

Nützliche *Schwankungen*

2023 war für das Ernten der Volatilitätsrisikoprämie ein überragendes Jahr, weil es an den Aktienmärkten zu keinen ausgeprägteren Rücksetzern kam. Wie stehen aber die Chancen, dass sich dies auch 2024 wiederholt?

Anfang 2023 bezifferte der Frankfurter Asset Manager Lupus alpha das Jahresziel für den Lupus alpha Volatility Risk-Premium Fonds mit mehr als sieben Prozent. Ein ambitioniertes Ziel, das dann aber in der Realität sogar noch deutlich übertroffen wurde – der Ansatz von Lupus alpha lieferte in allen Marktphasen ab. Dabei bildet man Varianz-Swaps aus börsengehandelten Optionen

als Sicherheit für Geschäfte an den Derivatebörsen dienen, und zum anderen aus den börsengehandelten Derivaten, mit denen die Volatilitätsrisikoprämie (VRP) vereinnahmt wird. Fast ein Drittel der Jahresperformance stammte aus dem Basisportfolio, mehr als zwei Drittel aus der eigentlichen Volatilitätsstrategie, wie die Grafik „Performancebeiträge des Lupus alpha Volatility Risk-Premium“ illustriert.



» Volatilitätsstrategien gehören zweifellos zu den großen Gewinnern der Zinswende. «

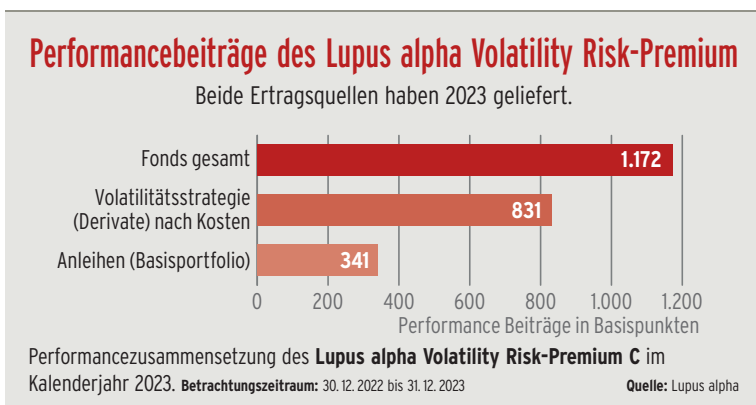
Mark Ritter, Portfoliomanager bei der Lupus alpha Asset Management AG in Frankfurt

Mission übererfüllt

Grob kalkuliert hat man eine gut dreiprozentige Rendite auf die Anleihenbestände im Fonds und eine im langfristigen Durchschnitt bei zirka vier Prozent liegende Volatilitätsrisikoprämie erwartet. Tatsächlich geworden sind es dann aber beachtliche 11,71 Prozent. Welche Faktoren haben dazu geführt, dass die Erwartung deutlich übertroffen wurde? Noch interessanter ist freilich, welche Rendite Volatilitätsstrategien im noch relativ jungen Jahr 2024 erzielen dürften und wie hoch das damit verbundene Risiko ist. Die gute Nachricht war, dass das Basisportfolio im Vorjahr nach vielen Jahren negativer Renditen wieder einen positiven Beitrag zur Gesamterrendite liefern konnte. Damit gehören Volatilitätsstrategien zu den großen Gewinnern der Zinswende. So lag die durchschnittliche Rendite des Basisportfolios zum Jahresstart 2023 bei knapp unter drei Prozent. Diese im Vergleich zu den Vorjahren sehr viel höhere Verzinsung des Basisportfolios führt dazu, dass die absolute Renditerwartung der Assetklasse Volatilität heute nachhaltig höher liegt als in den Jahren der Niedrigzinsen, ist die Sockelverzinsung doch wieder auf einem ansprechenden Niveau angekommen. „Statt einem negativen Beitrag von damals minus 0,5 Prozent lieferte das mit hochwertigen Anleihen bestückte Basisportfolio im zurückliegenden Jahr einen Ergebnisbeitrag von rund 3,4 Prozent“, hält Mark Ritter, Portfoliomanager bei Lupus alpha und verantwortlich für den Lupus alpha Volatility Risk-Premium, fest. „Zum Jahreswechsel 2024 betrug die gewichtete Rendite der Anleihen rund 3,5 Prozent. Das bedeutet, dass wir im laufenden Jahr aus den Anleihen einen ähnlichen Ergebnisbeitrag wie letztes Jahr erwarten dürfen.“ Auch der andere Baustein, die eigentliche Derivatestra-

nach, deren Pay-off bis auf kleine Abweichungen jenem eines Varianz-Swaps entspricht. Zentrales Element ist das Delta-Hedging, das Lupus alpha nicht strikt auf Basis von Tagesschlusskursen durchführt, sondern – wenn der Markt stark schwankt – auch mehrmals während des Tages.

Bekanntlich setzt sich der Ertrag von Volatilitätsstrategien aus zwei Komponenten zusammen: zum einen aus einem Basisportfolio, dessen Investment-Grade-Anleihenpositionen



ategie, hat 2023 – wie schon in den Jahren zuvor – sehr starke Ergebnisse erzielt. Ritter dazu: „Insgesamt lag der Performancebeitrag der reinen Volatilitätskomponente nach Kosten bei 8,3 Prozent und damit sogar höher als im Mittel der vergangenen drei Jahre. Die wesentlichen Trends, die uns Anfang 2023 optimistisch für die Assetklasse gestimmt haben, sind dabei immer noch intakt, auch wenn das absolute Volatilitätsniveau heute deutlich niedriger ist als Anfang 2023. Die absoluten Volatilitätsniveaus haben sich im letzten Quartal 2023 sogar nahe der historischen Tiefstände eingependelt.“ Das überrascht angesichts der makroökonomischen und geopolitischen Entwicklungen und der damit verbundenen hohen Unsicherheit an den Märkten.

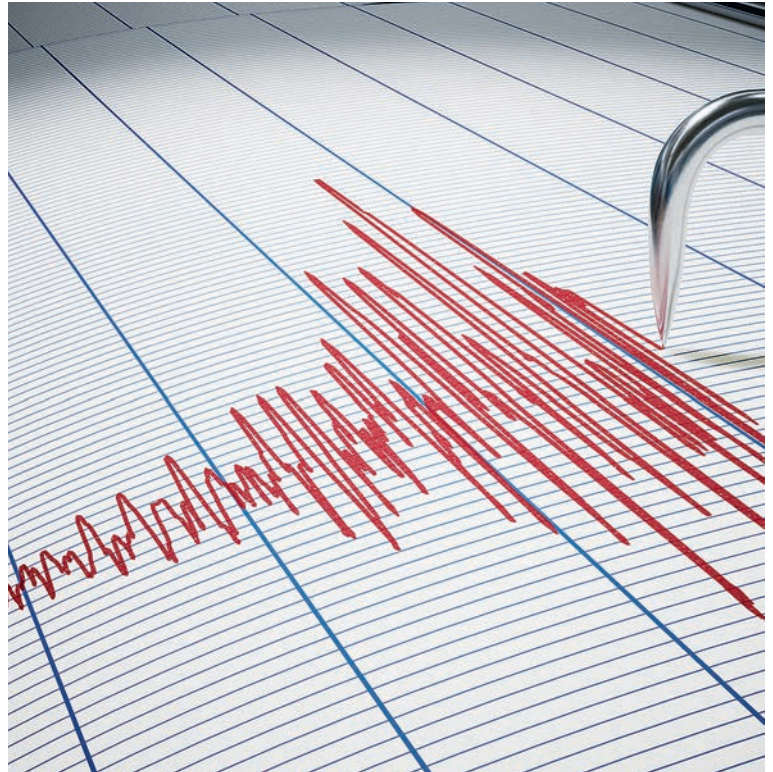
Niedrige absolute Volatilität

Die Erklärung dafür liegt in einer das gesamte Jahr prägenden Entwicklung: Zwar haben sich die Kurse einzelner Aktien innerhalb der Indizes vergleichsweise stark bewegt, doch die oft gegensätzlichen Bewegungen einzelner Sektoren und Unternehmen dämpfte die Indexvolatilität. So stiegen auf der einen Seite die hoch gewichteten Technologieaktien wie die „Magnificent Seven“ im S&P 500 bekanntlich stark an. Die Mehrheit der restlichen 493 Aktien jedoch konnte hier nicht mithalten und entwickelte sich deutlich schwächer. Als dann in den letzten Wochen des Jahres auch der breite Markt anstieg, gingen die großen Technologieaktien eher seitwärts. So sank beispielsweise der Volatilitätsindex VIX von zunächst höheren Niveaus bei etwa 22 Prozent (Anfang 2023) infolge der rückläufigen realisierten Volatilität des S&P 500 auf Werte von rund zwölf Prozent zum Jahresende. Trotz dieser sehr niedrigen absoluten Volatilitätsniveaus blieb die Risikoprämie überdurchschnittlich hoch.

Vola-Angebot und -Nachfrage

Ganz wesentlich für die Rendite der Assetklasse ist die Entwicklung des Angebots und der Nachfrage nach Hedging. Ritter erinnert: „Zum Hochpunkt der Coronakrise erlitten viele systematische Verkäufer von Volatilität hohe Verluste. Auch entsprechende Investmentfonds mussten schließen. Damit ging das Angebot an impliziter Volatilität stark zurück. Zusätzlich wählten viele der verbliebenen Anbieter defensivere Konzepte zur Vereinnahmung der Volatilitätsrisikoprämie. Damit verknappten sie das Angebot an Volatilität zusätzlich.“ Die Grafik „Entwicklung der Varianz-Swap-Volumina“ verdeutlicht dies anhand kurzlaufender Varianz-Swaps auf den S&P 500. Diese Derivate werden typischerweise für Volatilitätsstrategien genutzt. Ein rückläufiges Volumen ist eine gute Indikation dafür, wie stark dieser Verkaufs-Flow seit 2020 zurückgegangen ist und dass eine wirkliche Erholung bis dato noch nicht eingesetzt hat.

Während also das Angebot an Volatilität abgenommen hat, ist eine gegenläufige Situation bei der Nachfrage nach impliziter Volatilität zu beobachten. Die scharfe Korrektur 2020 durch den Pandemieausbruch hat das Absicherungs-

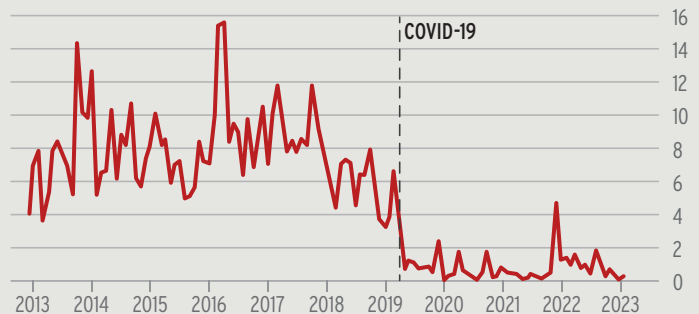


Volatilitätsstrategien zählen zu den großen Gewinnern der Zinswende. Nach einer überwiegenden enttäuschenden Phase lieferten sie 2023 wieder attraktive Ergebnisse.

bedürfnis institutioneller Investoren generell steigen lassen, die verlässliche Hedging-Ansätze suchen. Aber auch bei Privatanlegern ist das Interesse an Optionen gestiegen. Dieser Trend ist an den gehandelten Volumina von Optionen auf den S&P 500 abzulesen. Ihr Anstieg ist als Indiz für die Nutzung von Optionen durch immer mehr Marktteilnehmer zu werten. Ein Großteil des Zuwachses ist dabei auf Optionen mit sehr kurzen Laufzeiten von einer Woche und weniger zurückzuführen. Diese machen mittlerweile rund zwei

Entwicklung der Varianz-Swap-Volumina

Covid brachte einen tiefen Einschnitt, von dem sich der Markt noch nicht erholt hat.



Die hohe realisierte Volatilität 2020 während der Covid-Krise **warf einige Verkäufer von Volatilität aus dem Markt**. Das Angebot von Vola ging damit zurück. Darstellung des täglich gehandelten Volumens von Varianz-Swaps auf den S&P 500 in Millionen US-Dollar, rollierende Monatsdaten.

Quelle: Société Générale Derivatives Research, Bloomberg

Drittel des täglich gehandelten Volumens aller Optionen auf den S&P 500 aus. Die Grafik „Hohe S&P-500-Optionsvolumina“ veranschaulicht den dauerhaften Anstieg des Handelsvolumens ab 2020 in Form rollierender Einmonatsdaten der CBOE (Chicago Board Options Exchange).

Vielfältigerer Optionsmarkt

Am Optionsmarkt stellt die Einführung einer Vielzahl von zusätzlichen Fälligkeiten bei den großen Derivatebörsen eine der auffälligsten Entwicklungen der letzten Jahre dar. Zu-

0DTE-Option bezeichnet und in besonders großer Stückzahl gehandelt werden. „Diese zusätzlichen Käufer von ultrakurzen Optionen erzeugen wiederum Nachfrage nach Volatilität und unterstützen damit ebenfalls die Volatilitätsrisikoprämie“, gibt Ritter zu bedenken.

Auf das Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage am Volatilitätsmarkt wirkt sich aber auch das veränderte Zinsumfeld aus. Ritter: „In der Zeit niedriger oder negativer Zinsen ist viel Geld auf der Suche nach Rendite in die Assetklasse Volatilität geflossen, was zu mehr Angebot an Volatilität geführt hat. Diese Entwicklung hat sich mit der Rückkehr des Zinses normalisiert.“

VRP im Höhenflug

All diese Effekte führen dazu, dass die Volatilitätsrisikoprämie seit 2020 stark gestiegen ist. Lag die Differenz zwischen impliziter und realisierter Volatilität im langfristigen Mittel bei knapp unter vier Prozentpunkten, so ist dieser Wert in der Niedrigzinsphase und durch die Zuflüsse in die Assetklasse Volatilität auf nur noch 3,3 Prozent gesunken. „Seit 2020 konnte jedoch eine Risikoprämie in Höhe von rund 5,7 Prozent vereinnahmt werden“, sagt Mark Ritter. „Um hier einem verbreiteten Missverständnis vorzubeugen: Die Höhe der Risikoprämie allein ist nicht gleichbedeutend mit der Ertragerwartung einer Volatilitätsstrategie. Neben der Höhe der Risikoprämie beeinflusst nämlich auch das Exposure zur Risikoprämie die Rendite. Je mehr Exposure eingegangen wird, desto höher das Renditepotenzial und desto höher das damit verbundene Risiko.“

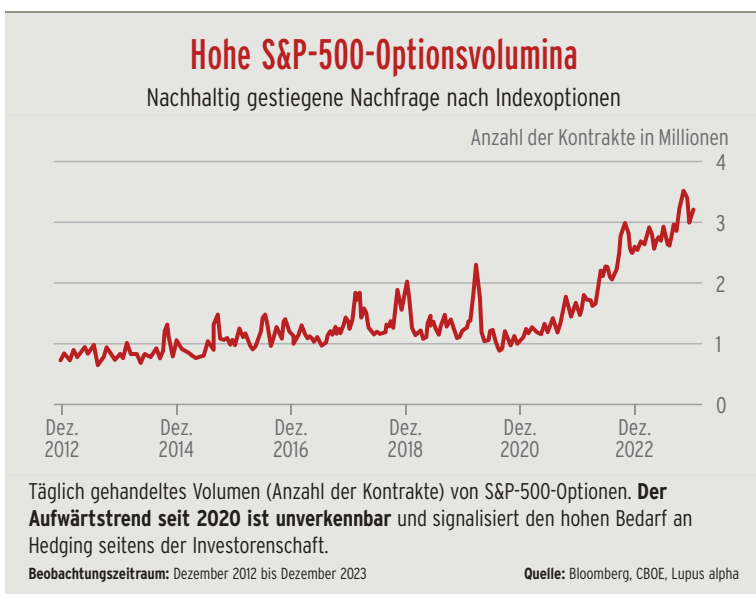
Die höhere Risikoprämie spiegelt sich direkt in einer höheren Rendite des Lupus alpha Volatility Risk-Premium wider. Teilt man die Historie seit Auflage in die Niedrigzinsphase vor dem Corona-Schock Anfang 2020 und in die Zeit nach der Corona-Krise, zeigt sich unmittelbar das höhere Niveau der Rendite aus der Volatilitätskomponente (siehe Grafik „Entwicklung des Lupus alpha Volatility Risk-Premium seit Auflage“). Wird die dargestellte Gesamrendite um die Verzinsung des Basisportfolios bereinigt, erhält man den reinen Renditebeitrag aus Volatilität.

Während der Niedrigzinsphase hat die Volatilitätsprämienstrategie dazu geführt, dass die Rendite des Fonds in den Jahren bis 2020 bei 3,95 Prozent über dem risikolosen Geldmarktzins lag. In diesen Jahren hat es ganz unterschiedliche Phasen mit steigenden, aber eben auch mit einer Vielzahl von fallenden Märkten gegeben, etwa die Sorgen um China 2015, den Brexit 2016 oder den Markttrückgang im vierten Quartal 2018. Seit 2020 hat sich der Renditebeitrag aus der reinen Volatilitätsstrategie dann auf Geldmarkt plus 7,59 Prozent erhöht. Hier zeigt sich, wie hoch die VRP in den vergangenen Jahren war: stark positiv 2021, leicht positiv trotz der stark gefallen Märkte 2022 und erneut stark positiv 2023. Über den Gesamtzeitraum seit Auflage des Lupus alpha Volatility Risk-Premium betrachtet hat der Fonds im Übrigen eine Rendite von 3,12 Prozent per annum über Geldmarkt erzielt.

» Extremrisiken haben ihren Schrecken durch Laufzeitensteuerung und Tail-Hedging verloren. «

Mark Ritter, Portfoliomanager bei der Lupus alpha Asset Management AG in Frankfurt

nächst hat die weltgrößte Optionsbörse CBOE in Chicago die gelisteten Optionslaufzeiten ausgeweitet und im September 2023 auch die in Frankfurt ansässige Eurex. Mittlerweile gibt es an jedem einzelnen Wochentag einen Optionsverfall. Diese Ausweitung der handelbaren Verfälle hat dazu geführt, dass eine Vielzahl von neuen Marktteilnehmern statt OTC-Produkten nun auch börsengehandelte Optionen einsetzt. Damit sind die gehandelten Volumina von Optionen mit sehr kurzer Restlaufzeit oder sogar mit weniger als einem Tag Restlaufzeit sehr stark gestiegen und machen mittlerweile den mit Abstand größten Teil des gesamten Handelsvolumens an den Derivatebörsen aus. Speziell die sogenannten Zero-Day-to-Expiration-Optionen (0DTEs) sind dabei in den Fokus gerückt. Dabei handelt es sich um reguläre Optionen mit einer Laufzeit von mehreren Wochen, die aber erst am letzten Tag ihrer Laufzeit als



Liegt die VRP auch künftig über den Werten der Jahre 2015 bis 2019, ist auch eine höhere mittelfristige Rendite aus der reinen Volatilitätskomponente zu erwarten. Im Fall der Short-Vola-Strategie von Lupus alpha sind fünf Prozent über Geldmarkt als Renditebeitrag aus Volatilität eine realistische Schätzung. Dieser Beitrag dürfte damit höher ausfallen als die rund vier Prozent in den Jahren vor 2020, aber auch deutlich niedriger als die rund 7,6 Prozent pro Jahr in den vergangenen drei Jahren. Allerdings addiert sich zum Beitrag der reinen Derivatestrategie der Ertrag aus dem Basisportfolio von aktuell zirka 3,5 Prozent. Insgesamt ergibt sich aus den beiden Bausteinen eine mittelfristig weiterhin attraktive Gesamtrenditeerwartung von in etwa 8,5 Prozent. Ob sie erreicht wird, hängt natürlich vom allgemeinen Marktumfeld ab. Sollte wieder eine extreme Krise wie 2020 auftreten, werden auch Volatilitätsstrategien Verluste erleiden. Wie hoch diese ausfallen, hängt ganz wesentlich davon ab, mit welchen Instrumenten sich eine Volatilitätsstrategie auf Risiken einstellt. „Extremrisiken haben ihren Schrecken durch Laufzeitensteuerung und Tail-Hedging verloren“, stellt Mark Ritter fest. So könne der Trend zu mehr Fälligkeiten und den mittlerweile hochliquiden kurzen Laufzeiten genutzt werden, um Volatilitätsfonds insgesamt robuster aufzustellen und ihr Risiko zu senken. Denn jetzt ist es möglich, das Marktrisiko von Short-Vola-Fonds über noch mehr Optionsfälligkeiten zu streuen. Mehr Laufzeiten bedeuten ein Portfolio, das sich schneller an Marktentwicklungen anpassen kann. Auch das Tail-Risiko, das für plötzliche Markteinbrüche nach Extremereignissen wie etwa der Coronakrise 2020 steht, wird mit kürzeren Restlaufzeiten reduziert. Letztlich führt die Nutzung zusätzlicher Optionslaufzeiten zu einem deutlich stabileren Portfolio, und das bei gleichzeitig unveränderter Ertragsersparnis.

Neben der Verkürzung und breiteren Streuung der Optionslaufzeiten kann das Risiko mit entsprechenden Optionen zusätzlich durch einen Tail-Hedge-Baustein reduziert

werden. Dadurch, dass nur Extremereignisse abgesichert werden, sind die Kosten für einen solchen Tail-Hedge sehr überschaubar. In Summe führen die noch stärkere Diversifikation über mehr Optionslaufzeiten sowie die Aufnahme eines Tail-Hedges gegen Extremereignisse dazu, dass das Gesamtrisiko deutlich gesenkt wird. Vergleicht man die heutige Portfoliokonstruktion mit den zur Coronakrise verfügbaren Instrumenten, so wäre der damalige Verlust um rund 40 Prozent geringer ausgefallen – ein erheblicher Fortschritt in dieser Anlageklasse. Denn für die Assetklasse Volatilität bedeutet das reduzierte Risiko in Extremphasen, verbunden mit der heute sehr viel höheren absoluten Ertragsersparnis, ein deutlich robusteres Rendite-Risiko-Profil.

Schlussbemerkungen

Dass Volatilitätsstrategien grundsätzlich einen positiven Beitrag zur Diversifikation innerhalb breiter Multi-Asset-Portfolios liefern können, ist bekannt. Höchst interessant werden ihre besonderen Eigenschaften aber in Jahren wie 2022, wenn Anleihen und Aktien gleichzeitig deutlich an Wert einbüßen. Volatilitätsstrategien wirkten auch in solchen Phasen als Portfoliostabilisator. Während Aktien und Anleihen 2022 zwischenzeitlich um mehr als 25 Prozent (MSCI World) und rund 22 Prozent (US Corporate Bonds) fielen und das Jahr mit jeweils knapp minus 18 Prozent immer noch stark im Minus schlossen, konnten Volatilitätsstrategien mit der Volatilitätsrisikoprämie positive Beiträge liefern. Nur die Verluste aus dem damals noch negativ rentierenden Basisportfolio führten zu einer leicht negativen Gesamtrendite. Der Lupus alpha Volatility Risk-Premium ist durch das Stahlbad der Coronakrise gegangen und wurde zum Unterschied von so manchem Konkurrenten, der sein Konkurrenzprodukt (RP Gamma, Berenberg Volatility Premium) einstellte, nicht aus der Bahn geworfen. Er kann nun das breitere Laufzeitenportfolio nutzen und sich noch robuster aufstellen. Denn die nächste Krise kommt bestimmt. DR. KURT BECKER

