

Hoffnung auf ruhiges 2021 dürfte enttäuscht werden

Börsen-Zeitung, 27.11.2020

Auch wenn das Börsenjahr 2020 noch nicht zu Ende ist, steht schon jetzt fest, dass es als eines der volatilsten in die Geschichtsbücher eingehen wird. Der Volatilitätsindex des Dax (VDax New) erreichte mit mehr als



93 Punkten ein neues Allzeithoch. Der Dax musste innerhalb von nur vier Wochen einen Kursrutsch von 40% verkraften. Weder technische noch fundamentale Analysten oder implizite Volatilitäten konnten die Corona-Pandemie vorhersagen. Dennoch lohnt es sich, einen Blick auf die Prognosen der Derivatemärkte für das kommende Börsenjahr zu werfen.

Auf den ersten Blick ist zuletzt so etwas wie Ruhe eingetreten. Der für die kurzfristigen Laufzeiten zuständige VDax New hat sich deutlich von seinem Rekordwert entfernt und schwankte zuletzt in der unteren 20er-Hälfte. Dabei sollte jedoch nicht übersehen werden, dass der Höchstwert des Jahres 2019 mit 24 in exakt diesem Bereich lag und der 2019er-Durchschnitt mit 16 Punkten noch einmal ein Drittel niedriger. Auf eine anhaltende Börsenruhe deutet der VDax New damit also nicht hin.

Für eine Jahresprognose ist allerdings der Blick auf die längeren Laufzeiten entscheidender. Die implizite Ein-Jahres-Volatilität liegt aktuell bei gut 20 Punkten und damit im Bereich des Höchstwertes der Jahre 2017, 2018 und 2019. Damit rangiert die erwartete Zwölf-Monats-Schwankung stolze 25% über dem Mittelwert dieser drei Jahre. Dabei sei angemerkt, dass auch 2018 ein Jahr mit hohen Schwankungen war. Anhaltend hohe Schwankungen am Aktienmarkt scheinen also eine ausgemachte Sache zu sein.

Besonders wichtig für die Börsianer wird dabei einmal mehr sein, ob diese Schwankungen auf- oder abwärtsgerichtet sind. Hier hilft ein Blick auf die Skew, also die Volatilitätsdifferenz zwischen Optionen am Geld und Optionen mit tieferen Basispreisen. Bei einer Laufzeit von zwölf Monaten und einem Basispreis 20% unter dem aktuellen Kursniveau muss aktuell ein Volatilitätsaufschlag von sieben Punkten gezahlt werden, bei einem Strike von 60% beträgt der Aufschlag 15 Punk-

VDax-New

in Prozent



© Börsen-Zeitung

Quelle: Refinitiv



Thomas Altmann

Leiter des
Portfolio-
managements
von QC Partners

te. Beide Werte liegen weit über den Hochs der Jahre 2017, 2018 und 2019. Selbst unter Einrechnung des aktuellen Crash-Jahres liegt die Skew damit 25% höher als im Durchschnitt seit Anfang 2017. Noch stärker ausgeprägt war die Skew beim 80-Prozent-Strike nur an neun von einhundert Handelstagen seit 2017, beim 60-Prozent-Strike sogar nur an zwei von hundert Handelstagen.

Mehr Absicherungsaktivitäten

Dazu passt, dass die Absicherungsaktivität der Profianleger gegen fallende Dax-Kurse zuletzt wieder deutlich zugenommen hat. Im Vorfeld der US-Wahl ist die Differenz zwischen ausstehenden Put- und ausstehenden Call-Optionen auf den höchsten Stand seit dem Jahr 2017 geklettert. In die anschließende Markterholung hinein wurden zwar einige Sicherungen aufgelöst. Seit der Dax stagniert, hat Absicherung aber wieder Hochkonjunktur.

Sowohl eine hohe Skew als auch eine hohe Absicherungsaktivität

waren in der Vergangenheit schon häufig zuverlässige Frühindikatoren für bevorstehendes Ungemach. Es sieht ganz so aus, als würden die aktuell hohen Bewertungen die ersten Profis vorsichtiger werden lassen. Dass das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis weit jenseits aller historischer Durchschnitte liegt, lässt sich beim Blick in die Zukunft noch wegargumentieren. Mit einem Forward-KGV 50% oberhalb des 15-Jahres-Durchschnitts wird das schon deutlich schwieriger. Die Konsensmeinung weiter steigender Dax-Notierungen für 2021 birgt mit Sicherheit ein hohes Risikopotenzial.

In den Vereinigten Staaten fällt auf, dass die Profis der jüngsten Rally des Small- und Mid-Cap-Index Russell 2000 mit zunehmender Skepsis begegnen. Hier liegen sowohl die implizite Zwölf-Monats-Volatilität als auch die Skew für Strikes bei 80% oder 60% allesamt weit über den Mittelwerten seit Anfang 2017. Beim Technologieindex Nasdaq 100 ist dies deutlich weniger stark ausgeprägt. Hier spricht also einiges dafür, dass der zuletzt opportune Trade, die Corona-Gewinner zu verkaufen und die Corona-Verlierer zu kaufen, mittlerweile zum gefährlichen Massentrade geworden ist. Hinzu kommt, dass der Russell 2000 ebenfalls nicht nur mit einem historisch hohen KGV, sondern insbesondere mit einem teuren Forward-KGV von 75 auf sich aufmerksam macht.

Diejenigen, die sich nach den 2020er-Turbulenzen nach etwas Ruhe sehnen, dürften einmal mehr enttäuscht werden.