Beitrag zum Thema «Strukturierte Produkte»; FuW-Sonderbeilage 2018

Zeit für Long Straddles und Long Strangles!?

Max Lüscher-Marty

Die historischen und die impliziten Volatilitäten sind ausgesprochen tief. Für die einen ist dies ein Zeichen weiter prosperierender Märkte, für andere ein Zeichen einer bevorstehenden Korrektur. Eigentlich wäre dies der «ideale» Kontext, um mit Long Straddles oder Long Strangles sowohl noch «oben» als auch nach «unten» Gewinne zu erzielen. Weshalb haben Struki-Emittenten solche Produkte nicht schon längst im Angebot?

Tiefe Volatilitäten

Die Volatilität ist ein Mass für das Kursänderungsrisiko eines Basiswerts, z.B. des Swiss Market Index (SMI). Volatilitäten lassen sich historisch oder «implizit» bestimmen. Die historische Volatilität basiert auf Vergangenheitsdaten. Sie wird in der Regel auf der Basis von täglichen Kursschwankungen berechnet und meist als jährliche Standardabweichung rapportiert. Mit 8,91% ergab sich am 12. Dezember 2017, berechnet auf der Basis der letzten 250 Börsentage, der tiefste Volatilitätswert in der Geschichte des SMI. Die implizite Volatilität wird aus den bezahlten Optionspreisen abgeleitet und entspricht den erwarteten Schwankungen des Basiswerts. Eine wichtige Orientierungshilfe ist der im Jahre 1999 lancierte SMI-Volatilitätsindex (VSMI). Mit 8,81% ergab sich hier am 17. März 2017 der tiefste je gemessene Wert.

Am 04. Januar 2018 rechnet sich die historische 250-Tage-Volatilität des SMI mit 9,05%. Der SMI-Volatilitätsindex (Abb. 1) schloss mit 10,36%. Gemessen am langjährigen Mittelwert von 18,08% bzw. 19,16% sind dies ausgesprochen tiefe Werte. Die einen beobachten dies mit Enthusiasmus, die anderen mit Skepsis. Wie auch immer: Fakt ist, dass tiefe Volatilitäten sich in tiefen Call- und Put-Preisen niederschlagen. Das macht Call- und/oder Put-Käufe grundsätzlich attraktiv.

Tiefe Call- und Put-Preise

Bei At-the-Money-Optionen – der Ausübungspreis (Strike) entspricht hier dem aktuellen Basiswertkurs – ist die Volatilität der dominierende Preisbestimmungsfaktor. Unterstellt man eine SMI-Notierung von 9'500 Punkten, einen risikolosen Zinssatz von -0,75% und eine Restlaufzeit von 42 Tagen, lassen sich bei alternativen Volatilitäten und einem Ausübungspreis (Strike) von 9'500 Punkten theoretische (faire) Call- und Put-Preise bestimmen (siehe Tab. 1).

Call-/Put-Preise (Punkte) bei alternativen Volatilitäten, berechnet mit Black-Scholes

Volatilität	10.00%	10.36% 1)	12.50%	15.00%	17.50%	19.16% 2)	20.00%
Call-Preis	125.39	130.05	157.75	190.11	222.47	243.96	254.83
Put-Preis	133.70	138.36	166.06	198.43	230.79	252.27	263.15

Tab. 1; 1) VSMI vom 04.01.2018; 2) VSMI-Mittelwert

Wie Tabelle 1 zeigt, kosten At-the-Money-Optionen bei einer aktuellen Volatilität von rund 10% nur etwa halb so viel wie in einem «normalen» Börsenumfeld mit jährlichen Standardabweichungen von 20%. Das könnte dazu animieren, eine zweiteilige Tradingstrategie mit Gewinnchancen sowohl noch «oben» als auch nach «unten» zu fahren. Dafür spricht auch die Erfahrung, wonach tiefe Volatilitäten kontrovers interpretiert werden können. An sich stehen tiefe Volatilitäten für Optimismus und mithin für weiter steigende Basiswertpreise. Tiefe Volatilitäten können aber auch darauf hindeuten, dass die Marktteilnehmer zu sorglos sind. Tatsächlich ist es so, dass im Vorfeld grösserer Börsenkorrekturen immer wieder tiefe Volatilitäten zu beobachten waren. Die zweiteiligen Tradingstrategien bei absehbar starken Kursausschlägen nach oben oder nach unten heissen Long Straddle und Long Strangle.

Long Straddle

Wer eine Long Straddle-Position aufbaut, kauft in gleicher Menge Calls und Puts auf den gleichen Basiswert (z.B. SMI) mit gleichem Ausübungspreis (z.B. 9'500 Punkte) und gleichem Verfalldatum. Bei einem Abschluss am 04.01.2018 und Verfall am 16.02.2018 (dritter Freitag im Februar), käme ein SMI-Call auf rund 130 und ein Put auf rund 140 Punkte zu stehen, insgesamt also 270 Punkte bzw. CHF 2'700.00 pro Kontrakt bei einem Abschluss an der Eurex.

Unser Long Straddle ist im Gewinn (Abb. 2), wenn der SMI per Verfall tiefer notiert als 9'230 Punkte (9'500 – 270) und höher als 9'770 Punkte (9'500 + 270). Das Gewinnpotential ist in beide Richtungen «unbegrenzt». Der höchstmögliche Verlust ist auf 270 Punkte bzw. CHF 2'700.00 limitiert. Oft werden Long Straddles vorzeitig glattgestellt. Absehbare Verluste lassen sich so limitieren und aufgelaufene Gewinne sichern. Gewinnträchtig ist notabene während der Laufzeit nicht nur ein stark schwankender Basiswertkurs, sondern auch der damit einhergehende Anstieg der Volatilität.

Long Strangle

Der Long Strangle setzt sich zusammen aus dem Kauf einer Call-Option mit hohem Strike (z.B. 9'600 SMI-Punkte) und dem Kauf einer Put-Option mit tiefem Strike (z.B. 9'400 SMI-Punkte). Bei einer SMI-Notierung von 9'500 käme die Transaktion aktuell auf rund 180 SMI-Punkte (Call-Preis ≅ 90, Put Preis ≅ 90) zu stehen. Sie ist im Gewinn (Abb. 3), wenn der SMI per Verfall tiefer notiert als 9'220 Punkte (9'400 – 180) und höher als 9'780 Punkte (9'600 + 180). Auch hier ist das Gewinnpotential in beide Richtungen «unbegrenzt». Der höchstmögliche Verlust ist auf 180 Punkte bzw. CHF 1'800.00 limitiert.

Schlussfolgerung

Struki-Emittenten stellen in Aussicht, für jede Markterwartung Produkte bereit zu stellen. Eigentlich erstaunlich, dass Long Straddles nicht zum Angebot zählen. Im aktuellen Kontext tiefer Volatilitäten wären diese durchaus eine Option. Zwar gibt es Twin-Win-Zertifikate; aber diese werden bei fallenden Basiswertkursen im Punkt «x» (Barriere) ausgeknockt.

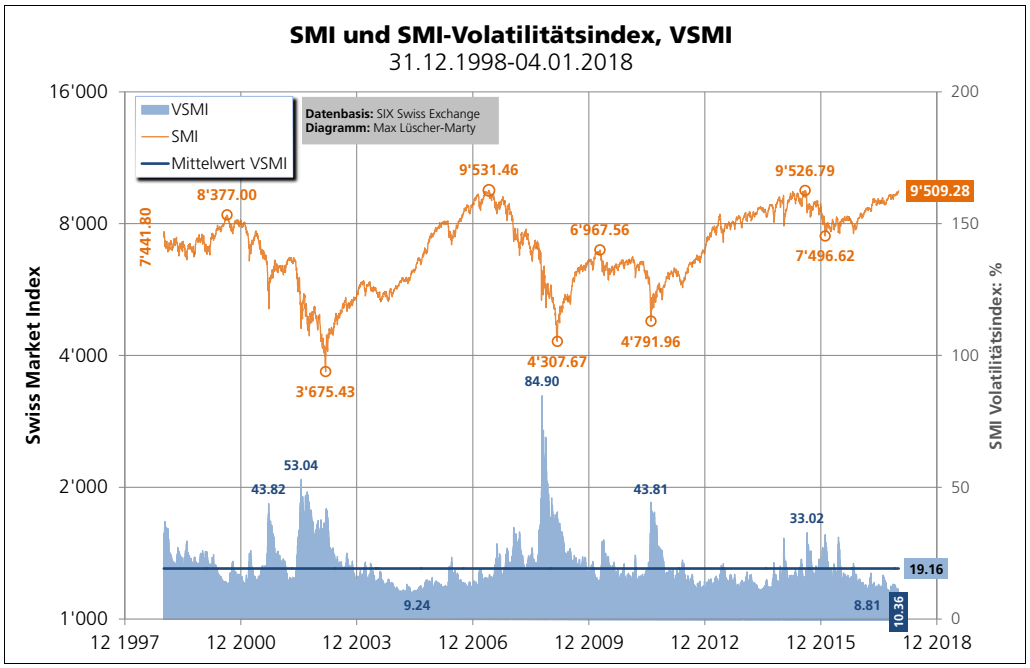

Abb. 1

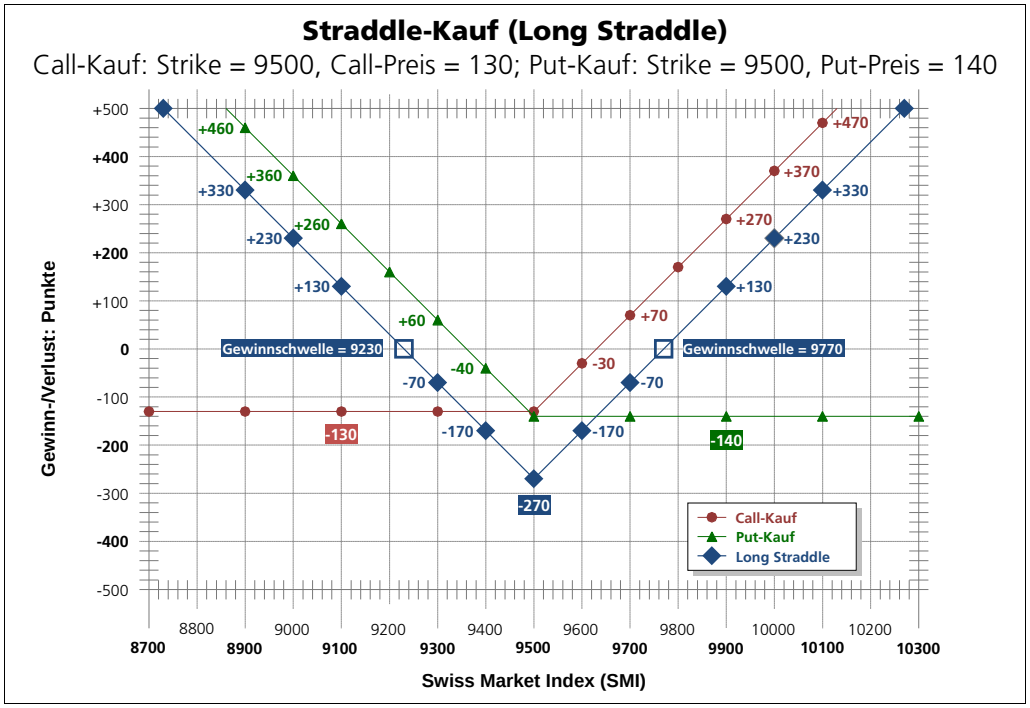
Straddle-Kauf (Long Straddle)
Call-Kauf: Strike = 9500, Call-Preis = 130; Put-Kauf: Strike = 9500, Put-Preis = 140
Gewinn-/Verlust: Punkte
Swiss Market Index (SMI)
Gewinnschwelle = 9230
Gewinnschwelle = 9770
Call-Kauf
Put-Kauf
Long Straddle

Abb. 2

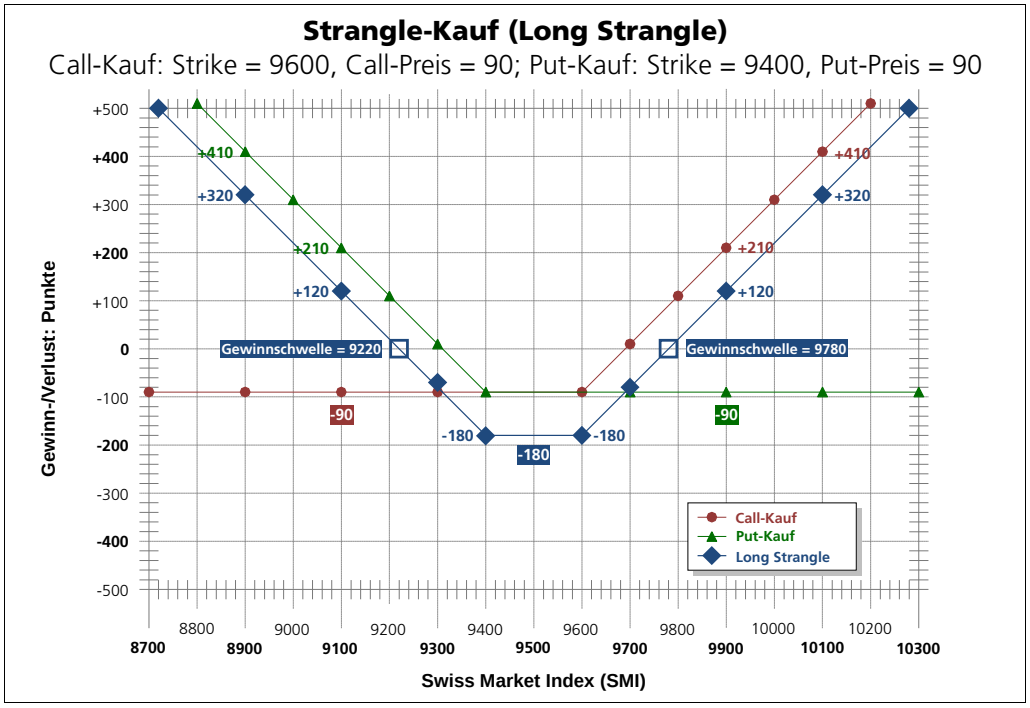
Strangle-Kauf (Long Strangle)
Call-Kauf: Strike = 9600, Call-Preis = 90; Put-Kauf: Strike = 9400, Put-Preis = 90
Gewinn-/Verlust: Punkte
Swiss Market Index (SMI)
Gewinnschwelle = 9220
Gewinnschwelle = 9780
Call-Kauf
Put-Kauf
Long Strangle

Abb. 3