

**Dezember 2021**

## Assetklasse Volatilität – Bestandsaufnahme nach der Corona-Krise Nachholpotenzial unverändert intakt

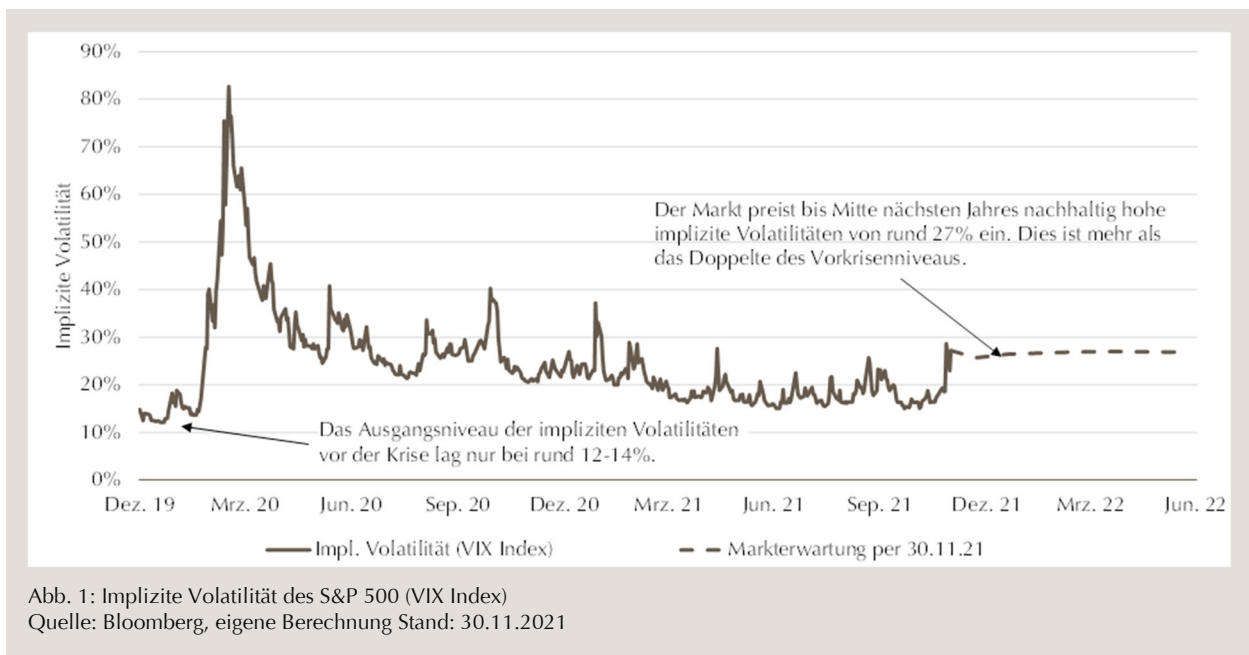
---

20 Monate nach dem Hochpunkt der Corona-Krise an den globalen Finanzmärkten und sechs Monate nach unserer ersten Analyse der Entwicklung an den Volatilitätsmärkten werfen wir erneut einen Blick auf die Assetklasse Volatilität:

- *Wie hat sich die Anlageklasse in diesem Jahr entwickelt, nachdem sie außergewöhnlich stark von dem historischen Marktcrash im März 2020 betroffen war?*
- *Wie hat die Corona-Krise die Marktdynamik von Volatilität als Assetklasse verändert?*
- *Welche Rückschlüsse lassen sich aus dem aktuellen Marktumfeld für die künftige Entwicklung ableiten?*

### **2020 – Explosionsartiger Anstieg der Volatilitäten**

Der Marktcrash im März 2020 ging mit außergewöhnlichen Einbrüchen von mehr als 33% an den globalen Aktienmärkten und einer enormen Geschwindigkeit einher. In kürzester Zeit wechselte der Markt von einer Phase mit sehr geringen Schwankungen (und damit auch sehr niedrigen impliziten Volatilitäten) zu extremer Volatilität. In der Spitze lagen die realisierten Volatilitäten für einen Monat beispielsweise im S&P 500 bei 96%. Auf einen Monat gerechnet, entspricht ein solcher Wert Schwankungen von im Schnitt über 6% pro Tag (!) am US-Aktienmarkt. Nach 1929 und 1987 wurde im Jahr 2020 die dritthöchste realisierte Volatilität für US-Aktien beobachtet. Diese enorm starken Marktbewegungen ließen auch die impliziten Volatilitäten explosionsartig ansteigen. So verzeichneten der VIX und der VSTOXX mit Werten von 85% bzw. 95% Höchststände. Dies entsprach einem Anstieg um den Faktor sieben innerhalb weniger Wochen.



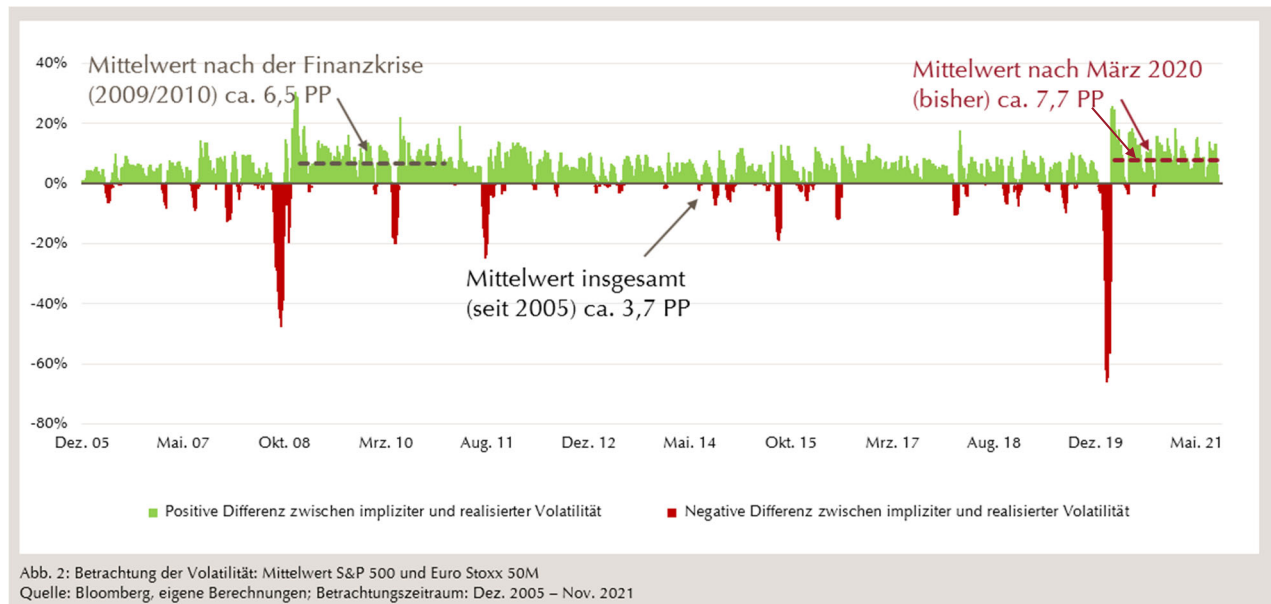
## 2021 – Realisierte Volatilität kommt auf Vor-Corona-Niveau zurück, implizite Volatilität bleibt leicht erhöht.

Nach dem drastischen Anstieg der impliziten Volatilitäten im März 2020 kam es vergleichsweise schnell zu einer deutlichen Marktberuhigung. Die Kombination aus fiskalischen und monetären Eingriffen von Regierungen und Notenbanken sowie der rasche Fortschritt bei der Impfkampagne beflügelten die Aktienmärkte. Aktien haben sich seit ihrem Tief im März 2020 bis Ende November 2021 mehr als verdoppelt (S&P 500 +109,6%) und markierten neue Allzeithochs. Die Markterholung und deutlich sinkende realisierte Volatilitäten führten auch bei den impliziten Volatilitäten wieder zu einer Entspannung. Ende November 2021 erreichte der VIX eine Niveau von 27,2% und der VSTOXX von 30,1% (siehe Abb.1).

Wichtig für die Marktanalyse ist es dabei, die Bewegung der impliziten Volatilitäten ins Verhältnis zu den realisierten Schwankungen zu setzen. Die **realisierten Volatilitäten** sanken im Jahresverlauf deutlich und erreichten im Jahr 2021 wieder Vor-Corona-Niveaus. So lag die realisierte Volatilität im S&P 500 bis Ende November bei nur noch 11,9%. Zum Vergleich: Im Gesamtjahr 2019 lag die realisierte Schwankung des S&P 500 im Durchschnitt bei 12,4%. Im Gegensatz dazu sind die **impliziten Volatilitäten** trotz signifikanter Rückgänge mit 23% aktuell immer noch ca. doppelt so hoch im Vergleich zum Vorkrisenniveau (VIX, Anfang 2020: 12–14%). Das spiegelt den unveränderten Wunsch vieler Investoren nach Absicherung am Markt wider.

Die realisierte Volatilität hat demnach schon Vorkrisenniveaus erreicht, die implizite Volatilität hingegen noch nicht. Aus Investorensicht wirkt sich das positiv auf die Höhe der Volatilitätsrisikoprämie (VRP) aus, also der Differenz zwischen impliziter und realisierter Volatilität. Diese Prämie ist doppelt so hoch im Vergleich zum Jahr 2019 und übertrifft zudem den Schnitt der vergangenen 15 Jahre deutlich. Technisch ausgedrückt heißt das: Bei ähnlichen realisierten Schwankungen wie im Jahr 2019 können nahezu die doppelten Volatilitätsniveaus verkauft werden.

In Zahlen: Seit März 2020 liegt die Risikoprämie mit 7,7 Prozent bei mehr als dem Doppelten des langfristigen, 15-jährigen Durchschnitts von 3,7 Prozent. Und sogar im Vergleich zu den Werten, die nach der Finanzkrise in den Jahren 2009 und 2010 gemessen wurden, kann aktuell eine höhere VRP vereinnahmt werden.



Grund für die weit überdurchschnittliche VRP sind die geänderten Dynamiken auf der Angebots- und Nachfrageseite der impliziten Volatilität, d.h. von Versicherung gegen unerwartet hohe Schwankungen am Aktienmarkt. Beginnen wir zunächst mit der Angebotsseite: Im Zuge der teils sehr schweren Verluste im März 2020 sind eine Reihe von systematischen Volatilitätsverkäufern aus dem Markt ausgeschieden. Dabei haben vor allem diejenigen Anbieter von besonders offensiv skalierten Anlagestrategien den Markt verlassen. Allein in Deutschland verschwand eine zweistellige Anzahl an Fonds vom Markt. Zusätzlich führte der Rückzug von anderen, regelmäßigen Verkäufern von impliziter Volatilität wie Investmentbanken mit ihren strukturierten Produkten zu einer weiteren Verknappung des Angebots.

Dieses reduzierte Angebot trifft seit der Krise im März 2020 auf eine temporär steigende bzw. langfristig konstant hohe Nachfrage – insbesondere bei Optionen zur Absicherung von Marktrückgängen (Put-Optionen). Besonders auffällig ist dabei, dass diese Entwicklung trotz neuer Hochs am Aktienmarkt und geringen realisierten Volatilitäten auch am aktuellen Rand unverändert anhält. Goldman Sachs Analysen zufolge hat sich das tägliche Handelsvolumen von Put-Optionen auf US-Aktienindizes im Vergleich zum Vorkrisenniveau insgesamt mehr als verdoppelt. Auch Call-Optionen auf amerikanische Aktienindizes werden stark nachgefragt, um mit begrenztem Risiko an weiteren Marktanstiegen zu partizipieren (tägliches Handelsvolumen hier ca. +50%). Der Kauf von Optionen ist gleichbedeutend mit dem Kauf von (impliziter) Volatilität und erklärt somit die erhöhte Nachfrage. Im Ergebnis notiert die erwartete Volatilität weiterhin deutlich oberhalb des Vorkrisenniveaus.

Besonders stark zeigt sich diese Entwicklung bei den Optionskontrakten, die als Tail-Hedge fungieren und Extremereignisse absichern sollen. Hierzu zählen beispielsweise sehr weit aus dem Geld liegende Index-Put-Optionen mit kurzer Laufzeit. Für diese ist die Nachfrage noch weitaus stärker gestiegen. Im Vergleich zum Mittel der vergangenen Jahre hat sich das Volumen um den Faktor 3 erhöht (siehe Abb. 3).

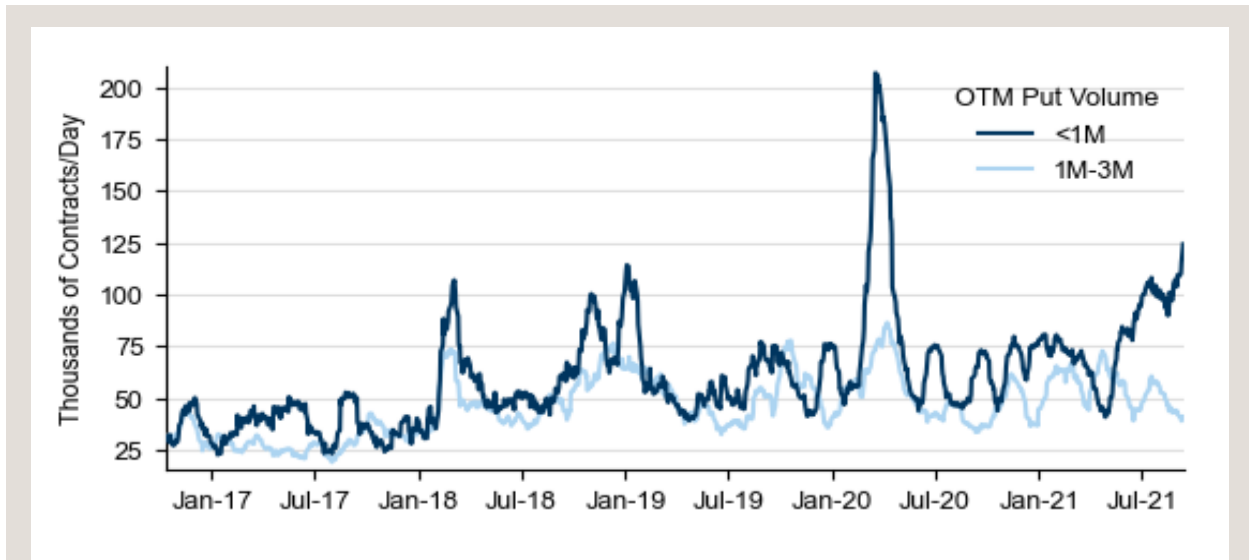


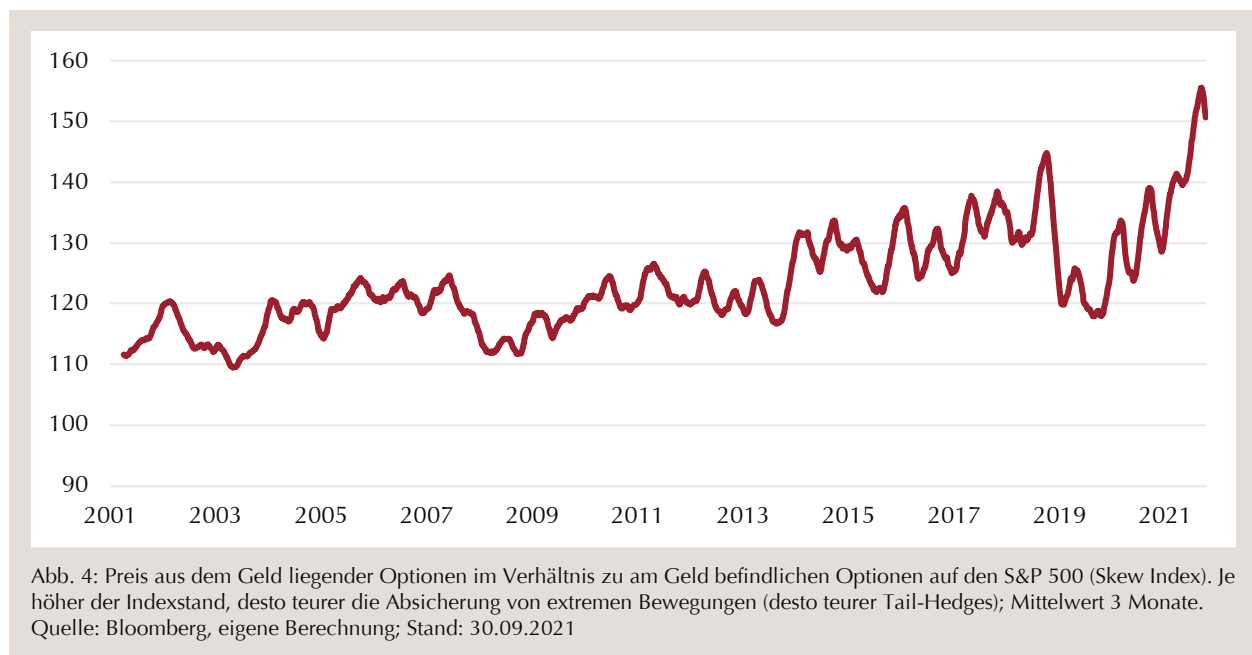
Abb. 3: Tägliches Handelsvolumen von weit aus dem Geld liegenden S&P 500 Put Optionen mit kurzer Restlaufzeit  
Quelle: Goldman Sachs – Index Volatility: Four Observations Ahead of September’s Quarterly Expiration; Stand 14.09.2021

Zusätzlich zu der von institutionellen Anlegern geprägten Nachfrage nach Indexoptionen ist auch bei Privatanlegern die Nachfrage nach Call-Optionen auf Einzelaktien stark gestiegen. Dies führt zu einem höheren Niveau der impliziten Volatilitäten am Aktienmarkt. So hat sich das tägliche Handelsvolumen von Kaufoptionen auf Einzeltitel laut Goldman Sachs seit Ende 2019 bis zum Sommer 2021 mehr als verdreifacht. Ein wesentlicher Treiber dieser Entwicklungen auf der Retailseite ist dabei das Aufkommen neuer Broker (Neo-Broker wie z.B. Robin Hood). Diese ermöglichen Privatanlegern einen kostengünstigen Zugang zum Handel von Aktien und Derivaten.

### **Ausblick: Appetit nach Absicherung auf hohem Niveau; Volatilitätsrisikoprämie nach vorne hin mit überdurchschnittlichem Potenzial**

Insgesamt übersteigt die Nachfrage nach Absicherung unverändert und deutlich das Angebot an impliziter Volatilität am Markt. Es herrscht eine ähnliche Situation wie nach der Finanzkrise 2008/2009. Im Ergebnis führt dieses neue Verhältnis von Angebot und Nachfrage über die letzten 18 Monate zu einer sehr viel höheren VRP. Die Prämie liegt aktuell doppelt so hoch wie der langfristige Durchschnitt.

Dieser Befund gilt für den gesamten Volatilitätsmarkt von Aktien, jedoch besonders für Tail-Hedge-Optionen. Über den Verkauf solcher Absicherungen erzielen die verbliebenen Anbieter am Markt bei hohen impliziten Volatilitäten im historischen Kontext sehr hohe Prämien. Dabei gilt: je extremer die abgedeckten Risiken, desto höher die Risikoprämie. Wie stark diese Entwicklung im historischen Kontext ist, zeigt der sog. „Skew-Index“ in Abb. 4. Dieser Index gibt an, wie teuer weit aus dem Geld liegende Optionen im Verhältnis zu am Geld befindlichen Optionen auf den S&P 500 sind. Je höher der Skew-Index ist, desto teurer sind Absicherungen gegen Tail-Events auf den S&P 500 (siehe Abb. 4). Aktuell befindet sich der Skew-Index auf dem höchsten Niveau der vergangenen 20 Jahre.



Von der hohen VRP profitierten insbesondere Short-Volatilitätsfonds, die sich **seit März 2020 sehr positiv entwickelt haben. So konnten sowohl der Lupus alpha Volatility Invest als auch der Lupus alpha Volatility Risk-Premium die Drawdowns aus März 2020 vollständig aufholen und erreichten bis zum Sommer 2021 neue Höchststände. Diese Entwicklung hat sich auch im Jahresverlauf 2021 kaum verlangsamt. Die Risikoprämie und in Folge auch die Performance von Short-Vola-Strategien sind am aktuellen Rand weit überdurchschnittlich. Verantwortlich dafür ist eine trotz sinkender absoluter Volatilitätsniveaus stabile, sehr hohe Differenz zwischen impliziter und realisierter Volatilität.** Legt man die Entwicklung nach der Finanzkrise als Maßstab zugrunde, dürfte das überdurchschnittlich attraktive Umfeld für die Vereinnahmung der VRP auch weiterhin anhalten. Nach 2008 hat es einige Jahre gedauert, bis ein wieder steigendes Angebot (von impliziter Volatilität) zu einer Normalisierung der Risikoprämie geführt hat. Die Assetklasse Volatilität hat somit, gerade im Vergleich zu anderen Assetklassen wie z.B. Aktien oder insbesondere High Yield-Anleihen, unverändert Nachholpotenzial.

**DISCLAIMER:** Es handelt sich hierbei um eine Werbemitteilung zu allgemeinen Informationszwecken und nicht um ein investmentrechtliches Pflichtdokument. Die dargestellten Informationen stellen keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Sie enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und können von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität dieser Informationen wird keine Gewähr übernommen. Sämtliche Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Portfolio-Managers / der Vertreter wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die vollständigen Angaben zu dem Fonds sowie dessen Vertriebszulassung sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. den wesentlichen Anlegerinformationen, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht, zu entnehmen. Ausschließlich rechtsverbindliche Grundlage für den Erwerb von Anteilen an den von der Lupus alpha Investment GmbH verwalteten Fonds sind der jeweils gültige Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen, die in deutscher Sprache verfasst sind. Diese erhalten Sie kostenlos bei der Lupus alpha Investment GmbH, Postfach 11 12 62, D-60047 Frankfurt am Main, auf Anfrage telefonisch unter +49 69 365058-7000, per E-Mail unter [service@lupusalpha.de](mailto:service@lupusalpha.de) oder über unsere Homepage [www.lupusalpha.de](http://www.lupusalpha.de). Für Fonds mit Vertriebszulassung in Österreich erhalten Sie den aktuellen Verkaufsprospekt sowie die wesentlichen Anlegerinformationen und den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht darüber hinaus bei der österreichischen Zahl- und Informationsstelle, der UniCredit Bank Austria AG mit Sitz in A-1020 Wien, Rothschildplatz 1. Anteile der Fonds erhalten Sie bei Banken, Sparkassen und unabhängigen Finanzberatern.

Weder diese Werbemitteilung noch ihr Inhalt noch eine Kopie davon darf ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der Lupus alpha Investment GmbH auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt oder an Dritte übermittelt werden. Mit der Annahme dieses Dokuments wird die Zustimmung zur Einhaltung der oben genannten Bestimmungen erklärt. Änderungen vorbehalten.

Lupus alpha Investment GmbH  
Speicherstraße 49–51  
D-60327 Frankfurt am Main

## Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren. Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.