

Februar 2023

Volatilitätsstrategien nach Krisen

Von Mark Ritter, CFA, CAIA, Portfolio Manager Alternative Solutions

Phasen wie die Corona-Krise im Jahr 2020 und die Krise im Jahr 2022 führen zu signifikanten Marktverwerfungen. Diese Analyse zeigt, wie sich Volatilitätsstrategien ("Versicherungsstrategien") nach solchen Verlustereignissen verhalten und wie Anleger von der Assetklasse Volatilität insbesondere nach Krisen profitieren können. Zu diesem Zweck wird zunächst das grundsätzliche Verhalten dargestellt und anschließend ein Update zur Entwicklung von Angebot und Nachfrage auf dem Volatilitätsmarkt gegeben.

Volatilitätsstrategien – wie eine Versicherung

Der Grundgedanke von Volatilitätsstrategien ist ähnlich einer klassischen Versicherung. Volatilitätsfonds „versichern“ andere Teilnehmer am Kapitalmarkt gegen unerwartet hohe Marktschwankungen, die typischerweise in Marktkrisen auftreten. Besonders drastische Beispiele für solche Marktphasen sind die Finanzkrise im Herbst 2008 oder die Corona-Krise im März 2020. Solche starken Marktrückgänge sind typischerweise Zeiten hoher Volatilität. Dies sind – um in der Versicherungsanalogie zu bleiben – die zwar seltenen, aber schwerwiegenden Schadensfälle.

Für die Übernahme solcher Risiken erhalten Volatilitätsfonds im Gegenzug Prämieinnahmen. Ähnlich einer Versicherungsrisikoprämie sorgt die Volatilitätsrisikoprämie (VRP) dafür, dass die Prämieinnahmen im Mittel sehr viel höher als die Schadenszahlungen sind. Diese Differenz bzw. Risikoprämie ist der Anreiz, solche Absicherung überhaupt bereit zu stellen und der Werttreiber von Volatilitätsstrategien. Durch diese versicherungsähnliche Funktionsweise unterscheiden sich Volatilitätsstrategien deutlich von klassischen Portfoliobestandteilen wie beispielsweise Anleihe- oder Aktieninvestments. Volatilität als Assetklasse kann somit eine interessante Ergänzung im Portfoliokontext sein und die Kapitalanlage um einen alternativen und zugleich hochliquiden Werttreiber diversifizieren.

Grundsätzliches Verhalten nach Krisenphasen

Ähnlich einer klassischen Versicherung gibt es für Volatilitätsstrategien Phasen, in denen die Versicherungs- bzw. hier die Volatilitätsrisikoprämie besonders attraktiv ist. Nach einem großen Schadensereignis, für eine Versicherung also z.B. nach einem Schaden durch Hochwasser, werden typischerweise besonders viele Versicherungen nachgefragt. Zugleich kann das Versicherungsunternehmen in solchen Phasen mit starker Nachfrage auch hohe Versicherungsprämien durchsetzen. Dies führt dazu, dass Verluste durch Schadenszahlungen in der Regel schnell wieder durch sehr hohe Prämieinnahmen aufgeholt werden. Dieses Muster aus der Versicherungsindustrie trifft auch auf den Volatilitätsmarkt zu. Nach großen Krisen, also z.B. die Krise der New Economy nach 2001, die Zeit nach der Finanzkrise 2008 oder die Corona-Krise 2020 kann empirisch gezeigt werden, dass die Volatilitätsrisikoprämie nachhaltig hoch und somit das Ertragspotenzial für Volatilitätsstrategien nach Krisenphasen für einen langen Zeitraum überdurchschnittlich attraktiv ist.

Wesentliche Begründung für die hohe Volatilitätsrisikoprämie ist dabei einerseits ein stark rückläufiges Angebot am Volatilitätsmarkt (weniger implizite Volatilität bzw. Absicherungen wird verkauft). Zugleich kommt es typischerweise zu einer hohen Nachfrage nach Optionen (bzw. nach impliziter Volatilität). Beides zusammen führt zu einem sehr vorteilhaften Angebots-Nachfrage-Verhältnis und dies führt zu einer hohen Volatilitätsrisikoprämie.

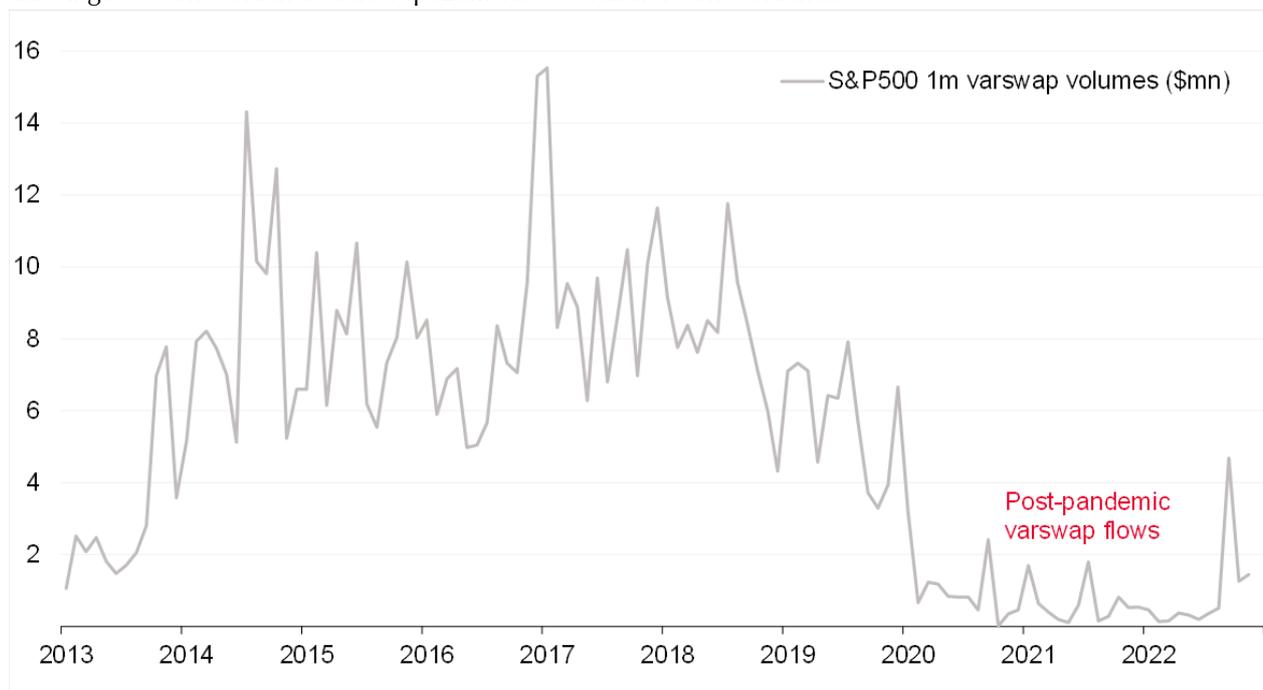
Rückgang des Angebots am Optionsmarkt

2020 war neben der Finanzkrise 2008 der größte Schadensfall für Volatilitätsstrategien in den letzten Jahrzehnten. Zwar war die Krisendauer nur kurz, durch den extrem schnellen Wechsel von einem Umfeld sehr niedriger in ein Umfeld sehr hoher Volatilitäten war diese Phase für die Assetklasse Volatilität aber ähnlich negativ wie die Krise in 2008. Am Aktienmarkt hingegen waren die Auswirkungen der Corona-Krise weit weniger negativ als in der Finanzkrise 2008.

Bedingt durch die entstandenen Verluste sind sowohl 2008 als auch 2020 eine Vielzahl von systematischen Volatilitätsverkäufern aus dem Markt ausgeschieden. Betrachtet man nur den deutschen Markt, betraf dies hier eine zweistellige Anzahl an spezialisierten Volatilitätsfonds, die geschlossen wurden. Dabei waren insbesondere die Verkäufer betroffen, die besonders viel Absicherung bereitgestellt haben.

Neben dem sinkenden Angebot von spezialisierten Volatilitätsfonds gab es auch bei anderen systematischen Volatilitätsverkäufern, wie zum Beispiel bei Anbietern von strukturierten Produkten, (meistens Verkäufer von Put-Optionen) einen Rückgang des Angebots an impliziter Volatilität. Zwar hat sich das Angebot über die letzten Monate ein Stück weit erholt, von den Vorkrisenniveaus ist es jedoch immer noch weit entfernt

Abbildung 1 zeigt das gehandelte Volumen kurzlaufender Variance Swaps auf den S&P 500 als Indikator für das Angebot von Volatilität durch spezialisierte Verkäufer von Volatilität.



Quelle: Societe Generale Equity Derivatives Strategy; Stand: 15.02.2023

Abbildung 1 verdeutlicht die rückläufige Entwicklung des Angebots an impliziter Volatilität. Variance Swaps sind ein Instrument, welches typischerweise von spezialisierten Marktteilnehmern genutzt wird, um die Risikoprämie Volatilität zu vereinnahmen. Stellvertretend auch für andere Umsetzungsformen zeigt sich hier, wie umfangreich der Rückgang des Angebots ist.

Stark gestiegene Nachfrage am Optionsmarkt

Dem reduzierten Angebot steht im Gegenzug eine massiv gestiegene Nachfrage nach Absicherung bzw. impliziter Volatilität gegenüber. Neben den direkten Folgen der Krise 2020 spielen hier auch andere Effekte, insbesondere die Zinsentwicklung, eine wichtige Rolle.

Zunächst kam es im März 2020 und den Monaten danach zu einem sprunghaften Anstieg der Optionsnachfrage. Hier wurden insb. Puts auf Indizes (also klassische Hedge-Instrumente) stark nachgefragt und deren Umsätze stiegen entsprechend an (vgl. Abb. 2). Zudem wächst das Handelsvolumen von Indexoptionen, auch abgesehen von dem akuten Anstieg im Frühjahr 2020, kontinuierlich weiter und erreichte Ende 2022 neue Höchststände. Hierfür ist wesentlich eine unverändert hohe Hedgingnachfrage die Ursache. So werden mehr Put-Optionen gekauft bzw. Aktienpositionen durch Call-Optionen ersetzt. Call-Optionen ermöglichen ein (Long) Aktienexposure bei gleichzeitig begrenztem Maximalverlust. In Summe führen beide Vorgehensweisen zu steigender Nachfrage nach impliziter Volatilität.

Zusätzlich kann der parallele Verlust am Aktien- und Rentenmarkt im Jahr 2022 den Trend zu einer höheren Hedgingnachfrage verstärkt haben. Während in der Vergangenheit die gegenläufige Entwicklung von Aktien und Anleihen portfolio stabilisierend gewirkt hat, war dies im Jahr 2020 nur bedingt und im Jahr 2022 nicht (mehr) zu beobachten. Die fehlende Absicherungswirkung von Anleihen kann einen zusätzlichen Bedarf an Optionen zur Portfoliosicherung bewirkt haben.

Im Laufe des Jahres 2022 erfuhr die Nachfrage nach Indexoptionen noch einen weiteren Schub. So stieg der Anteil der Optionen mit sehr kurzer Laufzeit von weniger als 24 Stunden um ein Vielfaches und diese ultrakurzen Optionen machen mittlerweile rund 40% des Gesamtumsatzes aus. Viele dieser Kontrakte werden dabei als hochreagibles Instrument für die kurzfristige Spekulation genutzt (man könnte auch von „Lotterietickets“ sprechen). Auch dieser Trend führt im Ergebnis zu einer verstärkten Nachfrage nach Indexvolatilität und verstärkt den ohnehin schon positiven Trend seit 2020.

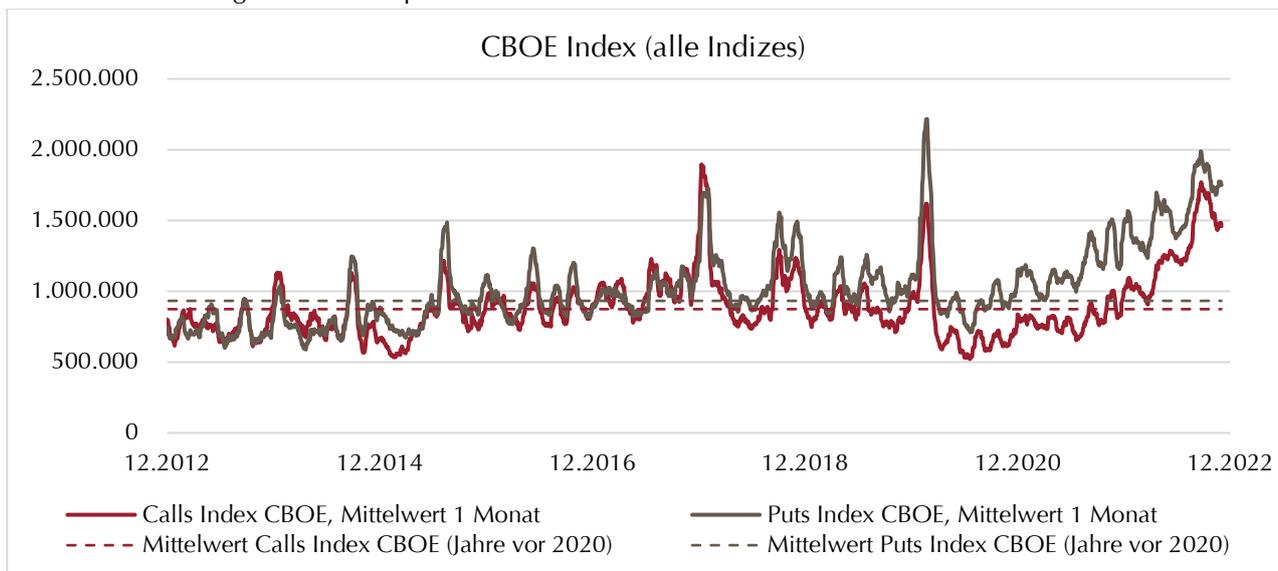
Während der Verlust am Anleihemarkt zu mehr Optionsnachfrage führte, wirken die gestiegenen Zinsen auch auf den Markt für strukturierte Produkte. So wurden in den Jahren der niedrigen bzw. negativen Zinsen viele strukturierte Produkte mit dem Ziel der Rendite-Generierung (also als eine Art von Zins-Ersatzprodukt) emittiert. Bestandteil dieser Produkte war dabei der Verkauf von Volatilität (beispielsweise der Verkauf von Put-Optionen auf Aktien und Aktienindizes). Steigende Zinsen bedeuten nun einen rückläufigen Bedarf für solche Zinersatzprodukte und machen zugleich auch kapitalgarantierte Produkte wieder attraktiver.

Bei diesen kapitalgarantieren Produkten wird der Großteil des Kapitals in eine Anleihe investiert und zusätzlich eine Call-Option, z.B. auf einen Aktienindex, gekauft (oftmals ein Zerobond + Long-Call-Struktur). Im Ergebnis verschiebt sich also das Emissionsvolumen weg von Produkten die netto Volatilität verkaufen hin zu Produkten die netto Volatilität nachfragen.

Neben der hohen Nachfrage nach Index-Volatilität, die aus den verschiedenen aufgeführten Gründen zunimmt, gibt es auch eine höhere Nachfrage nach Optionen auf Einzelaktien. Insbesondere die neuen Neo-Broker ermöglichen es mittlerweile auch Privatkunden, mit kleinen Beträgen Optionen zu handeln. Seit Ende 2019 kam es folglich zu einem rasanten Anstieg der Optionsnachfrage von Privatkunden. Besonders einige große Technologie-Aktien und sogenannte „Meme-Stocks“ sind hier im Fokus. Allein der Umsatz in Tesla-Optionen steht für zwischenzeitlich rund sieben Prozent des Gesamtumsatzes aller Optionen in den USA. Der Höhepunkt dieser Entwicklung war die Corona-Lockdownphase. Zwar haben sich seitdem die Volumina wieder reduziert, sie liegen aber trotzdem weit über den Werten der vergangenen Jahre.

Die folgenden Charts zeigen die Optionsumsätze in den USA. Abbildung 2 zeigt dabei die Umsätze von Indexoptionen an der größten Optionsbörse CBOE. Optionen auf den S&P 500 machen hier den mit Abstand größten Anteil aus. Der Höhepunkt der Corona-Krise und der Anstieg seitdem ist klar erkennbar.

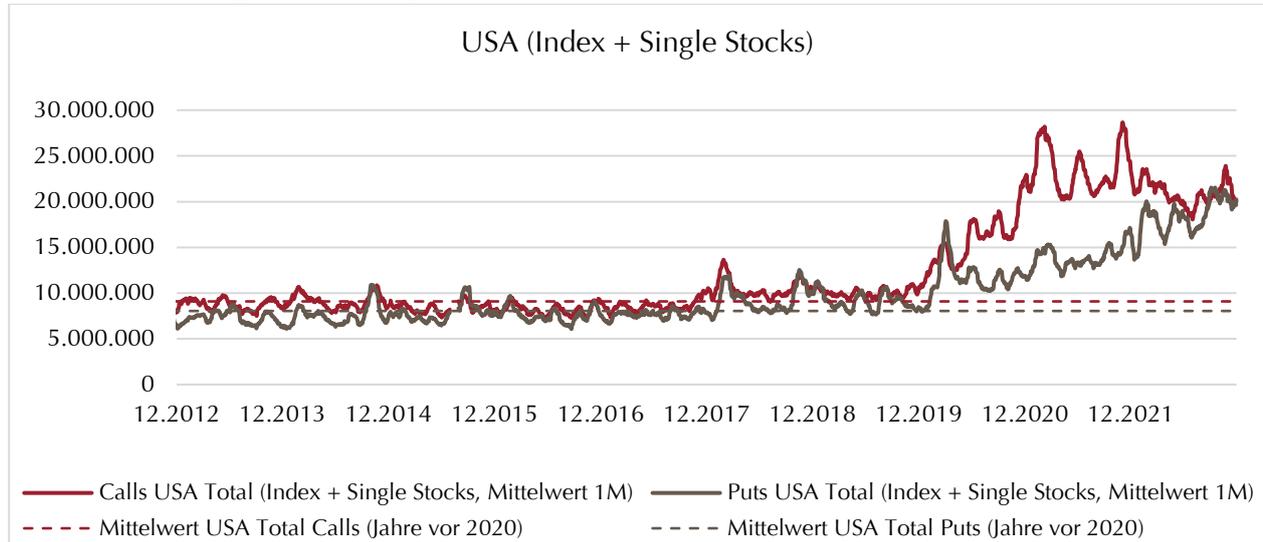
Abb. 2: Anzahl der gehandelten Optionskontrakte auf US-Aktienindizes an der CBOE (Mittelwert 1 Monat)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, Betrachtungszeitraum 31.12.2012 –31.12.2022

Abbildung 3 zeigt die Gesamtumsätze von Optionen in den USA. Bedingt durch die enormen Einzelaktienumsätze (insb. von Calls) war hier der Hochpunkt im Jahr 2021 zu beobachten. Trotz einer leichten Reduktion ist jedoch auch hier das stark gestiegene Volumen im Vergleich zu den Jahren vor 2020 zu erkennen.

Abb. 3: Anzahl der gehandelten Optionskontrakte auf US-Einzelaktien und Aktienindizes (Mittelwert 1 Monat)

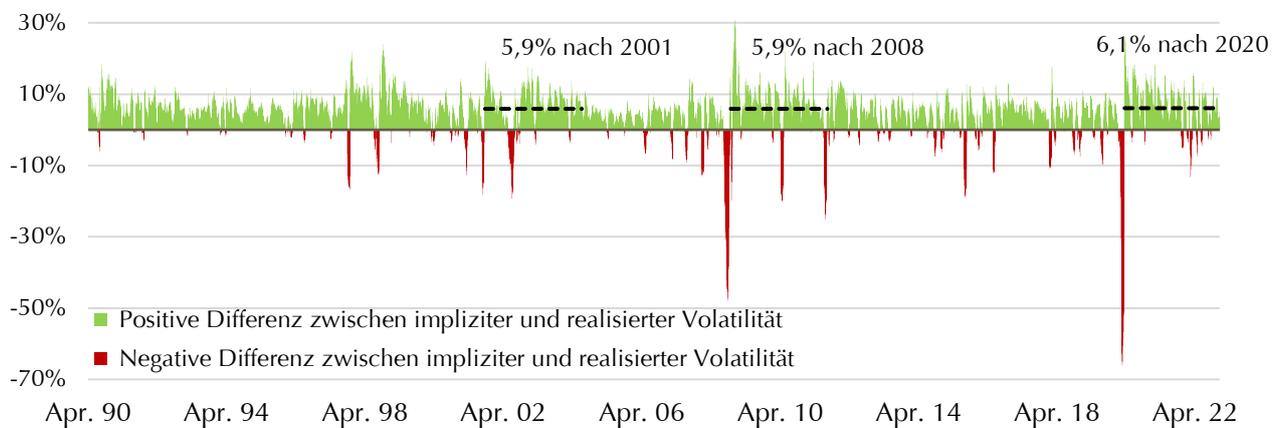


Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, Betrachtungszeitraum 31.12.2012 – 31.12.2022

Im Ergebnis führt die seit 2020 stetig steigende Nachfrage an Optionen und das seit dem Jahr 2020 reduzierte Angebot von systematischen Optionsverkäufern zu stark steigenden Preisen. Deutlich höhere implizite Volatilitäten spiegeln dies wider. Auch die Volatilitätsrisikoprämie, also die Kosten für die Versicherung gegen unerwartete Marktschwankungen, ist in den Jahren seit 2020 stark gestiegen. Um in der Versicherungsanalogie zu bleiben, muss nach dem Schadensfall viel mehr für die Versicherung bezahlt werden.

Abbildung 4 zeigt die Volatilitätsrisikoprämie über die letzten Jahrzehnte. Während im langfristigen Mittel eine Differenz zwischen impliziter und ex-post realisierter Volatilität von rund 3,5 Prozentpunkten zu beobachten war, liegt dieser Wert nach Krisen bei rund 6 Prozentpunkten. Dies war sowohl nach 2001, nach 2008 und nach 2020 sehr ähnlich.

Abb. 4: Die Volatilitätsrisikoprämie im Verlauf der letzten 30 Jahre



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen. Stand: 31.12.2022

So dauert es nach Krisen typischerweise viele Jahre, bis sich die Risikoprämie wieder reduziert. Diese hohe Risikoprämie kann von Volatilitätsfonds vereinnahmt werden und die hohen Gewinne seit der zweiten Jahreshälfte 2020 belegen dies. Annualisiert wurden ab dem zweiten Quartal 2020 und über das Gesamtjahr 2021 Renditen im zweistelligen Bereich erzielt. Auch im Jahr 2022 wurde durch Volatilitätsstrategien ein positiver Ertrag erzielt, dieser wurde jedoch oft von den negativen Erträgen der Basisportfolios (geldmarktähnliche Anleihen welche als Sicherheiten für die Derivategeschäfte dienen) aufgezehrt. Trotzdem hat sich die Assetklasse Volatilität im Jahr 2022 deutlich besser entwickelt als typische Portfoliobestandteile wie Aktien oder Anleihen, die jeweils zweistellig verloren haben.

Nimmt man die Jahre nach 2008 als Maßstab, so ist auch in Zukunft mit einer weiterhin hohen Volatilitätsrisikoprämie und damit mit einer hohen Ertragsersparnis für Volatilitätsstrategien zu rechnen. Der freundliche Start in das Jahr 2023 (rund zwei Prozent Ertrag in den ersten sechs Wochen des Jahres) stützt diese These. Zusätzlich führt die gestiegene Verzinsung des Basisportfolios (nach Werten um -0,5% in den Jahren 2015-2022 sind aktuell Werte von rund 3,3% realistisch) dazu, dass die absolute Ertragsersparnis von Volatilitätsstrategien zusätzlich steigt.

Stand des Dokuments: 15. Februar 2023

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 oder über unsere Homepage 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