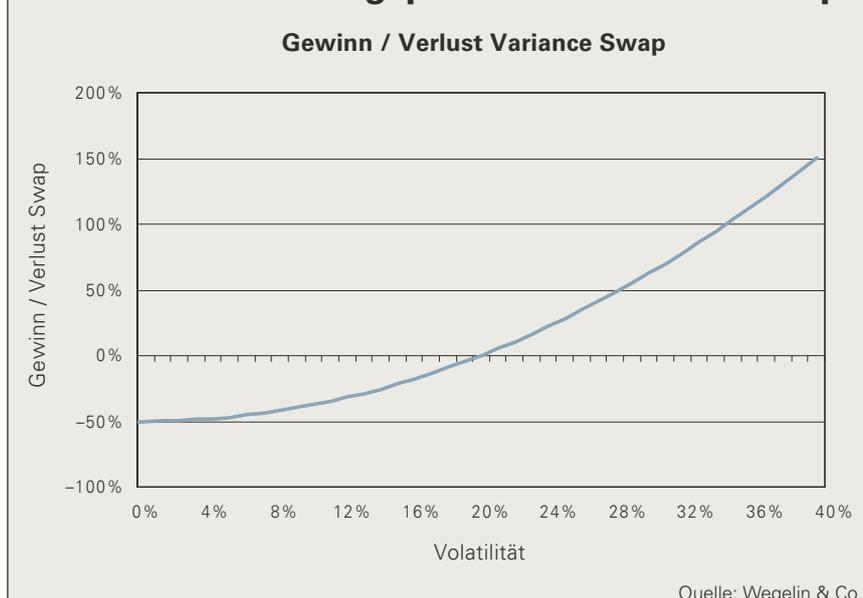
Instrumente wie Variance Swaps machen Volatilität direkt handelbar, weil

ihr Wert lediglich durch die Schwankungsbreite des Basiswertes bestimmt wird. Ein Variance Swap ist ein Vertrag zwischen zwei Parteien, die für eine bestimmte Zeitperiode erwartete Varianz – auch Strike genannt – gegen die über den gleichen Zeithorizont gemessene, effektiv realisierte Varianz zu tauschen. Der Wert des Swaps hängt folglich von der Differenz zwischen Varianzen, also den Volatilitäten des Basiswertes im Quadrat ab (siehe Grafik 1: «Funktionsweise von Variance Swaps»).

Wie die Grafik 2 «Auszahlungsprofil von Variance Swaps» zeigt, ist das Auszahlungsprofil des Swaps deshalb konvex: Eine 1%ige Bewegung der Volatilität erhöht den Wert des Swaps um mehr als 1%, während ein 1%iger Volatilitätsrückgang den Swap um weniger als 1% verbilligt. Dank des konvexen Auszahlungsprofils sind Variance Swaps optimale Instrumente für Investoren, die sich gegen steigende Volatilitäten versichern wollen.

Die negative Korrelation zum Basiswert sowie die direkte Handelbarkeit von Volatilität allein machen letztere allerdings noch nicht zu einer langfristig attraktiven Portfolioabsicherung. Denn Volatilität hat – wie jede andere Versicherungsleistung auch – ihren Preis. So wird der Rückgang der Volatilität in Zeiten ruhigerer Aktienmärkte das Renditepotential eines mit Volatilitätsinstrumenten diversifizierten Portfolios beschneiden. Und ein Rückgang nach hohen Volatilitäten ist aufgrund der angesprochenen Mean-Reversion-Eigenschaft vorauszusetzen. Soll Volatilität deshalb als Diversifikationsinstrument dienen, muss sie aktiv bewirtschaftet werden.

Grafik 2: Auszahlungsprofil von Variance Swaps



Wegelin VolSecur® –

Sicherheit dank Unsicherheit

Zu diesem Zweck haben Wegelin & Co. Privatbankiers die *Wegelin VolSecur® Strategie* entwickelt. Die Volatilität soll in innovativer Weise als Absicherungsinstrument erschlossen werden. Um die Versicherungskosten dabei zu minimieren, wird das Exposure durch ein diversifiziertes Set von quantitativen Modellen aktiv gesteuert. Jedes dieser Modelle nutzt charakterisierende Eigenschaften der Volatilität, um ideale Ein- und Ausstiegszeitpunkte festzulegen. Da das Ziel der Strategie in der Absicherung von Aktienpositionen besteht, ist *Wegelin VolSecur®* zu jeder Zeit netto Käufer von Variance Swaps und profitiert damit von steigender Volatilität.

Die Beschränkung auf den Kauf von Volatilität legt es nahe, die Strategie

über Variance Swaps umzusetzen. Damit kann vom konvexen Auszahlungsprofil dieses Instrumentes profitiert werden. Als Basiswerte dienen die für Variance Swaps liquidesten Märkte S&P 500 Index und der DJ Euro Stoxx 50 Index.

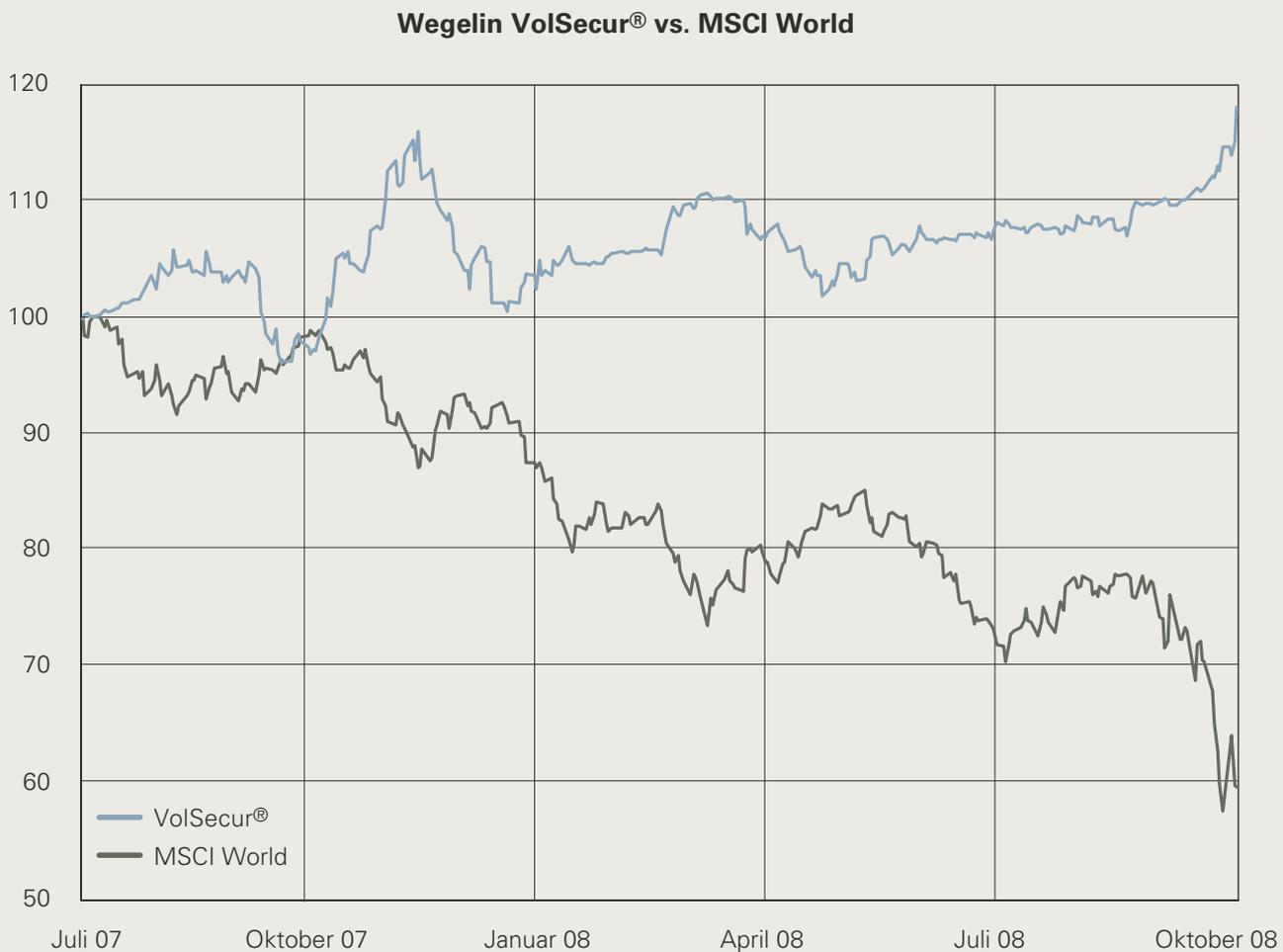
Seit Anfang Juli 2007 ist Wegelin & Co. gemäss der *Wegelin VolSecur® Strategie* investiert und hat damit bis zum 16. Oktober 2008 eine kumulierte Rendite von +18,1% und im krisen-geplagten 2008 von +16,6% in Euro erwirtschaftet. Im gleichen Zeitraum (seit Juli 2007) betrug die Euro-Rendite des MSCI World Index -40,2% (siehe Grafik 3 «Vergleich von *VolSecur®* mit dem Aktienmarkt»), während der S&P GSCI Total Return Commodity Index in Euro um -7,4% nachgab. Einzig eine sichere Investition in den Bloomberg Effas Euro Government Bond

Index 3-5Y Total Return Index warf ebenfalls eine positive Rendite von +8,7% ab. Ein mit *Wegelin VolSecur®* diversifiziertes Portfolio hätte den bisherigen Verlauf der Finanzmarktkrise also weit besser gemeistert als dies klassisch mittels Obligationen und Rohstoffen diversifizierte Portfolios vermochten.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Volatilität aufgrund ihrer ausgesprochen gegenläufigen Entwicklung zu Aktienmärkten und ihrer direkten Handelbarkeit klassischen Diversifikationsinstrumenten wie Obligationen und Rohstoffen klar überlegen ist. Sinnvollerweise sollte das Volatilitätsexposure allerdings aktiv bewirtschaftet werden – wie es bei *Wegelin VolSecur®* umgesetzt wird.

www.wegelin.ch ●

Grafik 3: Vergleich von VolSecur® mit dem Aktienmarkt



Quelle: Wegelin & Co. / Bloomberg