

## Ertragserwartung übertroffen, wie geht es weiter? Die Volatilitäts-Risikoprämie im Jahr 2023

**Der Lupus alpha Volatility Risk-Premium konnte im ersten Halbjahr 2023 schon 7,2% Rendite erwirtschaften und hat damit seine Renditeerwartung deutlich übertroffen. Wir untersuchen, wie sich die Volatilitäts-Strategie in den verschiedenen Marktphasen der ersten Hälfte des Jahres 2023 verhalten hat und beleuchten die Aussichten für den weiteren Jahresverlauf.**

Im Jahr 2022 mussten Aktien und Anleihen gleichzeitig Verluste hinnehmen. Für Volatilitäts-Strategien war das Jahr jedoch sehr vorteilhaft: sie konnten aus der reinen Risikoprämie positive Erträge erwirtschaften, während Anleihen und Aktien zweistellig verloren. Auch die Ausgangslage für das Jahr 2023 war sehr aussichtsreich. Die Ertragserwartung des Lupus alpha Volatility Risk-Premium lag zu Jahresbeginn bei 7 % (siehe auch [Interview mit Alexander Raviol](#)).

Was machte uns so optimistisch?

- Volatilitätsansätze bestehen typischerweise aus zwei Bausteinen: Zum einen aus der Vereinnahmung der Volatilitäts-Risikoprämie, die über Derivate realisiert wird. Zum anderen aus einem sehr sicheren Anleihe- oder auch Basisportfolio, als Sicherheit für die Derivatebörsen (siehe Kasten Basiswissen). Nach vielen Jahren mit negativer Verzinsung lag die laufende Rendite des Basisportfolios zum Jahreswechsel 2023 wieder bei rund 2,5% und ist Ende Juni 2023 sogar auf knapp 3,9% gestiegen. So trägt das Basisportfolio endlich wieder zusätzlich zur Gesamtrendite bei.
- Die Nachwirkungen der Corona-Phase haben die Ertragserwartung der Volatilitäts-Risikoprämie erhöht. Das Level der impliziten Volatilität liegt seit 2020 auf einem höheren Niveau als in den Jahren vor der Krise. Eine erhöhte Nachfrage nach Absicherung trifft auf ein signifikant gesunkenes Angebot am Volatilitätsmarkt. Dies trägt zu einer erhöhten Volatilitäts-Risikoprämie bei bzw. bietet einen größeren Puffer vor Verlusten in Phasen unerwartet hoher realisierter Volatilität.

Im Folgenden geben wir einen Überblick auf das erste Halbjahr 2023 und die Gründe der weit über den Erwartungen liegenden Ergebnisse und einen kurzen Ausblick zur Assetklasse Volatilität.

## Basiswissen Volatilitäts-Strategien

Die Volatilitäts-Risikoprämie ist einer der wenigen „echten“ alternativen Risikoprämien. Sie ist eine seit 30 Jahren etablierte, stabil am Markt zu beobachtende Ertragsquelle und empirisch und theoretisch sehr gut belegt. Durch den systematischen Verkauf von Optionen lässt sich die Volatilitäts-Risikoprämie analog zu dem Verkauf von Versicherungen einnehmen. Im Kontext einer breiten Kapitalanlage können Volatilitäts-Strategien neben einer attraktiven Ertragsquelle auch für eine zusätzliche Diversifikation und damit eine Verstetigung der Gesamrendite sorgen.

Volatilitätsfonds nehmen die Position einer Versicherung ein. Sie stellen in dieser Funktion Versicherungsschutz gegen unerwartet hohe Marktschwankungen bereit und werden für diese Risikoübernahme durch regelmäßige Prämieinnahmen entlohnt. Die Risikoprämie ergibt sich daraus, dass die implizite bzw. verkaufte Volatilität im langfristigen Durchschnitt höher ist, als die ex-post realisierte Volatilität. Diese, auch als Volatilitäts-Risikoprämie bezeichnete Differenz, ist der Werttreiber von Volatilitäts-Strategien.

## Das 1. Halbjahr 2023: Erwartungen übertroffen, in allen Marktphasen gut performt

Wie in Grafik 1 zu sehen, haben wir bereits zum Halbjahr die für das Gesamtjahr ausgegebene Ertragsersparnis von +7% übertroffen.

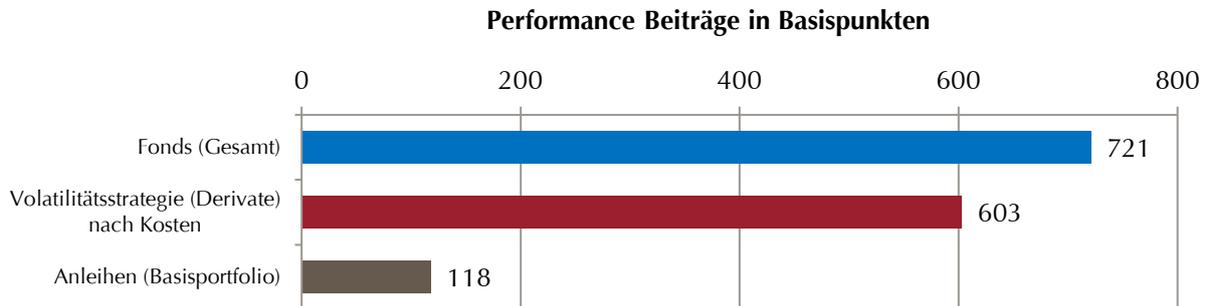
Grafik 1: Lupus alpha Volatility Risk-Premium – Erwartungen seit Jahresanfang übertroffen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; Lupus alpha Volatility Risk-Premium C; Betrachtungszeitraum: 30.12.2022 – 30.06.2023. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklungen.

Betrachtet man die Performancebeiträge, so konnte das Anleihe-Portfolio in den ersten sechs Monaten knapp 1,2% zur Gesamrendite beitragen. Durch steigende Zinsen lag der Beitrag leicht unterhalb der laufenden Rendite. Höhere Zinsen bedeuten aber eine noch bessere zukünftige Renditeerwartungen für das Anleihe-Portfolio. Die eigentliche Volatilitäts-Risikoprämie steuerte nach Abzug aller Kosten rund 6% bei.

Grafik 2: Performance Beiträge des Lupus alpha Volatility Risk-Premium

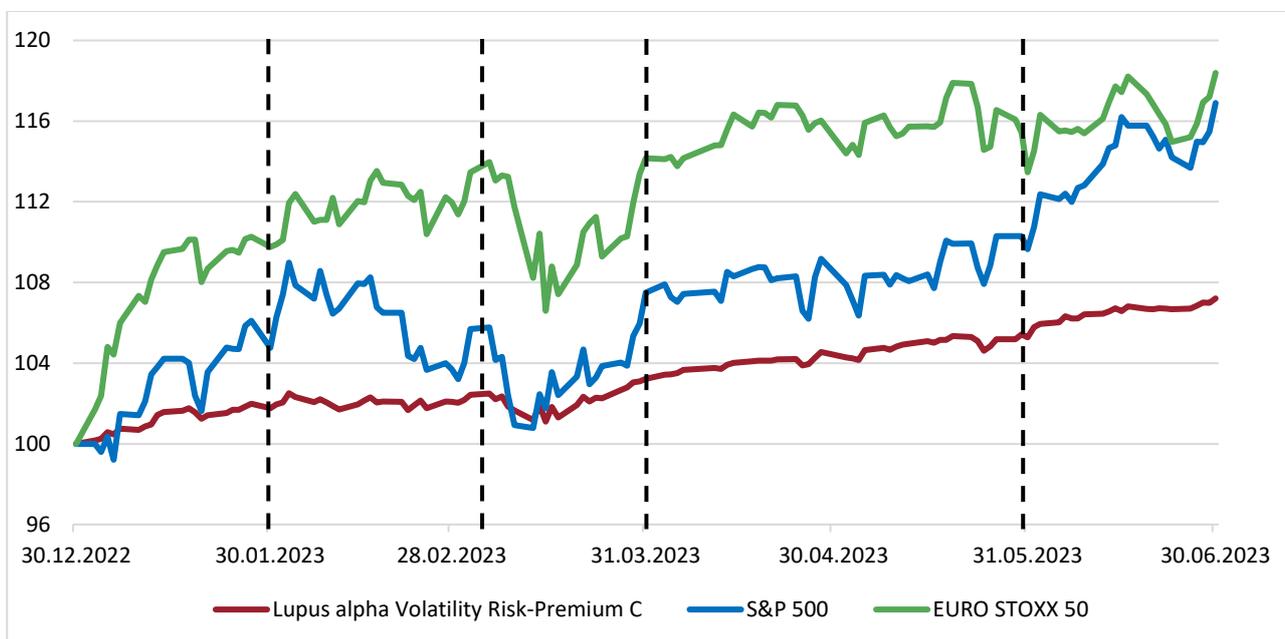


Performancezusammensetzung des Lupus alpha Volatility Risk-Premium C im 1. Halbjahr 2023;  
 Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; Betrachtungszeitraum: 30.12.2022 – 30.06.2023

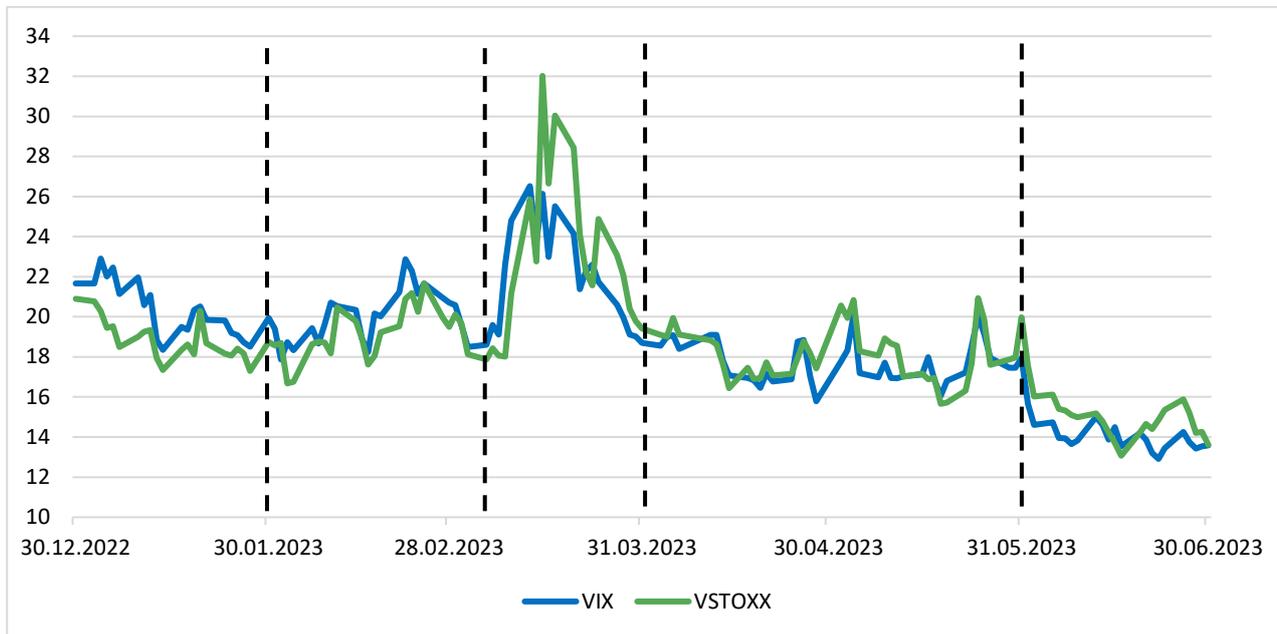
## Positive Rendite in unterschiedlichen Marktphasen

Wie hat sich die Derivatestrategie im Kontext unterschiedlicher Aktien- und Volatilitätsmärkte entwickelt? Hierfür sind in Grafik 3 der S&P 500 sowie der Euro Stoxx 50 und in Grafik 4 sowie die Volatilitäts-Indizes VIX und VSTOXX abgetragen.

Grafik 3: Entwicklung der Aktienmärkte und des Lupus alpha Volatility Risk-Premiums C im 1. Halbjahr 2023



Grafik 4: Entwicklung der Volatilitätsmärkte (VIX und VSTOXX) im 1. Halbjahr 2023



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; Betrachtungszeitraum: 30.12.2022 – 30.06.2023

Anhand der Grafik 3 und 4 lässt sich das erste Halbjahr in fünf verschiedene Phasen einteilen. Zunächst steigende Märkte bis Anfang Februar bei einer eher durchschnittlichen und vergleichsweise stabilen impliziten Volatilität, anschließend eine Seitwärtsphase bei leicht zunehmender Volatilität. In der dritten Phase sehen wir, dass der Konkurs der SVB, die Übernahme der Credit Suisse und die Sorgen um weitere Regionalbanken in den USA zu einem zwischenzeitlichen Rückgang der Aktien und einem Hoch an den Volatilitätsmärkten führten, die in Folge der Turbulenzen bis auf Werte zwischen 25% und über 30% stiegen. Nach der Beruhigung der Situation bei den Banken folgte eine längere Seitwärtsphase bis Ende Mai und anschließend eine Fortsetzung der Kursanstiege im Juni mit deutlich rückläufigen Volatilitäten. Gerade die zum Ende des Halbjahres sehr stark fallenden impliziten Volatilitäten sind hier hervorzuheben. So lagen der VIX Index und der VSTOXX Index im Juni nur noch zwischen 13% und 15% und wurden damit auf einem neuen Tiefstand nach dem März 2020 gehandelt.

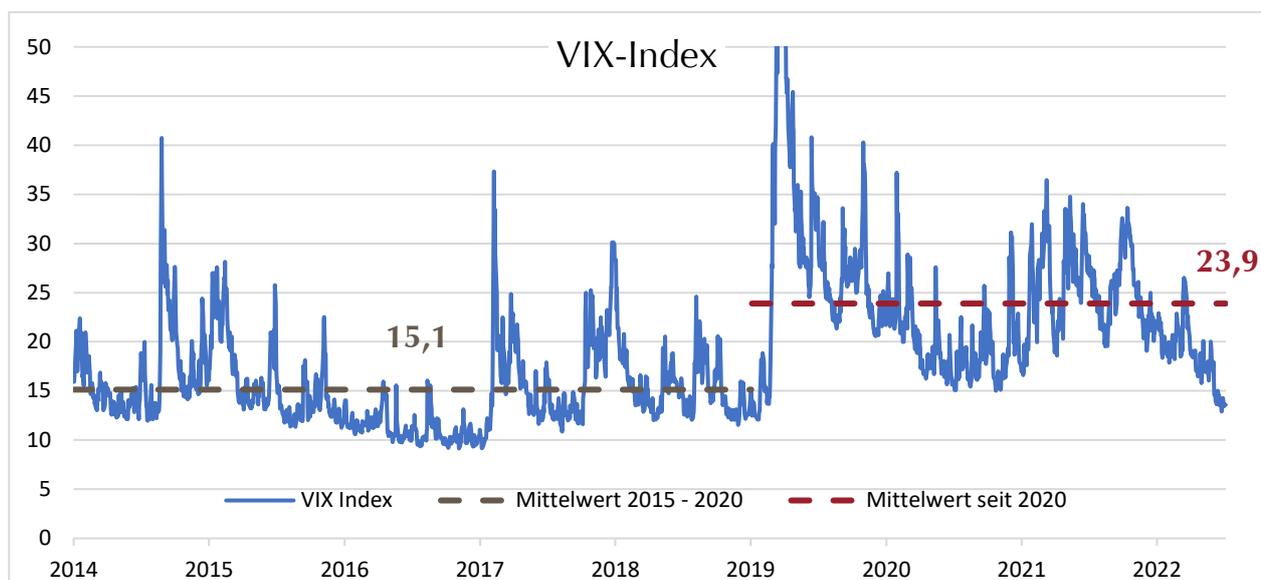
Wie an der Performancegrafik zu sehen ist, hat unsere Volatilitäts-Strategie in jeder der Phasen positiv abgeschnitten und auch der zwischenzeitliche Rückgang im März war verglichen mit den Entwicklungen am Aktienmarkt nur sehr gering. In leicht steigenden bzw. Seitwärtsphasen ist dies nicht überraschend, zumal in dieser Phase auch die Volatilitäts-Risikoprämie stetig positiv war. Die beschriebene Phase im März und der Juni mit seinen Volatilitäts-Tiefständen sollen jedoch noch einmal näher betrachtet werden. Gerade in turbulenten Marktphasen verlieren Volatilitäts-Strategien normalerweise. Der Schadenfall der verkauften Versicherung tritt ein. Auch die Phase der sehr niedrigen Volatilität im Juni begünstigt auf den ersten Blick die Verkäufer von Volatilität nicht. Warum hat sich also der Lupus alpha Volatility Risk-Premium dennoch so gut entwickelt?

## März: Positive Rendite trotz Turbulenzen

Der Monat März war geprägt von Turbulenzen am Kapitalmarkt ausgelöst durch die Insolvenz der Silicon Valley Bank und kurz später der staatlich forcierten Übernahme der Credit Suisse durch die UBS. Der Euro Stoxx 50 fiel z.B. von Anfang bis Mitte März um ca. -6,5% um in der zweiten Märzhälfte wieder um knapp 7% zuzulegen. Auf den ersten Blick ist dies kein vorteilhaftes Szenario für Verkäufer von Volatilitäts-Absicherung. Dennoch konnte der Lupus alpha Volatility Risk-Premium über diesen Zeitraum eine positive Entwicklung verzeichnen. Wie lässt sich das erklären?

Zum einen befand sich die implizite Volatilität Anfang des Jahres noch auf einem deutlich höheren durchschnittlichen Niveau als in den Jahren zuvor. Dies ist vor allem dadurch getrieben, dass bei höherer Nachfrage nach „Schutz“ das Angebot deutlich zurückgegangen ist. Dies lässt sich z.B. an den Preisen für viele Hedging-Strategien oder ganz allgemein an der Entwicklung des VIX-Index ablesen. Lag der Durchschnittswert in den fünf Jahren vor Corona bei ca. 15%, liegt er seit Corona bei ca. 24%. Dabei schwankt die implizite Volatilität über die Zeit natürlich deutlich und folgt der realisierten Volatilität (siehe auch weiter unten zur Entwicklung im Juni), generell sind aber „Versicherungsnehmer“ bereit, mehr für die Absicherung zu zahlen. Dies lässt wiederum die Volatilitäts-Risikoprämie steigen.

Grafik 5: Implizite Volatilität (VIX-Index) vor und nach der Corona-Krise



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; Betrachtungszeitraum: 31.12.2014 – 30.06.2023

Die hohe Risikoprämie hat somit in der kleinen Krise im März einen gewissen Puffer dargestellt und war über den Gesamtzeitraum sogar positiv. Leicht negative Werte zu Beginn der Krise konnten schnell durch die neuen Positionen gestiegenen Niveaus wieder gut gemacht werden. Dies ist ein generelles Merkmal von Volatilitäts-Strategien: Zu Beginn einer Krise bzw. in Phasen abrupter Aktienmarktbewegungen entsteht aufgrund des unerwarteten Anstiegs der realisierten Volatilität typischerweise ein Verlust.

Mit dem Fortgang der Krise profitieren die Strategien allerdings von einem höheren verkauften Volatilitätsniveau und können Verluste so zeitnah, je nach Schwere und Verlauf der Krise, sehr schnell wieder gut machen. Im März wurde die Recovery zusätzlich durch einen weiteren Faktor, nämlich

die wieder gestiegene Verzinsung des Basisportfolios und damit eines insgesamt positiven Beitrags des Anleiheportfolios, unterstützt. Diese höhere Grundverzinsung bietet auch zukünftig einen zusätzlichen Puffer in Phasen von Marktstress.

## **Juni: Positive Rendite auch bei niedrigen Volatilitäten**

Eine zweite sehr interessante Phase zeigt sich seit Ende Mai. Nach bereits niedrigen Volatilitäts-Niveaus von rund 18% in den USA und rund 20% in Europa fiel die implizite Volatilität auf Tiefstände von rund 14% und verharrte im Juni auf diesem niedrigen Niveau. Hierbei spielt neben dem einsetzenden tendenziell eher ruhigeren Sommerhandel auch ein technischer Aspekt eine Rolle. So führt das Exposure der großen Banken und Market Maker dazu, dass diese Marktteilnehmer den Markt durch das Hedging ihrer Positionen „beruhigen“. Technisch gesprochen sind die auch als „Dealer“ bezeichneten Handelstische „Long Gamma“ und kaufen somit Aktien wenn der Markt fällt und verkaufen diese bei Marktanstiegen. Das Hedging ihrer aktuell überdurchschnittlich großen Positionen senkt also die realisierte Volatilität.

Diese ausgleichenden Transaktionen der Dealer führten über den Monat und insbesondere am Ende des Monats zu sehr niedrigen realisierten Volatilitäten. Den Großteil des Monats lag die realisierte Schwankung nur bei gut 10%, am Monatsende sogar nur im niedrigen einstelligen Bereich. In Folge der nur sehr geringen Marktbewegungen sank dann nach und nach auch die implizite Volatilität und markierte neue Tiefs seit dem März 2020. Trotz niedriger absoluter Werte der impliziten Volatilität war die Risikoprämie auch im Monat Juni immer noch deutlich positiv. Die Marktteilnehmer fordern also immer noch eine auskömmliche Risikoprämie, auch wenn sich in den ohnehin schwankungsarmen Sommermonaten die implizite Volatilität zumindest vorübergehend auf niedrigem absolutem Niveau einpendelt.

Ziel der Strategie ist die Vereinnahmung der Differenz aus impliziter und realisierter Volatilität. Niedrige implizite Volatilitäten ausgelöst durch noch stärker rückläufige realisierte Volatilität stellen also ein weiterhin positives Umfeld dar. Dieses Phänomen konnte im Juni beobachtet werden und trotz sehr niedriger absoluter Werte konnte eine sehr attraktive Performance erzielt werden.

Selbstverständlich ist aber auch damit zu rechnen, dass bei sinkenden Positionen der Dealer dieser marktberuhigende Effekt nachlassen wird bzw. neue Nachrichten wieder zu mehr realisierter Volatilität an den Aktienmärkten führen können. Dies war z.B. auch im Jahr 2021 der Fall als zwischenzeitliche Phasen niedrigerer realisierter Schwankungen zu niedrigen impliziten Volatilitäten führten, diese jedoch auch immer wieder durch scharfe Anstiege auf weit über 30% unterbrochen wurden. 2021 war insgesamt ein sehr gutes Jahr für Volatilitäts-Strategien und durch eine sehr hohe Risikoprämie geprägt.

## **Zusammenfassung und Ausblick**

In der Summe ergibt sich aus den ersten sechs Monaten in den verschiedenen Marktphasen eine Performance von 7,2%. Somit war das erste Halbjahr 2023 (annualisiert) sogar noch besser als das Gesamtjahr 2021, das mit einer Rendite von rund 13% abgeschlossen wurde.

Aber wie geht es weiter? Wie ist der Ausblick für die Assetklasse Volatilität? Die durchschnittlichen Volatilitätsniveaus des ersten Halbjahrs 2023 und des Jahres 2021 sind, bis auf den starken Rückgang im Juni 2023, nahezu identisch. Niedrige absolute Niveaus sind also nicht gleichbedeutend mit sinkenden Ertragsersparungen.

Denn trotz aktuell niedriger impliziter Volatilitäten ist der überlagernde Trend seit dem Jahr 2020 weiter intakt: Einem geringeren Angebot steht eine starke Nachfrage gegenüber. Dies führt zu deutlich höheren Risikoprämien. Zwar führt die sehr gute Entwicklung von Volatilitätsfonds wieder zu größerem Interesse an der Assetklasse, wenn auch auf viel niedrigerem Niveau. Dem steht aber eine weiterhin wachsende Nachfrage nach Absicherung gegenüber. Die steigenden Zinsen führen zusätzlich zu sinkenden Anlagesummen in alternativen, einkommensgenerierenden Investmentkonzepten. Vergleicht man die gegenläufigen Entwicklungen überwiegt der Zinseffekt und die Assetklasse Volatilität verzeichnet eher Abflüsse. Gerade die Entwicklung am Zinsmarkt kann somit zu einem entscheidenden Faktor bei der Fortsetzung des sehr vorteilhaften Umfelds der Assetklasse Volatilität sein.

Vor diesem Hintergrund ist eine weiterhin überdurchschnittliche Volatilitäts-Risikoprämie wahrscheinlich. Dies gilt auch dann, wenn es zwischenzeitlich zu ansteigenden realisierten Volatilitäten kommt. Gerade diese Phasen haben in den letzten drei Jahren dafür gesorgt, dass die Nachfrage hoch bleibt und die impliziten Volatilitäten immer wieder ansteigen. So konnten immer auch hohe Prämien vereinnahmt werden. Kommt es zu keinem ausgeprägten Risk-off-Event, liegt die Ertragserwartung der Derivatekomponente plus der aktuell hohen Verzinsung des Basisportfolios auch zukünftig bei mehr als 7% p.a. Somit stellt die Ertragserwartung der Assetklasse Volatilität absolut und auch im Vergleich zu anderen Anlageklassen ein attraktives Investment dar und kann zusätzlich eine diversifizierende Wirkung im Portfolio haben, wie die Strategie im Jahr 2022 eindrucksvoll bewiesen hat.

Die aktuell niedrige Volatilität lässt den 2023er Durchschnitt zwar aktuell leicht unter den von 2021 fallen, nichtsdestotrotz bietet sich der Vergleich an. In 2021 erzielte der Lupus alpha Volatility Risk-Premium eine Gesamtperformance von 13%. Natürlich lässt sich daraus keine Prognose für das restliche Jahr 2023 ableiten. Allerdings gibt es eine gute Indikation dafür, was unter der Annahme eines weiterhin moderat verlaufenden Jahres am Kapitalmarkt realistisch wäre.

Hinsichtlich der aktuell sehr niedrigen impliziten Volatilität und damit auch dem vergleichsweise geringen Puffer gegen stärkere realisierte Volatilität am Aktienmarkt haben wir unser Portfolio bereits defensiver aufgestellt. Sollte sich das Volatilitätsniveau wieder normalisieren, werden wir diese Positionierung anpassen.

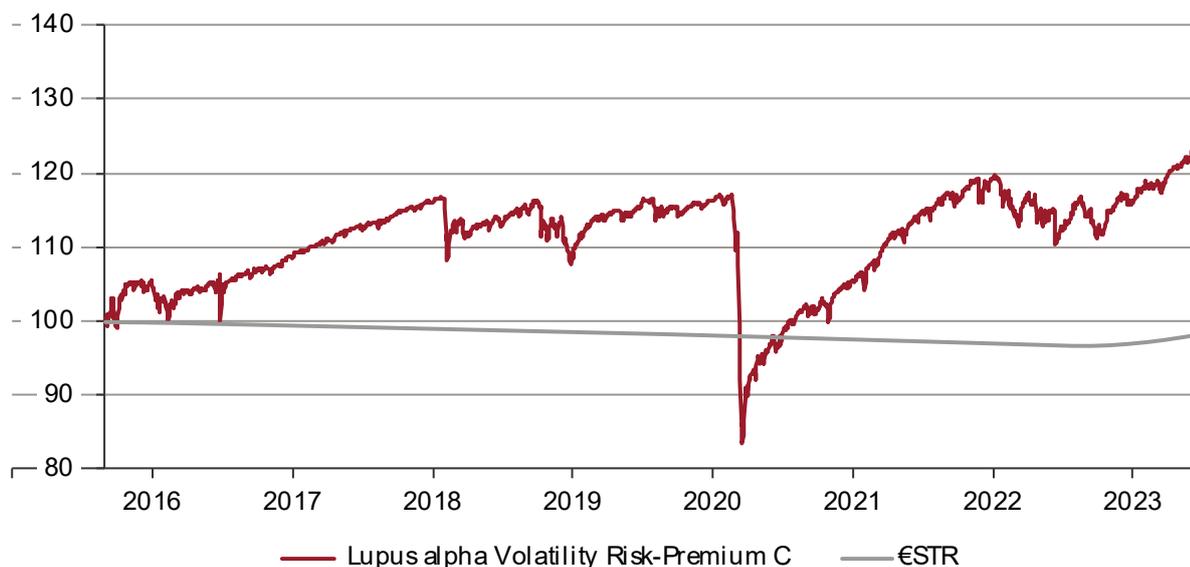
Wir sind überzeugt davon, dass man mit Volatilitäts-Strategien auch zukünftig das Portfolio weiter diversifizieren kann. Insbesondere die letzten 2,5 Jahre haben gezeigt, dass man mit der Vereinnahmung der Volatilitäts-Risikoprämie überdurchschnittliche risikoadjustierte Renditen erzielen kann. Daher sollte diese in keinem gut diversifizierten Portfolio fehlen.

Tabelle 1: Performance der Aktienmärkte und des Lupus alpha Volatility Risk-Premiums seit 2021

Zeitraum: 31.12.2020 – 30.06.2023	Lupus alpha Volatility Risk-Premium C	S&P 500 (Total Return)	Euro Stoxx 50 (Net Return)	MSCI World 100% Hedged to EUR
Performance	17,8%	24,0%	31,5%	15,7%
Volatilität	6,2%	18,3%	18,7%	15,2%
Sharpe Ratio	<b>1,04</b>	<b>0,48</b>	<b>0,60</b>	<b>0,38</b>
Max. Drawdown	-7,7%	-24,5%	-23,7%	-23,7%

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; Betrachtungszeitraum: 31.12.2020 – 30.06.2023

Grafik 6: Performance des Lupus alpha Volatility Risk-Premiums C seit Auflage



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; Betrachtungszeitraum: 30.08.2015 – 30.06.2023; alle Angaben zu der Performance sind nach Kosten und Management-Fee in EUR. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklungen.

#### DISCLAIMER:

#### Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklungen.

Es handelt sich hierbei um Fondsinformationen zu allgemeinen Informationszwecken. Die Fondsinformationen ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Information oder Beratung. 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 wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die vollständigen Angaben zu dem Fonds sowie dessen Vertriebszulassung sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. dem Basisinformationsblatt, 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 das Basisinformationsblatt, 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 [info@lupusalpha.de](mailto:info@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 das Basisinformationsblatt 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 Fondsinformation 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