

Nerveuze markten

Hoe ga ik om met volatilititeit?

Worstelt u beroepsmatig met een beleggingskwesitie?

Vraag het Dr. Hoe via drhoe@iex.nl

door Dr. Hoe

*Beste Dr. Hoe,
De beurzen zijn sinds de crisis erg volatiel.
Het rendement van mijn portefeuille vliegt
op en (vooral) neer. Hoe kan ik het beste
omgaan met deze hoge volatilititeit?*

De dokter antwoordt

Volatilititeit is simpel gezegd de mate waarin een aandeel, index of portefeuille beweegt. En in zekere zin zegt het daarmee ook iets over het risico dat een belegger loopt met dat aandeel, die index of zijn portefeuille. Het is belangrijk daarbij onderscheid te maken tussen historische volatilititeit en verwachte (*implied*) volatilititeit. De beweeglijkheid op de aandelenbeurzen is de laatste maanden bijzonder groot. Per saldo hebben de aandelenindices sinds het begin van de crisis (medio 2007) tussen de 30 en 50% aan waarde verloren. Dat ging soms met een sluipgang naar beneden, maar ook met forse uitslagen. En tussen-door flinke uitslagen omhoog. Van de tien grootste koersstijgingen op één dag van de AEX sinds 1983, zijn er vijf uit 2008 – het slechtste jaar uit de geschiedenis van de index. Hoge volatilititeit is een uiting van een nerveuze markt. Als belegger moet je tegen zulke fikse koersschommelingen opgewassen zijn, of je portefeuille er tegen wapenen. De klassieke manier om een portefeuille te beschermen tegen de grillen van de aandelenmarkt is spreiding. Naast aandelen moet een portefeuille daarom ook andere asset classes bevatten, waarbij obligaties en onroerend goed de bekendste zijn. Maar ook hedgefonds en private equity (voor institutionele beleggers) horen in dat rijtje thuis. En beleggers kunnen zelfs uitwijken naar scheeps-cv's en andere exotica. In 2008 bleek spreiding echter niet veel te helpen, omdat alle asset classes hard naar beneden gingen. Vastgoed maakte door de huizen crisis een rampjaar mee en hedgefonds gingen dicht en over de kop door het opdrogen van de liquiditeit. De financiële perikelen troffen de obligatiemarkt minder hard dan aandelen, maar ook daar bleven beleggers niet schadvrij. De traditionele en veel geroemde geringe correlatie tussen deze asset classes bleek na de val van

Lehman Brothers niet meer dan een loze belofte.

Dempend effect

Volatilititeit wordt over het algemeen gemeten aan de hand van de VIX, de Chicago Board Options Exchange Volatility Index, die de verwachte volatilititeit van de markt (om precies te zijn de S&P 500) op dertig dagen weergeeft. De VIX heeft tijdens de kredietcrisis een historisch hoog niveau gehaald en staat ook nu nog ver boven het langjarig gemiddelde – een teken dat de nervositeit nog lang niet weggeëbd is uit de financiële markten. ABN Amro heeft turbo's, zowel long als short, op deze VIX-future gelanceerd. Daarmee is volatilititeit een extra wapen geworden voor beleggers en kan de volatilititeit van de portefeuille ook gedempt worden. Zonder dat de rest van de portefeuille hoeft te worden aangepast, kunnen beleggers zich nu indekken tegen hoge volatilititeit, door een turbo long VIX-future aan te schaffen. Over het algemeen wordt de VIX gezien als de *Fear Index*, een angstgraadmeter. Hoe angstiger beleggers worden, hoe meer de volatilititeit oploopt. Een turbo long neemt in waarde toe, als de angst op de financiële markten toeneemt en aandelen en andere asset classes in waarde dalen. In dat geval vangt de positie een deel van de daling van de portefeuille op en maakt die daarmee minder volatiel.

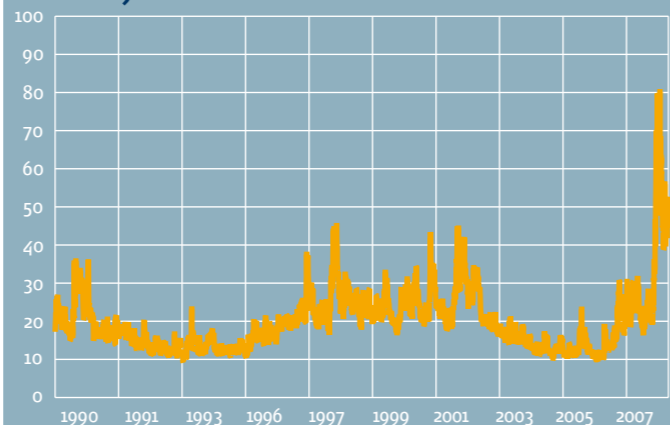
Neemt de angst af, dan kunnen koersen van aandelen oplopen, maar zal de VIX normaliter naar een lager niveau zakken. In dat geval werkt een turbo long ook dempend op uw stijgende portefeuille. Elke verzekering heeft zo zijn prijs. Omdat de turbo's met verschillende hefboomen verkrijgbaar zijn, moet u goed rekenen en puzzelen hoe

groot uw positie moet zijn om het beoogde dempende effect op uw gehele portefeuille te realiseren.

Grillig en fors

De volatilititeit van de VIX is ook behoorlijk groot. Het is bijna onmogelijk in te schatten hoe de volatilititeit zich op korte termijn ontwikkelt. Alleen daghandelaren die tijdens beursuren met de vinger aan de knoppen zitten, kunnen proberen met het kortetermijnrendement te behalen met VIX-futures. De dagelijkse uitslagen van de volatilititeitgraadmeter zijn grillig en fors. Maar voor beleggers met een langere horizon zijn er andere manieren om in te spelen op de volatilititeit. Behalve de VIX die de verwachte volatilititeit voor de komende dertig dagen weergeeft, is er ook een graadmeter voor de implied volatility op éénjaarsbasis. Die index geeft de verwachte beweeglijkheid van de beurs over de komende twaalf maanden aan. Over het algemeen beweegt deze index redelijk in lijn met de VIX, maar de uitslagen zijn veel minder groot. Zo liep de VIX in het laatste kwartaal van 2008 veel harder op dan de *oneyear implied volatility*. Het historisch gemiddelde van de VIX ligt rond de 20, maar eind vorig jaar piekte de index net boven de 80 en ondanks de daling staat de VIX ook nu nog bijna twee keer zo hoog als het historisch gemiddelde.

Behoorlijk volatiel



Koersverloop VIX van 2 januari 1990 tot 20 april 2009

Volatilititeitsfondsen

Beleggers kunnen via futures en opties posities innemen op de VIX, maar ook op de oneyear implied volatility. De futures en trackers op deze index zijn over het algemeen goed verhandelbaar en de kosten redelijk laag. Dat neemt niet weg dat je als belegger je weg moet kennen op deze markt en dat vereist de nodige ervaring. Beleggers moeten dan ook zelf kiezen of ze long of short willen zitten en op welk punt ze misschien juist willen draaien. Enkele aanbieders van beleggingsfondsen zijn in dit gat in de markt gesprongen en hebben volatilititeitsfondsen in de schappen gelegd. Het voordeel daarvan is dat je als belegger moeilijke beslissingen uit handen kunt geven. De fondsmanager bepaalt of hij long of short volatilititeit gaat, maar kan ook snel inspringen op opportuniteiten die zich voor kunnen doen en hij kan ook voor arbitragestrategie kiezen, door bijvoorbeeld long volatilititeit in de Verenigde Staten te gaan en tegelijk short volatilititeit in Europa of Japan. Met die aanpak is ook in slechte markten een goed rendement te behalen. Zo scoorde de World Volatility Strategy van Crédit Agricole een dubbelcijferig rendement in 2008. De correlatie met andere asset classes is laag of juist negatief. Een volatilititeitsfonds dient vooral voor het afdekken van het risico op aandelen (en aandelenfondsen)

omdat de correlatie daarmee het hoogst is. De correlatie over de lange termijn tussen aandelen uit de eurozone en de oneyear implied volatility bedraagt -0,7 tot -0,8. In een jaar als 2008 deden deze fondsen het uitstekend als buffer. In de periode 2002-2005 waarin de koersen wereldwijd op een rustige manier stegen, is de volatilititeit laag en valt er weinig te verdienen. Dan zijn de fondsen vooral te vergelijken met een (dure) verzekering tegen een brand die niet uitbreekt.

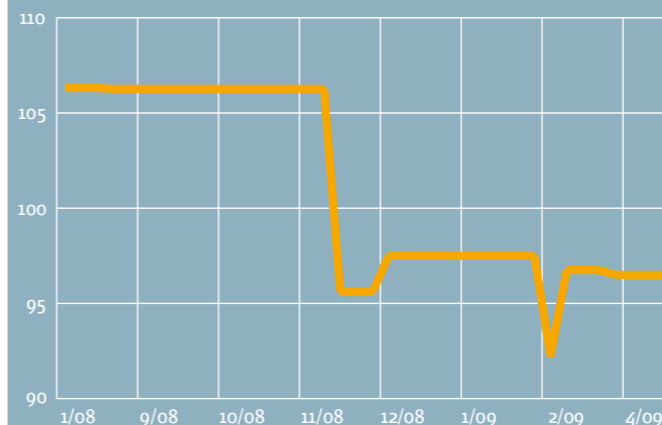
“De VIX wordt wel gezien als een angstgraadmeter; hoe angstiger beleggers worden, hoe meer de volatilititeit oploopt”

EVA

Ook voor liefhebbers van structured products is er een mogelijkheid om in te spelen op de volatilititeit. Dresdner Kleinwort heeft de EVA-note uitgegeven (Equity Volatility Arbitrage). Dit product profiteert van het verschil tussen de implied volatility (de verwachte beweeglijkheid) en de gerealiseerde volatilititeit van de Eurostoxx 50. Note-kraker Marcel Tak analyseerde dit product in 2006

en gaf het een keurige 7,7 mee in het rapport. Het product presteerde naar verwachting, tot begin oktober 2008 toen de val van Lehman Brothers de volatilititeit van de aandelenbeurzen in één klap *sky high* joeg. Vanaf dat moment is de note overigens weer met een gestaag herstel bezig. Het toont maar weer aan dat ook de experts die denken te weten

EVA note



Effect van de val van Lehman op de EVA note

hoe het werkt, garantieproducten in elkaar knutselen die bij onverwachte wendingen in je hand exploderen.

Veiligheidsmaatregelen

Tot slot moeten beleggers beseffen dat volatilititeit er altijd was, is en zal zijn. Aandelenbeleggers zijn van nature optimistisch van aard, maar juist zij hebben het nodig dat optimisme iets te temperen. Dat kan door de blootstelling aan aandelen tot op zekere hoogte af te dekken door een tracker, fonds, future of gestructureerd product dat volatilititeit als onderliggende waarde heeft. Net als autogordels lijken dergelijke veiligheidsmaatregelen soms jaren lang alleen maar lastig en overbodig te zijn, maar op het moment dat je ze nodig hebt, weet je weer waarom je ze hebt. En dat moment komt altijd onverwacht. De val van Lehman Brothers is daar misschien wel het grootste bewijs van geweest. De EVA-note liep er een tik mee op, maar wie zich ingedekt had tegen nog hogere volatilititeit wist de schade voor zijn hele portefeuille juist te beperken.

02/09

