



Foto: istockphoto | dial-a-view

Hohe Volatilität – nur Risiko oder auch Chance?

Starke Kursschwankungen bei Aktien machen Zertifikatekonditionen attraktiv. Kunden und Berater bleiben in turbulenten Märkten aber oft zurückhaltend. Hohe Schwankungserwartungen werden häufig nämlich nur als Risiko interpretiert. Ein Blick auf unterschiedliche Marktphasen widerlegt dies aber

von Sebastian Gertler, DZB im Vertrieb



Sebastian Gertler,
Prokurist Zertifikateberater GmbH

DZB Webinar am 30. Januar

Zu jedem Artikel der *DZB Akademie* präsentieren wir in einer kostenfreien 45-minütigen Online-Schulung zusätzliche Hintergrundinformationen. Am **Donnerstag, 30. Januar**, gehen wir detailliert auf die Bedeutung der Volatilität für Zertifikate ein:

- Statistisches Konzept
- Auswirkung für die Produktauswahl
- Implikationen für die Beratung

Beginn ist um 16.00 Uhr. Die Präsentation können Sie bequem vor dem Bildschirm verfolgen. Registrierung: www.zertifikateberater.de/webinar

Wenn es in den Medien um Konditionen von Zertifikaten geht, ist die Volatilität der meist genannte Fachbegriff. Was genau sich hinter der Zahl für die Marktschwankungen verbirgt und welche Auswirkungen sie für den Anleger tatsächlich hat, wird dabei aber nur selten thematisiert. Dabei kann der richtige Umgang mit dieser Kennzahl für Berater und Kunden von entscheidendem Vorteil sein. In der Theorie steht die Volatilität für nichts anderes als die Varianz oder Standardabweichung der Renditen von ihrem Mittelwert. Eine Volatilität von 20 Prozent bedeutet demnach, dass die Aktienperformance mit einer Wahrscheinlichkeit von ca. 68,3 Prozent in einer Spanne von 20 Prozent um den Erwartungswert schwankt. Häufig wird die 250-Tage-Volatilität betrachtet, also die Schwankungsbreite eines Jahres (250 Handelstage). Die Volatilität folgt dabei in der Theorie der Normalverteilung, sodass Kursgewinne die gleiche Eintrittswahrscheinlichkeit haben wie Kursverluste.

Turbulenzen treiben Optionspreise

Eine hohe Volatilität steht demnach nicht für einseitig höhere Risiken, sondern für größere Ausschläge in alle Richtungen – also auch höhere Chancen. Für den Zertifikateanleger lassen sich aus der Kennzahl allein allerdings kaum anwendbare Rückschlüsse ziehen. Dies gilt insbesondere für

die häufig angegebene historische Volatilität, die die tatsächlichen Schwankungen der Vergangenheit zeigt. Für anstehende Investments ist ohnehin die implizite Volatilität entscheidend. Diese ergibt sich aus der Erwartungshaltung der Marktteilnehmer an den Terminbörsen, also z.B. Zertifikateemittenten. Rechnen diese mit stärkeren Marktturbulenzen, steigen die Preise für klassische Optionen wie Calls und Puts, da deren Erfolgsaussichten mit hohen Schwankungen zunehmen. Die in den Derivaten eingepreiste implizite Volatilität zieht somit an.

Steigende Aktien, fallende Volatilität

Was das für die Produktkonditionen bedeutet, veranschaulicht die Grafik zu Discountkonditionen auf der folgenden Seite. Zwischen September 2010 und September 2013 lag die Korrelation zwischen der erwarteten Volatilität und der Maximalrendite von Dax-Discountzertifikaten mit einem Gewinn-Cap bei 80 Prozent des jeweiligen Indexstands bei 0,95. Während der Börsenphase mit sehr hohen Volatilitäten im Sommer und Herbst 2011 konnten Anleger mit Discountzertifikaten bei einem Jahr Restlaufzeit und einem 80er Cap beinahe zwölf Prozent erwirtschaften. Aufgrund der mittlerweile sehr deutlich gesunkenen Volatilität endet die Renditejagd bei identischen Papieren heute dagegen schon bei rund drei Prozent.

Mit dem isolierten Blick auf die Produktkonditionen wäre ein Engagement in strukturierten Produkten gerade in Phasen hoher Volatilität also ideal. In der Praxis erweisen sich genau diese Situationen aber meist wenig anlegerfreundlich. Grund ist der häufig gegensätzliche Verlauf von Aktienkursen und Volatilitäten. In den drei Jahren bis September 2013 lag der lineare Zusammenhang des Dax-Verlaufs und der erwarteten Volatilität bei minus 0,86. Hohe Schwankungsbreiten und damit attraktive Produktkonditionen sind demnach vor allem nach starken Kurseinbrüchen vorzufinden. Rücksetzer an den Börsen sorgen bei Anlegern jedoch häufig für Verunsicherung und Zurückhaltung bei Neuanlagen. Dies belegt nicht zuletzt die Entwicklung des Absatzvolumens. Das nachgefragte Volumen am provisionierten Sekundärmarkt legte nach Angaben des Finanzdienstleisters Dericon zwischen 2011 und 2013 monatlich im Schnitt um etwa acht Prozent zu. Der Kursrückgang im Sommer 2011 sorgte aber für einen bis zum Dezember anhaltenden zweistelligen Rückgang beim Absatz von Sekundärmarktangeboten mit Aktienbezug. Die attraktiven Produktkonditionen in Folge der hohen Volatilität blieben von den Anlegern also weitgehend ungenutzt. Die Volatilität ist also in erster Linie ein Indikator für Verunsicherung. Ob die Zurückhaltung in „Hoch-Vola“-Phasen tatsächlich angebracht ist oder ob sie sich im Nachhinein als übertriebene Vorsichtsmaßnahme erweist, zeigt der Blick in den Rückspiegel.

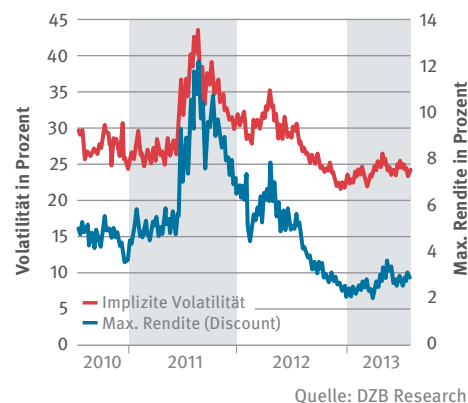
Vom Risikoaufschlag profitieren

Eine Analyse historischer Daten soll die Frage beantworten, ob auf eine hohe implizite Volatilität in der Praxis tatsächlich hohe Kursrückschläge folgen. Die attraktiven Produktkonditionen wären dann lediglich ein gerechtfertigter Risikoaufschlag. Für den dreijährigen Zeitraum ab September 2010 wurde untersucht, welche Renditen Anleger mit dem Dax tatsächlich erzielt hätten, wenn sie während einer Phase hoher Volatilität eingestiegen wären. Erreichte die implizite Volatilität des Dax (zwölf Monate, 80er Cap) mehr als 30 Prozent, erzielte der Index in den zwölf Folgemonaten einen durchschnittlichen Wertzuwachs von 22,86 Prozent. Der größte Kursrücksetzer innerhalb der Spanne betrug 28,90 Prozent.

Lag die Volatilität hingegen unter 30 Prozent, gab der Leitindex in den darauffolgenden Monaten um durchschnittlich 2,91 Prozent nach. Auch der maximale Rücksetzer lag mit 32,60 Prozent höher. Bei der sechs- und neunmonatigen Performancemessung fällt der Vorteil für die Hoch-Vola-Phase sogar noch deutlicher aus. Zumindest in den letzten Jahren waren hohe Schwankungserwartungen damit keineswegs mit erhöhtem Risiko verbunden. Viel mehr wurden attraktive Produktkonditionen noch von geringerem Rückschlagspotenzial begleitet. Auf fallende Märkte mit hoher Volatilität folgten nämlich oft entsprechend starke Erholungsphasen. Während nach längeren Kursanstiegen und entsprechend niedrigen Schwankungserwartungen oft stärkere und unerwartete Kurskorrekturen auftraten.

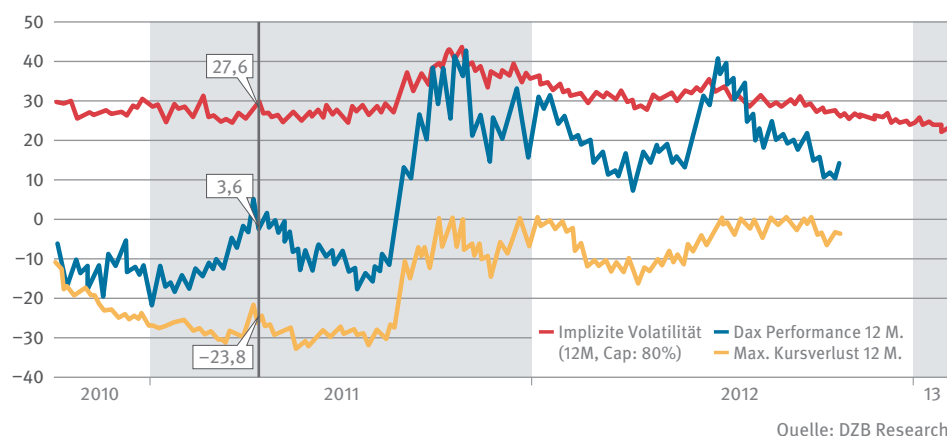
Discountkonditionen und Volatilität

BW: Dax, jeweils LZ: 12 Monate, Cap: 80%



Die Beobachtung können Berater auch für ihre Kunden nutzen. Aufgrund der aktuell sehr niedrigen Volatilitäten bei Indizes sind Einzelwerte dabei interessanter. Wichtig ist aber zu wissen, dass die Volatilität für einen Basiswert je nach Restlaufzeit des Zertifikats und dem Cap-Abstand variiert. Durch die geschickte Auswahl können Berater Papiere mit starken eingepreisten Volatilitäts Erwartungen und somit attraktiven Konditionen herausfiltern und ein zusätzliches Ertragsplus für den Kunden erzielen. Leider lässt sich im frei zugänglichen Internet kein schneller Überblick über die aktuellen Volatilitätskurven finden. Eine Möglichkeit für Berater, auf alle aktuellen und relevanten Volatilitätsdaten zuzugreifen, bietet aber beispielsweise die Beratungsplattform derifin (www.derifin.info).

Vergleich von impliziter Volatilität und darauf folgender Dax-Performance (12 Monate) Angaben in Prozent



Mitte März 2011 lag die implizite Volatilität gemessen an einem Dax-Discounter mit einer Restlaufzeit von 12 Monaten und Cap bei 80 Prozent bei 27,6 Prozent. In den darauf folgenden zwölf Monaten erzielte der Dax ein Kursplus von 3,6 Prozent. Der maximale Kursverlust während dieser Zeitspanne betrug 23,8 Prozent. Beim Crash im Sommer 2011 stieg die Volatilität deutlich an. In den danach folgenden zwölf Monaten zeigte aber auch der Dax eine starke Kursentwicklung. Der maximale Verlust lag dabei zum Teil sogar bei null Prozent. Im Nachhinein betrachtet war dies also eine gute Phase für den Einstieg