

## SIGLO Timeout Nr. 34

### Volatilität als Anlageklasse, Risikoprämie und Portfoliobaustein

#### Einleitung

Volatilität dürfte Anlegern auf Finanzmärkten vor allem als Mass für Risiko ein Begriff sein. Ob sie sogar eine eigenständige Anlageklasse darstellt - quasi als "Handel mit Risiko" - wird seit längerer Zeit auf praktischer und auf akademischer Ebene diskutiert. Im Timeout beleuchten wir verschiedene Überlegungen dazu, wiederholen Ideen aus Timeout Nr. 17 und erörtern, weshalb vor allem die Umsetzung und die verwendeten Instrumente einen Einfluss ausüben.

#### Hintergrund

Mit dem Begriff "Volatilität" bezeichnet die Finanzwelt das statistische Mass Standardabweichung, das Streuungen von Beobachtungen aus einer Grundgesamtheit um deren Erwartungswert beschreibt. Beobachtungen sind für Anleger oft historische Preise bzw. Zeitreihen von Anlagerenditen. Schwanken Preise über die Zeit stark, ist die Volatilität hoch, bewegen sie sich hingegen in einem engen Rahmen, fällt sie tief aus. Wie kommt man nun auf die Idee, aus einem Derivat von periodischen Renditebeobachtungen eine separate Anlageklasse zu postulieren?

#### Black & Scholes

Die Volatilität erfuhr insbesondere dank den Nobelpreisträgern Fischer Black und Myron Scholes einen starken Anstieg in der Bedeutung, übt sie doch in der berühmten Formel zur Bewertung von Optionen einen zentralen Einfluss auf deren Preise aus. Grundsätzlich gilt, dass eine höhere Volatilität im zugrunde liegenden Basiswert einer Option ihren Preis erhöht. Einfach gesprochen, kann man sich vorstellen, dass die Chancen einer Option, im Geld zu enden, höher sind, wenn auch die Volatilität ihres Basiswerts höher ist.

Die in die Optionsbewertung einflussende Volatilität wird als die "implizite Volatilität" bezeichnet. Implizit, weil sie eben direkt aus der aktuellen Bewertung am Markt folgt und somit via Optionen handelbar ist. Dies im Kontrast zur "realisierten Volatilität", die aus effektiv am Markt realisierten Preisen folgt und somit nur ex post berechenbar ist. Entsprechend interessieren sich innovative Anleger nicht nur für die direktionale Entwicklung der Basiswerte von Optionen, sondern auch deren implizite Volatilität. Wer

entweder die zukünftige implizite Volatilität oder die zukünftige realisierte Volatilität einer Option richtig einschätzen kann, verdient Geld, indem er Optionen mit "zu tiefer" impliziter Volatilität kauft oder aber solche mit "zu hoher" impliziter Volatilität schreibt.

#### Modell vs. Realität (Smile)

Der Handel mit Optionen hat sich seit den 70ern enorm weiter entwickelt und diverse clevere Leute angezogen. Einige davon haben festgestellt, dass die Annahmen von Black & Scholes in der Realität nicht erfüllt sind, weshalb die Bewertung von Optionen systematisch vom Modell abweicht. Lasst uns hier betonen, dass die Bewertung am Markt nicht systematisch falsch ist, sondern bloss systematisch vom genialen aber stark vereinfachten Modell abweicht. Besonders zu erwähnen ist z.B. die von Black&Scholes vernachlässigte Heteroskedastizität, welche beschreibt, dass die implizite Volatilität über verschiedene Options-Laufzeiten variiert.

**Put Optionen sind oft teuer bzw. weisen höhere implizite Volatilitäten auf als die effektiv realisierten Volatilitäten der zugrunde liegenden Preise.**

Was findige Trader schon lange ausnutzen, haben Forscher in umfangreichen Studien zusammen gefasst: Put Optionen mit unterschiedlichen Laufzeiten sind oft teurer bzw. weisen höhere implizite Volatilitäten auf als die effektiv realisierten Volatilitäten. Es könnte sich folgedessen lohnen, diese Puts systematisch zu verkaufen bzw. periodisch zu rollen. Investoren sprechen in diesem Zusammenhang oft von "Short Volatility" Strategien, weil man Optionen und damit

implizite Volatilität verkauft. Wer solch eine Strategie in den letzten Dekaden smart umsetzte, konnte effektiv attraktive Renditen erzielen. Weniger gute Ansätze erlebten hingegen brutale Abstürze z.B. im Q3 2008, welche die gesamten erzielten Renditen mehrerer Jahre zunichte machten. Genau das umgekehrte Schicksal ereilte Manager, die versuchen, möglichst günstige implizite Volatilität zu kaufen (und damit eine sogenannte "Long Volatility" Strategie verfolgen). Sie erzielten nämlich in den ruhigen Zeiten vor und nach dem 2008er-Sturm meistens geringe Verluste, die aber in der Krise (bei guter Umsetzung) überkompensiert wurden.

**Wenn wir Volatilität als eigenständige Risikoprämie verstehen wollen, sollten wir zuerst definieren, ob wir von Long oder Short Volatilität ausgehen.**

Falls Volatilität eine Anlageklasse bzw. eine neue Risikoprämie darstellen soll, müssen wir zuerst definieren, ob es um Long oder Short Volatilität geht, d.h. ob wir Optionen jeweils systematisch kaufen oder schreiben. Wir sparen uns hier eine Diskussion über die angepriesenen Ansätze, die stets im richtigen Zeitpunkt zwischen Long und Short Volatilität hin und her wechseln und überlassen es unseren Lesern, deren Potenzial und deren Wahrheitsgehalt zu prüfen.

### **Ilmanen vs. Taleb**

Das vor einigen Monaten im FJA publizierte Streitgespräch zwischen Antti Ilmanen und Nassim Taleb dreht sich um die Frage, ob Long oder Short Volatilität besser rentiert. Ilmanen meint, dass sich das Schreiben von (Put) Optionen im Erwartungswert auszahlt. Er argumentiert, dass die Anleger im Schnitt bereit sind, für eine Versicherung mit (Put) Optionen eine Prämie zu zahlen. Und diese "Risikoprämien" können Options-Schreiber abschöpfen, weshalb er eine Short Volatility Strategie als Anlageklasse oder zumindest als separate Risikoprämie interpretiert.

Taleb konterte in seiner unverkennbaren und bewusst arroganten Art, dass Anleger die Wahrscheinlichkeit unwahrscheinlicher Ereignisse unterschätzen und daher bei Black Swan Events mit Short Volatilität Positionen

fast alles Geld verlieren können. Stattdessen empfiehlt er Long Volatility Strategien, die zwar in den meisten ruhigen Perioden ein kleinwenig Prämie kosten aber dann in den groben Krisen richtig auszahlen. Er spricht in diesem Zusammenhang von "anti-fragil", was definitiv ein neues Wort darstellt, aber im Prinzip nur die längst bekannte und teilweise auch erfolgreich implementierte Idee von Long Volatility Strategien umschreibt.

Die uns bekannten praxis-orientierten Artikel stützen vor allem die Argumentation von Ilmanen. Ein Hauptgrund liegt darin, dass Short Volatility Strategien einen direkten Zusammenhang zwischen Risiko und Prämie herstellen können. Der Käufer der Option ist offensichtlich bereit, dem Verkäufer die Versicherungsprämie zu zahlen. Dieses kausal motivierte Zusammenspiel funktionierte bisher in "normalen" Marktumfeldern recht gut. Long Volatility verursacht hingegen Kosten in Form von Optionsprämien über die Zeit.

### **Mathe vs. Fantasie**

In den Diskussionen mit diversen Volatility Managern aus beiden Lagern ist uns über die letzten Jahre aufgefallen, dass sie sich in einem auf den ersten Blick schwer erkennbaren aber wichtigen Punkt unterscheiden. Wir generalisieren an dieser Stelle natürlich, sehen uns aber doch häufig bestätigt.

Short Volatility Manager sind in der Regel im quantitativen Bereich sehr gut ausgebildet und setzen dies in ihren Funds umfassend ein. Ein Hauptziel besteht fast immer darin, eine attraktive Rendite mit geringem Risiko (sprich hohem Sharpe Ratio) zu generieren. Positive Renditen werden in "normalen" Umfeldern durch Verkäufe von Puts erzielt, wobei stets darauf zu achten ist, dass vor Ausbruch einer Krise Positionen rasch liquidiert und so massive (Black Swan) Verluste vermieden werden. In Backtests gelingt dies natürlich mit schlafwandlerischer Sicherheit, was aber einen wachen Anleger noch nicht vollends überzeugen dürfte. In unseren Diskussionen und Analysen von Volatilitäts-Strategien befassen wir uns deshalb intensiv mit Techniken, wie man Short Volatility Positionen rasch reduzieren kann, um eben nicht die über Jahre angesammelten Renditen auf einen Schlag zu verlieren.

**Man sollte Long und Short Volatility Strategien nicht verwechseln aber man kann sie sinnvoll kombinieren.**

Long Volatility Strategien benötigen gemäss unserer Erfahrung hingegen vor allem viel Fantasie und einen Hauch von Contrarian-Gedanken. Es geht nicht darum, optimale Regelwerke zu programmieren, sondern um die frühzeitige Erkennung von Risiken, die heute im Preis von Optionen bzw. in deren impliziter Volatilität noch nicht reflektiert werden. Falls es dann in Zukunft zu einem starken Anstieg der Volatilität kommt, würde der Wert der Optionen exponentiell in die Höhe schiessen, weil sich die implizite Volatilität vervielfacht. Solche Entwicklungen sahen wir z.B. 2007 beim Short-Subprime-Trade (Long Puts oder CDS auf Hypotheken in den USA), oder im Kauf von Optionen auf das bis vor einigen Jahren als sehr stabil eingeschätzte Währungspaar EUR-CHF. Heute liegen interessante Opportunitäten in japanischen Staatsanleihen, deren Preise einen möglichen Zinsanstieg oder gar eine gröbere Inflation kaum reflektieren, ebenso in FX Optionen mit JPY als Komponente.

**Portfoliokontext vs. Anlageklasse**

Denkt man nun an eine Beimischung von Volatilität als Anlageklasse in ein typisches Portfolio institutioneller Investoren, ändert sich aus unserer Sicht die Beurteilung der Diskussion zwischen Iltmanen und Taleb. Der bei einer isolierten Betrachtung gewonnene

Eindruck, wonach nur Short Volatility eine Risikoprämie bietet, sollte man in der Praxis nicht überbewerten. Schliesslich geht es in unseren Augen nicht um theoretische Rechthaberei, sondern darum, Geld mit möglichst überschaubaren Risiken zu verdienen. Und dafür eignen sich im Portfoliokontext vor allem Long Volatility Ansätze, welche die Kosten für Prämien langfristig gering halten ohne das Potenzial stark zu beschneiden.

Vor allem Aktien aber auch Unternehmensanleihen und andere risikobehaftete Anlagen weisen schon ein Short Volatility Muster auf, da sie in volatilere Zeiten oft erhebliche Kursverluste erleiden. Fantasievolle Long Volatility Ansätze müssten hingegen genau in diesen Krisen sehr hohe Renditen liefern, womit sie ein Portfolio stabilisieren können.

Wer sich in erster Linie für die Senkung des Gesamtrisikos im Portfolio interessiert, sollte also Long Volatility Funds prüfen, während sich Short Volatility Funds mehr für Renditeverbesserungen in normalen Zeiten eignen. Es spricht für uns aber auch nichts dagegen, Long und Short Volatility in Portfolios zu kombinieren. Idealerweise möchte man so unterbewertete Risiken billig kaufen und teure Risiken verkaufen. Zentral ist es dabei, dass man Long und Short Strategien nicht verwechselt. Ärgerlich wäre es, einen zuverlässigen Diversifikator zu suchen aber bei einem aggressiven Short Volatility Fund zu landen, der im dümmsten Fall in korrekt antizipierten Krisen einen Vollaussfall erleidet.

**SIGLO Capital Advisors AG**

*berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,*

*liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,*

*bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,*

*ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten*

[www.siglo.ch](http://www.siglo.ch) / [contact@siglo.ch](mailto:contact@siglo.ch)

