

Volatilität als neue Assetklasse

Seitdem sich die Turbulenzen an den Börsen ausgeweitet haben, rückt die Volatilität immer stärker ins Blickfeld von Anlegern und Investmentstrategen. Deutlich wird dies, wenn man die implizite Volatilität, also die von Marktteilnehmern erwartete Schwankungsfähigkeit der Börsen, betrachtet. Lag dieser Wert für den Dow Jones Euro Stoxx 50 zum Beispiel 2005 noch auf einem Tiefstand von 12,5 Prozent, schnellte er im März 2008 auf 28 Prozent nach oben und bewegt sich aktuell in einer Spanne von 23 bis 27 Prozent. Ein ähnliches Bild ergibt sich bei der Volatilität des S&P500 sowie des Nikkei, die seit 2005 von zwölf auf 26 Prozent beziehungsweise von 13 auf 29 Prozent gestiegen sind (Abbildung 1).

Starke Ausschläge des Stimmungsbarometers

Und auch künftig – so die Einschätzung der meisten Marktteilnehmer – ist sowohl mit höheren als auch mit stärker schwankenden Volatilitäten zu rechnen. Die Anleger sind infolge der durch die Subprime-Krise ausgelösten Verwerfungen an den Kapitalmärkten weiterhin nervös und gewichten Risiken tendenziell stärker. Das heißt: Auch im weiteren Jahresverlauf ist mit Überreaktionen an den Börsen zu rechnen. Insgesamt erwartet Crédit Agricole Asset Management im ersten Halbjahr 2008 zwar keine merkliche Abkühlung der US-Konjunktur, doch lassen sich negative Zahlen auch nicht ausschließen. Bestätigt wird die Erwartung einer globalen Konjunkturabkühlung durch zahlreiche Fundamentaldaten, wie zum Beispiel die merklich gesunkenen US-Immobilienpreise, ein nachlassendes Wachstum bei den Unternehmensgewinnen, die angespannte Lage am Kreditmarkt sowie inflationäre Tendenzen vor allem bei Rohstoffen. All diese Faktoren werden dafür sorgen, dass das

Stimmungsbarometer weiterhin relativ stark ausschlägt.

Vor dem Hintergrund unsicherer Märkte und der wachsenden Nervosität der Akteure betrachten vor allem institutionelle Investoren Volatilität heute nicht mehr nur als Risikomaß, sondern als eigenständige Risikoklasse. Dafür sprechen zwei wesentliche Gründe: Erstens sind Volatilitätsbeimischungen wegen der negativen Korrelation zu Aktien und Credit Spreads geeignet, das Risiko-Rendite-Profil von Aktien- und gemischten Portfolios deutlich zu verbessern. Oder anders ausgedrückt: In Phasen, in denen die Märkte stark fallen, steigt die Volatilität sprunghaft an und kann somit zu einer idealen Absicherung von Portfolios führen. Zweitens bietet das

aktuelle Marktumfeld gute Renditechancen für ausgewählte Volatilitätsstrategien (Abbildung 2).

Dass diese Strategien einen Aufschwung erfahren haben, liegt nicht zuletzt an der Weiterentwicklung der Derivatmärkte. So stehen Volatilitätsmanagern heute für die Umsetzung ihrer Strategien zahlreiche Instrumente zur Verfügung. Neben Optionscheinen, Wandelanleihen, Variance-Swaps und Futures auf Volatilitätsindizes sind dabei vor allem Optionen interessant, da diese die Märkte gut abbilden und häufig sehr liquide sind. Um beispielsweise ein reines long-Aktienvolatilitätsinvestment zu erhalten, investieren Volatilitäts-Manager dabei in Optionen und sichern Aktien- und Zinsrisiken über Futures ab. Als Restgröße bleibt so die implizite Volatilität isoliert übrig (Abbildung 3).

Zwei Kategorien von Volatilitätsstrategien

Im Markt haben sich inzwischen zwei Kategorien von Volatilitätsstrategien etabliert: Erstens marktneutrale Absolute-Return-Ansätze und zweitens direktionale Strategien. Marktneutrale Ansätze können gezielt Arbitragemöglichkeiten von impliziten Volatilitäten innerhalb bestimmter Assetklassen oder Assetklassen-übergreifend nutzen. Dabei lassen sich ineffiziente Bewertungen zwischen verschiedenen Laufzeitsegmenten ein und desselben Indexes oder zwischen unterschiedlichen Indizes arbitrieren. Gerade aktuell bieten sich Managern im schwankungsanfälligen Marktumfeld viele Opportunitäten.

Dazu ein Beispiel: Gewöhnlich ist die 24-Monats-Volatilität des Dow Jones Euro Stoxx 50 höher als die der 12-Monats-Volatilität. Im September 2007 lagen diese beiden Werte jedoch nahezu auf dem

Hubert Dänner, Niederlassungsleiter Crédit Agricole Asset Management Deutschland, Frankfurt am Main, und Emmanuel Bourdeix, Leiter Aktien-Spezialthemen, Crédit Agricole Asset Management, Paris

Dank der Weiterentwicklung der Derivatmärkte messen die Autoren Volatilitätsstrategien heute immer mehr an Bedeutung bei. Gerade in der aktuellen Marktphase sehen sie in diesen Strategien die Chance, gute Renditen zu erwirtschaften und gleichzeitig Portfolios abzusichern. Ständen Volatilitätsstrategien in Phasen stetig steigender Märkte aufgrund geringerer Renditemöglichkeiten im Schatten, zeichnen sie zurzeit ein anderes Bild: Insbesondere professionelle Dachfondsmanager und institutionelle Anleger zählen sie derzeit zu den aktivsten Volatilitäts-Investoren. Unterstützt wird die Umsetzung der Ansätze ihrer Ansicht nach durch das neue Investmentgesetz mit seinen ausgeweiteten Anlagemöglichkeiten sowie durch die Dynamik der Derivatmärkte. (Red.)

gleichen Niveau. Dies eröffnet dem Volatilitäts-Manager die Möglichkeit, über Optionen 12-Monats-Volatilität zu verkaufen, 24-Monats-Volatilität zu kaufen und bei Normalisierung der Situation einen Gewinn zu vereinnahmen. So lange – wie derzeit – nur wenige Akteure mit ähnlichen Ansätzen auf den Optionsmärkten Arbitrage betreiben, entstehen hier attraktive Renditequellen (Abbildung 4).

Direktionale Ansätze basieren hingegen auf der Erkenntnis, dass die Volatilität zu ihrem langfristigen Durchschnittswert zurück tendiert – und zwar je stärker, desto weiter sie vom Durchschnitt entfernt notiert. Für den Dow Jones Euro Stoxx 50 liegt dieser langfristige Durchschnitt bei

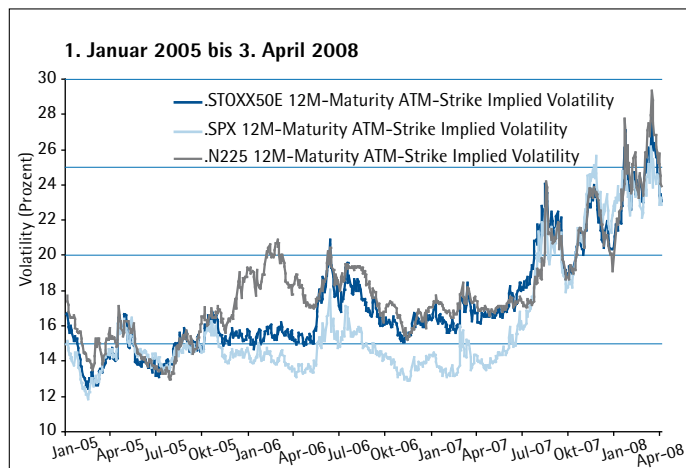
25 Prozent, für den S&P500 bei 22,5 Prozent und für den Nikkei bei 26 Prozent. Liegt die Volatilität unter ihrem langfristigen Durchschnitt, kaufen die Manager folglich Volatilität. Notiert sie darüber, gehen sie short. Im Grunde ist dies nichts anderes als die Anwendung des einfachen Prinzips „kaufe billig – verkaufe teuer“. Hier ist teils zu beobachten, dass Handelsstrategien von Investmentbanken die Gegenposition eines direktionalen Volatilitätsmanagers aufbauen, da unterschiedliche Ziele verfolgt werden (Abbildung 5).

Gewichtungsmatrizen

Um nicht nur von großen Volatilitätsschwankungen, sondern auch vom Oszillie-

ren der Märkte zu profitieren, sind zusätzlich Gewichtungsmatrizen sinnvoll. Mit dieser kann die Strategie in Abhängigkeit von der Höhe der Volatilität unterschiedlich stark gewichtet werden. Liegt die Volatilität des Dow Jones Euro Stoxx 50 beispielsweise bei 14,5 Prozent, kauft Crédit Agricole Asset Management Volatilität mit dem Faktor drei. Das heißt, dass sich der Wert des Fonds bei einer angenommenen Steigerung der Volatilität um 1,5 Prozentpunkte um 4,5 Prozent erhöht. Beim Überschreiten der 15-Prozentgrenze wird die Gewichtung auf den Faktor zwei reduziert. Fällt die Volatilität nun wieder von 16 auf 14,5 Prozent zurück, performt der Fonds in der Summe mit einem Plus von 1,5 Prozent. Über dem längerfristigen Volatilitäts-

Abbildung 1: Implizite Volatilität des Dow Jones Euro Stoxx 50, des S&P500 und des Nikkei



Quelle Abbildung 1 und 4: Deutsche Bank Equity Derivatives Strategy Group

Abbildung 2: Volatilität der Renditen des Dow Jones Euro Stoxx 50 und der impliziten Volatilität

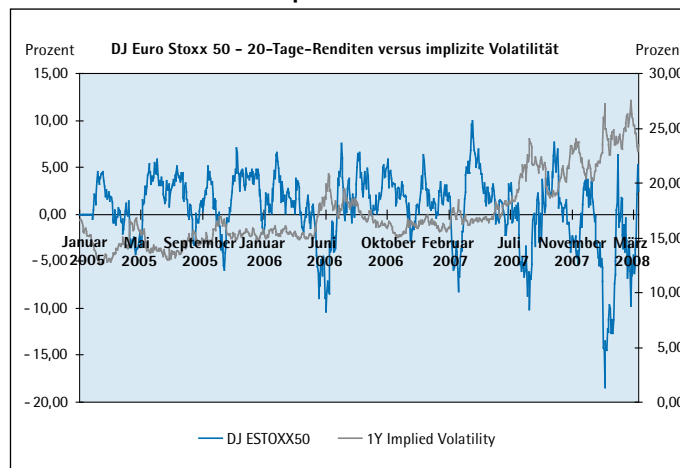


Abbildung 3: Investition in Volatilität durch Extraktion des Aktien- und Zinsrisikos aus Optionen

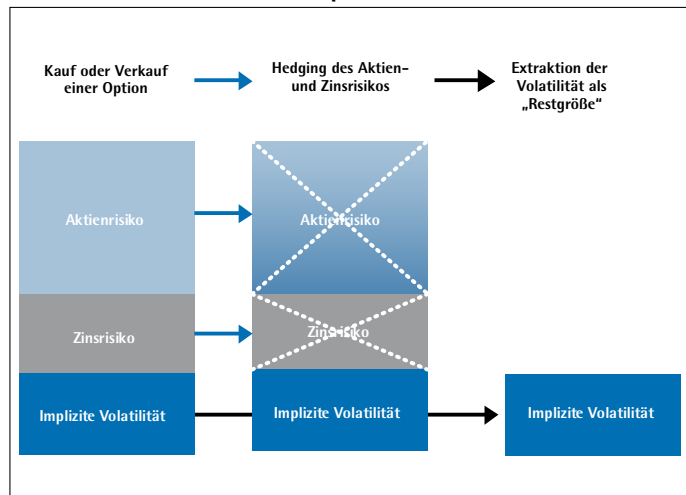
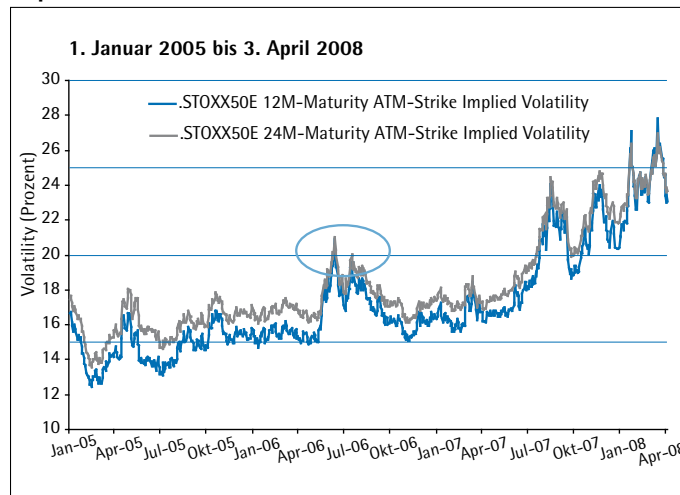


Abbildung 4: 12-Monats- und 24-Monats-implizite Volatilität des Dow Jones Euro Stoxx 50



Zeitschrift
für das gesamte
Kreditwesen



Verlag und Redaktion:

Verlag Fritz Knapp GmbH
Aschaffener Str. 19, 60599 Frankfurt,
Postfach 11 11 51, 60046 Frankfurt.
Telefon: (0 69) 97 08 33 - 0, Telefax: (0 69) 7 07 84 00
E-Mail: red.zfgk@kreditwesen.de
Internet: www.kreditwesen.de

Herausgeber: Klaus-Friedrich Otto

Chefredaktion: Dr. Berthold Morschhäuser,
Philipp Otto

Redaktion: Swantje Benkelberg, Lars Haugwitz,
Alexander Hofmann, Barbara Stauch, Frankfurt
am Main

Redaktionssekretariat: Anja Oehrl

Die mit Namen versehenen Beiträge geben nicht immer die Meinung der Redaktion wieder. Bei unverlangt eingesandten Manuskripten ist anzugeben, ob dieser oder ein ähnlicher Beitrag bereits einer anderen Zeitschrift angeboten worden ist. Beiträge werden nur zur Alleinveröffentlichung angenommen.

Die Zeitschrift und alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig.

Manuskripte: Mit der Annahme eines Manuskripts zur Veröffentlichung erwirbt der Verlag vom Autor das ausschließliche Verlagsrecht sowie das Recht zur Einspeicherung in eine Datenbank und zur weiteren Vervielfältigung zu gewerblichen Zwecken in jedem technisch möglichen Verfahren. Die vollständige Fassung der Redaktionsrichtlinien finden Sie unter www.kreditwesen.de.

Verlagsleitung: Uwe Cappel

Anzeigenleitung: Ralf Werner, Tel. (0 69) 97 08 33 - 43

Anzeigendisposition:
Anne Guckes, Tel. (0 69) 97 08 33 - 26,
sämtl. Frankfurt am Main, Aschaffener Str. 19.

Zurzeit ist die Anzeigenpreisliste Nr. 50 vom 1.1.2008 gültig.

Zitierweise: KREDITWESEN

Erscheinungsweise: am 1. und 15. jeden Monats.

Bezugsbedingungen: Abonnementspreise incl. MwSt. und Versandkosten: jährlich € 394,32, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 202,32, 1/4-jährlich € 103,38. Ausland: jährlich € 408,96. Preis des Einzelheftes € 17,90 (zuzügl. Versandkosten).

Bestandteil des Abonnements ist eine 4-mal jährlich erscheinende Ergänzungsausgabe (Supplement) „Technik – IT für Finanzdienstleister“.

Verbundabonnement mit der Zeitschrift »bank und markt«: € 618,48, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 322,44, 1/4-jährlich € 169,32. Ausland: jährlich € 634,80.

Studenten: 50% Ermäßigung (auf Grundpreis).

Der Bezugszeitraum gilt jeweils für ein Jahr. Er verlängert sich automatisch um ein weiteres Jahr, wenn nicht einen Monat vor Ablauf dieses Zeitraumes eine schriftliche Abbestellung vorliegt. Bestellungen direkt an den Verlag oder an den Buchhandel.

Bei Nichterscheinen ohne Verschulden des Verlags oder infolge höherer Gewalt entfallen alle Ansprüche.

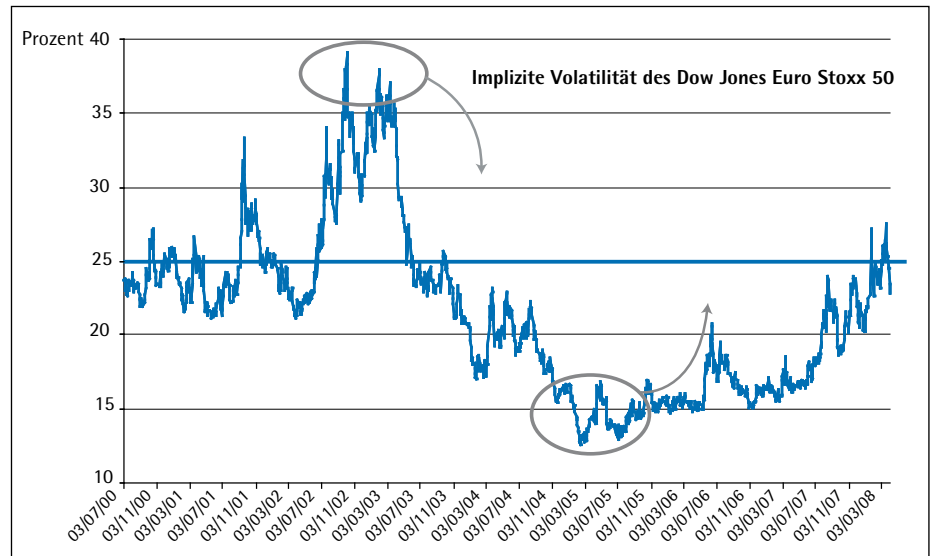
Bankverbindung: Landesbank Hessen-Thüringen – Girozentrale – 10 555 001 (BLZ 500 500 00), Frankfurt am Main.

Druck: Druckerei Hassmüller Graphische Betriebe GmbH & Co. KG, Königsberger Str. 4, 60487 Frankfurt am Main.

ISSN 0341-4019



Abbildung 5: Die Volatilität strebt umso stärker zu ihrem langfristigen Durchschnitt zurück, je weiter entfernt sie davon notiert



durchschnitt geht CAAM gestaffelt bis zum Faktor zwei short. Im Vergleich zu einfachen Volatilitätsindizes, bei denen der Anleger eins zu eins an der Volatilitätsentwicklung partizipiert und beim genannten Beispiel in der Summe keinen Gewinn erzielt hätte, ist dies gerade im aktuellen Marktumfeld ein wichtiger Strategiebaustein für längerfristige Volatilitätsanleger (Abbildung 6).

Standen Volatilitätsstrategien in Phasen stetig steigender Märkte aufgrund geringerer Renditemöglichkeiten im Schatten,

hat sich das Bild aktuell gewandelt: Insbesondere professionelle Dachfondsmanager und institutionelle Anleger zählen derzeit zu den aktivsten Volatilitäts-Investoren.

Im Fokus steht dabei, die Performance von Portfolios zu glätten, ohne auf Renditechancen zu verzichten. Unterstützt wird die Umsetzung der Ansätze durch das neue Investmentgesetz mit seinen ausgeweiteten Anlagemöglichkeiten sowie die Dynamik der Derivatmärkte, die zudem die Liquidität für UCITS-III-Fonds sicherstellen.

Abbildung 6: Steigerung des Nettoinventarwerts bei oszillierenden Märkten dank angepasster Strategiegewichtung

