



Nick Mihic ist als Direktor im Aktien-Derivategeschäft für Lehman Brothers in Zürich und London tätig.

Risikoarm über die Messlatte

Mit marktneutralen Instrumenten lassen sich attraktive absolute Renditen erzielen – beispielsweise mit **Volatilitäts-Produkten**.

Von Nick Mihic

Die meisten institutionellen Investoren müssen sich heutzutage gegenüber einer Benchmark behaupten, die zur Performance-Beurteilung als Vergleichsgrösse herangezogen wird. Oftmals wird zusätzlich das Sharpe Ratio als Mass dafür eingesetzt, wie effizient die Risiko-Allokation war, das heisst, wie viele Einheiten Rendite pro Risikoeinheit erwirtschaftet wurden. Es besteht somit seitens Investoren ein grosses Interesse an Finanzmarktinstrumenten, die marktneutral sind und attraktive absolute Renditen zu generieren vermögen. In den folgenden Abschnitten wird eine solche volatilitätsbasierende Strategie vorgestellt.

Während Volatilität in der Finanzmarkttheorie bereits seit langer Zeit als eigenwertige Anlageklasse anerkannt ist, hat sie sich in den vergangenen Jahren als liquide handelbares Instrument etabliert. Mit zunehmender Nachfrage seitens Hedge Funds und Vermögensverwalter hat beispielsweise die Anzahl der offenen Kontrakte bei den Volatilitäts-Futures auf den S&P 500-Index (VIX) exponentiell zugenommen

und steht mittlerweile der Liquidität in den Indizes in nichts nach.

Der erste (front-month) VIX-Future ist ein Indikator für die einmonatige implizite Volatilität des S&P 500. Implizite Volatilität liegt typischerweise höher als die realisierte Volatilität. In der Vergangenheit betrug die Differenz durchschnittlich 3,44 Punkte (vgl. Grafik links). Der Spread zwischen impliziter und realisierter Volatilität stellt eine Risikoprämie dar, die sich aus der asymmetrischen Verteilung der erwarteten Renditen ergibt («volatility risk premium»). Volatilitätsrenditen weisen aufgrund von wiederkehrenden positiven Kurssprüngen («volatility spikes») eine rechtsschiefe Verteilung auf, was das Risiko für Short-Positionen signifikant erhöht.

Stabile Überrenditen können erwirtschaftet werden, indem Marktteilnehmer realisierte Volatilität bezahlen und dagegen die implizite erhalten. Diese Strategie kann durch das Rollen von kurzfristigen Varianz-Swaps relativ einfach umgesetzt werden. In der Umsetzung im Rahmen einer 100-prozen-

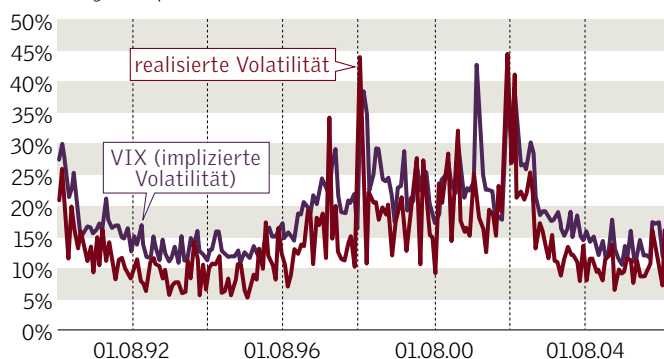
tig kapitalgeschützten Note mit einer Laufzeit von 3 Jahren konnte so in den letzten 16 Jahren eine durchschnittliche Rendite von jährlich 8,88 Prozent erwirtschaftet werden (vgl. Grafik rechts). Das Alpha gegenüber dem 3-Jahres-Swapsatz weist eine bemerkenswerte Konstanz auf (im Schnitt 3,34 Prozent p.a.). Für Investoren, die an der reinen Überrendite interessiert sind, bietet sich die Umsetzung mittels Warrant an, wobei der Leverage der Risikofähigkeit beliebig angepasst werden kann.

Es ist zu erwarten, dass Volatilität eine zunehmend wichtige Rolle in den Portfolios von Marktteilnehmern spielen wird. Strategien, wie sie vorgängig beschrieben wurden, bieten sich aufgrund ihrer Mean-Variance, effizienzsteigernden Charakteristika sowie ihrer Marktneutralität für den Einsatz in institutionellen Portfolios idealerweise an. ■

Der Inhalt dieses Artikels gibt die Meinung des Autors wieder. Sie muss nicht mit der Einschätzung der Redaktion übereinstimmen.

Zukunft immer «nervöser» als Realität

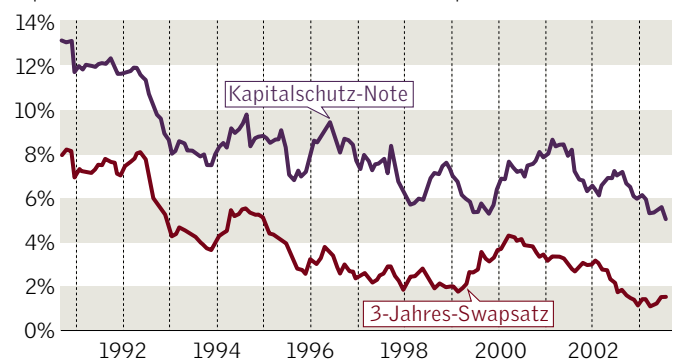
Entwicklung von implizierter und realisierter Volatilität im S&P 500-Index



Die Differenz (Spread), die im Beobachtungszeitraum seit 1990 durchschnittlich 3,4 Punkte betrug, gilt als Prämie.

Bemerkenswerte konstante Überrendite

Kapitalschutz-Note versus «herkömmlichen» 3-Jahres-Swapsatz



Mit dem Rollen kurzfristiger Varianz-Swaps wurde über die vergangenen 16 Jahre eine Durchschnittsrendite von 8,88 Prozent erzielt.