

Zeitschrift für das gesamte
REDITWESEN

77. Jahrgang · 15. August 2024

16-2024

**Digitaler
Sonderdruck**

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019

2024

**INSTITUTIONELLES
ASSET MANAGEMENT**

**Volatilitätsstrategien reklamieren
ihren Stammplatz im Portfolio**

Alexander Raviol / Mark Ritter

**ALIAS
FONDS**

Alexander Raviol / Mark Ritter

Volatilitätsstrategien reklamieren ihren Stammpplatz im Portfolio

Es gibt Momente, in denen sich die Welt in „vorher“ und „nachher“ teilt, auch an den Kapitalmärkten. Für Volatilitätsstrategien ist das Jahr 2020 ein solcher Moment: Das Coronajahr war für diese Assetklasse eines der schwersten. Viele Anbieter von Absicherung gegen Volatilität (siehe Kasten) hat es im Zuge der Corona-Krise und der im historischen Vergleich extremen Volatilitäten aus dem Markt gespült. Angesichts des seitdem deutliche verringerten Angebots an Absicherungsprodukten profitieren die verbliebenen Anbieter von höheren Prämien. Dank dieser Entwicklung konnten Volatilitätsstrategien ihre damaligen Verluste in kurzer Zeit wieder aufholen (siehe Abbildung 1), sie wurden weiterentwickelt und ihr Diversifikationseffekt macht sich seither noch deutlicher bemerkbar als zuvor – 2022 zum Beispiel.

Damals teilte die extrem scharfe Zinswende die Zeitrechnung am breiteren Kapitalmarkt in ein „vorher“ und „nachher“. Die in der Folge hohe Korrelation von Aktien und Anleihen stellte viele Anleger vor große Herausforderungen, gemischte Mandate erlitten sehr hohe Verluste. Im Gegensatz dazu haben Volatilitätsstrategien geliefert – und so eindrucksvoll ihren Stammpplatz in der Asset Allocation demonstriert: Während Aktien und Anleihen das Jahr mit jeweils deutlich zweistelligen Verlusten im Minus beendeten, ließen sich mit der Volatilitätsrisikoprämie (VRP) positive Erträge erzielen. Allein das in jeder Volatilitätsstrategie unterlegte Bondportfolio war noch negativ verzinst und drückte die Rendite – ein Effekt, der sich heute in Rückenwind für diese Strategien gedreht hat.

Über die vergangenen beiden Jahre 2022 und 2023 betrachtet liegen Anleihen heute immer noch teils deutlich im Minus. Mit Volatilitätsstrategien ließen sich dagegen über beide Jahre sehr stabil Erträge erzielen, womit sie in diesem Zeitraum besser als globale Aktien und viel besser als die breiten Anleihemärkte abschlossen.

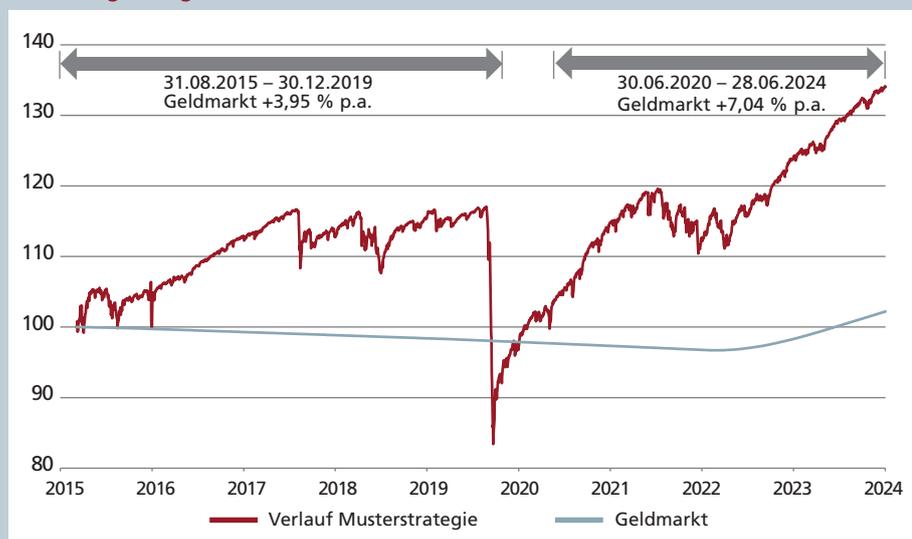
Die hier behandelte Ausprägung von Volatilitätsstrategien profitieren von der VRP und grenzen sich damit von Strategien ab, die als Absicherungskonzepte konstruiert sind und bei steigender Volatilität im Wert steigen. Solche Ansätze profitieren zwar in Krisenphasen, aber auf lange Sicht sind die Kosten der Absicherung größer als die zwischenzeitliche Wirkung der Absicherung. Wer langfristig Erträge erzielen will, muss sich auf die VRP fokussieren. Es sind insbesondere vier Aspekte, in denen sich diese Strategien entscheidend weiterentwickelt haben:

- Angebot und Nachfrage haben sich verändert;
- die Volatilitätsrisikoprämie ist gestiegen;
- das Zinsumfeld unterstützt die Volatilitätsstrategien;
- neue Möglichkeiten im Risikomanagement.

Aspekt 1: Angebot runter, Nachfrage rauf

Ganz wesentlich für die Ertragsaussichten der Assetklasse sind Angebot und Nachfrage nach Absicherung gegen hohe

Abbildung 1: Nach dem Markteinbruch 2020 ist die Volatilitätsrisikoprämie stark angestiegen (in Prozent)



Beispielhafte Volatilitätsstrategie. Vergleich vor und nach 2020.

Quelle: Lupus alpha, Bloomberg, Stand 28.06.2024

Volatilität. Als angesichts der extremen Marktschwankungen viele Anbieter von Absicherung 2020 aus dem Markt fielen, darunter auch viele Investmentfonds die geschlossen wurden, ging das Angebot an Absicherungsprodukten stark zurück. Zusätzlich wählten viele der verbliebenen Anbieter defensivere Konzepte zur Vereinnahmung der VRP. Damit verknappten sie das Angebot zusätzlich. Bis heute hat es sich nicht auf Vor-Corona-Niveau erholt (siehe Abbildung 2).

Gegenläufig zum reduzierten Angebot hat die Nachfrage nach Absicherung in Form von impliziter Volatilität seit 2020 stark zugenommen. Das liegt unter anderem am hohen Bedarf vieler institutioneller Investoren nach verlässlichen Hedging-Ansätzen, aber auch an der verstärkten Nutzung von Optionen bei Privatanlegern.

Dieser Trend ist an den gehandelten Volumina von Optionen zum Beispiel auf den S&P 500 abzulesen. Ihr Anstieg ist ein Indiz für die Nutzung von Optionen durch immer mehr Marktteilnehmer. Der

Das belohnt die verbliebenen Vola-Investoren mit hohen Renditen. So konnte die Strategie von Lupus Alpha das Jahr 2023 mit plus 11,7 Prozent im Gesamtportfolio abschließen, wobei über 8 Prozent allein der vereinnahmten VRP zuzurechnen sind.

Aspekt 3: Bondportfolio gibt Rückenwind

Dabei ist zu beachten: Die Höhe der Risikoprämie allein ist nicht gleichbedeutend mit der Ertragserwartung einer Volatilitätsstrategie. Neben der Höhe der Risikoprämie beeinflusst auch das Exposure zur Risikoprämie die Rendite. Je mehr Exposure eingegangen wird, desto höher das Renditepotenzial, desto höher aber auch das Risiko. Indem mehr oder weniger Optionen verkauft werden, lässt sich das Risiko einer Volatilitätsstrategie frei skalieren.

Wie schon erwähnt, setzen sich Volatilitätsstrategien aus zwei Bausteinen zusammen: Zum einen aus Derivaten, mit

„Noch Anfang des Jahres waren sieben Zinssenkungen der US-Notenbank Fed eingepreist.“

Effekt vom geringeren Angebot und der im Vergleich dazu hohen Nachfrage auf die Höhe der VRP ist intakt.

Aspekt 2: Risikoprämien rauf

Ein weiterer Grund für die anhaltend hohe VRP: Die hohen Zinsen haben dazu geführt, dass viel Investorenkapital zurück in Anleihen und sonstige festverzinsliche Wertpapiere geflossen ist. Alternativen Ansätzen wie Volatilitätsstrategien steht damit weniger Kapital zur Verfügung, um Absicherung gegen Volatilität zum Beispiel in Form von Optionen am Markt verkaufen zu können.

In Summe ist die Assetklasse noch immer kleiner als vor 2020. In der Assetklasse Volatilität herrscht keinesfalls Euphorie.

denen sich die VRP vereinnahmen lässt. Manche Strategien setzen hier auf außerbörslichen Handel, Lupus alpha nutzt ausschließlich hochliquide börsengehandelte Derivate. Zum anderen aus einem Bondportfolio, in dem das vorhandene Cash investiert ist. Nach vielen Jahren negativer Renditen kann dieses Portfolio seit 2022 einen positiven Beitrag zur Gesamtrendite leisten. Damit gehören Volatilitätsstrategien zu den großen Gewinnern der Zinswende. Statt einem negativen Beitrag von zuvor etwa minus 0,5 Prozent konnte ein mit hochwertigen Anleihen bestücktes Bondportfolio im vergangenen Jahr einen Ergebnisbeitrag von rund 3,4 Prozent liefern. Diese im Vergleich zu den Vorjahren sehr viel höhere Verzinsung führt neben den überdurchschnittlichen Ertragserwartungen der reinen Volatilitätskomponente



Alexander Raviol

Partner und CIO Derivative Solutions, Lupus alpha Asset Management AG, Frankfurt am Main



Mark Ritter

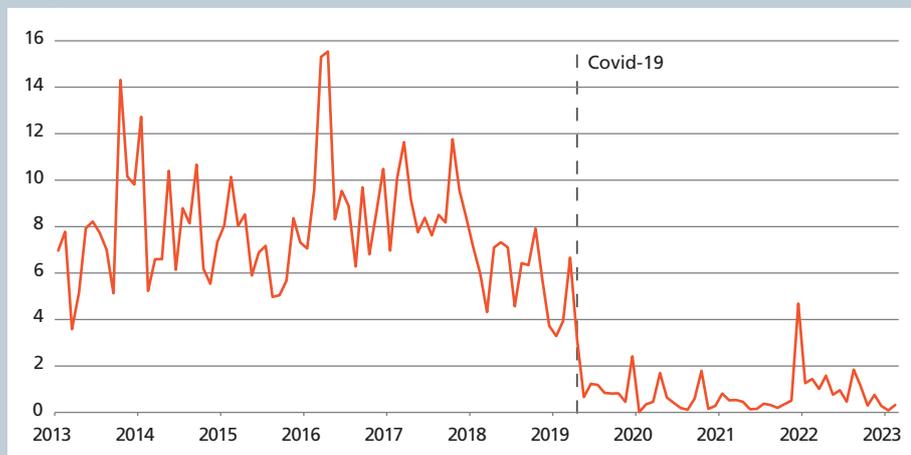
Portfolio Manager Derivative Solutions, Lupus alpha Asset Management AG, Frankfurt am Main

Viele Kapitalmarktteilnehmer scheuen zu hohe Volatilität in ihren Portfolios. Häufig sind hier gerade den institutionellen Vermögen enge Grenzen gesetzt. Um das Risiko einzugrenzen oder auch regulatorische Erfordernisse einzuhalten, sind sie bereit, eine Prämie zu bezahlen, die Volatilitätsrisikoprämie. Diese Prämie zu vereinnahmen, darauf haben sich Volatilitätsstrategien spezialisiert. So ergänzen sie laut den Autoren Portfolios mit ihrem versicherungssähnlichen Charakter um einen alternativen Renditetreiber. Das Coronajahr 2020 mit seinen auch im historischen Vergleich extremen Marktausschlägen war laut Alexander Raviol und Mark Ritter für diese Strategien eine Zäsur. Die damalige Krise hat bis heute zu höheren Renditen geführt, weil die Prämien stark anstiegen. 2022 konnte Volatilität ihren Stammplatz in der Asset-Allokation reklamieren, als sie bei stark fallenden Aktien- und Anleihemärkten mehr Stabilität ins Portfolio brachte. Damit, sagen die Autoren, ist sie zu einer in Krisen bewährten Anlageklasse gereift. (Red.)

dazu, dass die absolute Renditeerwartung der Assetklasse Volatilität heute nachhaltig höher liegt als in den Jahren der Niedrigzinsen. Im laufenden Jahr ist aus sicheren Anleihen ein ähnlicher Ergebnisbeitrag zu erwarten.

Sichere Anleihen bieten sich an, um die VRP von anderen Risikoprämien sauber getrennt zu lassen, weil eine Vermischung mit Ausfall- und Durationsrisiken

Abbildung 2: Angebot am Volatilitätsmarkt gesunken (Vega in Mill. US-Dollar)



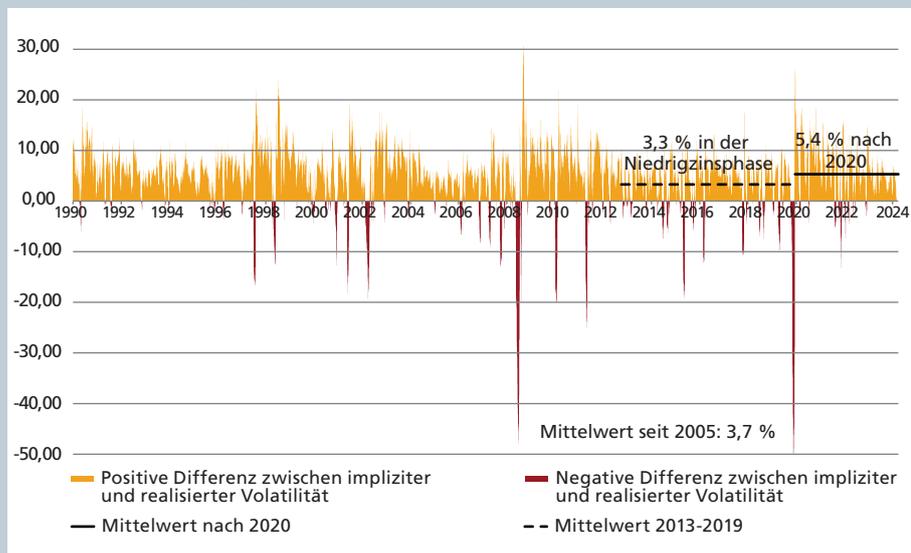
Täglich gehandeltes Volumen von Variance Swaps auf den S&P 500 in Millionen US-Dollar als beispielhaftes Maß für die Angebotsseite von Volatilität.
Quelle: Société Générale Derivatives Research, Daten rollierend ein Monat; Dez. 2012 bis Dez. 2023

ihre diversifizierende Wirkung im Gesamtportfolio verwässern würde. Die Strategie von Lupus alpha nimmt deshalb nur sehr sichere Anleihen wie Pfandbriefe mit etwa einjähriger Restlaufzeit ins Bondportfolio. Daneben wird auch das Aktienmarktrisiko in der Strategie konsequent neutralisiert.

Volatilitätsstrategien zeichnen sich durch einen vergleichsweise stabilen

Einkommensstrom und einen entsprechend stetigen Performance-Pfad aus. Dies gilt auch bei moderaten Marktrückgängen und sogar in einem Jahr wie 2022. Bei plötzlichen Markteinbrüchen jedoch neigen sie zu Verlusten (siehe Abbildung 1). Mittlerweile haben sich neue Instrumente etabliert, mit denen sich diese Rückschläge wirksam eindämmen lassen. So kann der Trend zu mehr Fälligkeiten an den Derivatebörsen so-

Abbildung 3: Die Differenz aus realisierter und impliziter Volatilität bleibt auf hohem Niveau (in Prozent)



Betrachtungszeitraum: Apr. 1990 bis Juni 2024. Betrachtung der Volatilität: Mittelwert S&P 500 und Euro Stoxx 50 (vor 01.01.1999: ausschließlich S&P 500).
Quelle: Bloomberg, Berechnungen A. Raviol/M. Ritter

wie zu hochliquiden kurzen Laufzeiten genutzt werden, um Volatilitätsfonds insgesamt robuster aufzustellen.

Aspekt 4: Extrem- und Übernachtrisiken runter

Denn jetzt ist es möglich, sein Marktrisiko über noch mehr Optionsfälligkeiten zu streuen. Mehr Laufzeiten führen zu einem Portfolio, das sich sehr schnell an Marktentwicklung anpassen kann. Auch das Tail-Risiko eines plötzlichen starken Markteinbruchs wird mit kürzeren Restlaufzeiten reduziert. Im Ergebnis führen mehr Fälligkeitstermine und kürzere Optionslaufzeiten zu einem sehr viel stabileren Portfolio bei zugleich unveränderter Ertragserwartung. Nicht zuletzt erzeugen die zusätzlichen Käufer von kurzlaufenden Optionen wiederum Nachfrage nach Volatilität und unterstützen damit die VRP.

Zusätzlich lässt sich das Drawdown-Risiko mit einem Tail-Hedge reduzieren. Weil mit diesem Instrument nur Extremereignisse wie 2020 abgesichert werden, sind die Kosten 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 sinkt. Vergleicht man die heutige Portfoliokonstruktion der Lupus-alpha-Strategie mit den zur Corona-Krise verfügbaren Instrumenten und Laufzeiten, wäre der damalige Verlust um mehr als 50 Prozent geringer ausgefallen – ein erheblicher Fortschritt in dieser Anlageklasse. Eine höhere absolute Ertragserwartung steht heute einem reduzierten Risiko in Extremphasen gegenüber.

Drawdown-Risiko reduzieren

Im Drawdown-Verhalten von Vola-Strategien liegt zudem ein weiterer Diversifikationseffekt: Bei Aktien weiß man nie, wie es nach einem Markteinbruch weitergeht, bei Vola-Strategien zumeist schon, denn die Erholungsphase verläuft typischerweise sehr schnell. Die Pa-



nik an den Märkten ist heftig, aber die Volatilitätsmärkte passen sich schnell an und die Strategie vereinnahmt wieder eine hohe VRP. Wenn es nur eines gibt, das Anleger aus 2020 und den Jahren danach mit Blick auf Volatilitätsstrategien mitnehmen können, dann das: Nicht nur in ruhigen Marktphasen, sondern auch und gerade nach einem Markteinbruch ist ein idealer Zeitpunkt, zu investieren.

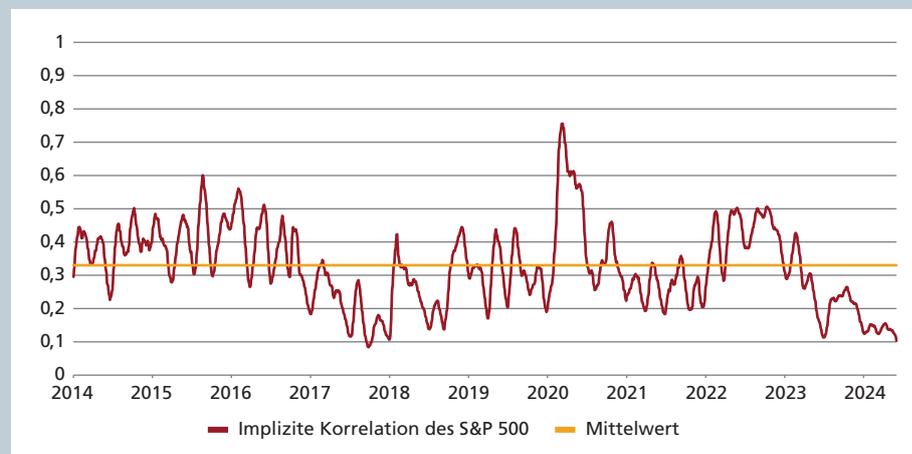
Aktuell fragen sich viele Investoren, wie sich die derzeit extrem niedrige Volatilität auf die VRP auswirkt. Grundsätzlich leben Vola-Strategien zwar nicht vom absoluten Niveau, sondern von der Differenz zwischen realisierter und impliziter (erwarteter) Volatilität (siehe Abbildung 3). Allerdings ist diese Differenz, also die Risikoprämie, bei höheren Niveaus tendenziell größer. Doch die realisierten Volatilitätsniveaus haben sich zuletzt nahe ihrer historischen Tiefstände eingependelt. In den USA lagen sie im S&P 500 Index im Juni bei nur rund 6 Prozent. Dies führt in der Regel zu eher niedrigen impliziten Volatilitäten – in den USA aktuell in der Region von etwa 12 Prozent. Die Risikoprämie ist somit trotz des niedrigen Niveaus immer noch hoch.

Aktuelle Herausforderung: niedrige Volatilität

Die niedrige Volatilität überrascht angesichts der makroökonomischen und geopolitischen Entwicklung und der damit verbundenen hohen Unsicherheit an den Märkten. Die Erklärung: Die tatsächliche Schwankung am Aktienmarkt ist eigentlich viel höher, als es die Index-Volatilität glauben macht. Zwar bewegen sich die Kurse der einzelnen Aktien innerhalb der Indizes stark, doch die Korrelation zwischen ihnen ist ungewöhnlich niedrig (siehe Abbildung 4). In den vergangenen 30 Jahren gab es keinen Zeitraum, in dem die Korrelation zwischen den Sektoren des S&P 500 niedriger war als jetzt.

Die oftmals gegensätzlichen Bewegungen einzelner Branchen und Unternehmen dämpft die Schwankung der Indi-

Abbildung 4: Die Korrelation zwischen US-Aktien ist extrem niedrig



Erwartete Korrelation für den kommenden Monat der 50 größten Titel (Top 50) im S&P 500
Quelle: Bloomberg, Stand: 28.06.2024

zes selbst. Für Vola-Strategien ist das relevant, weil sie gerade keine Einzelaktien als Basiswert ihrer Optionen wählen, sondern sich auf Indexebene bewegen – Lupus alpha verkauft zum Beispiel Optionen auf den S&P 500 und den Euro Stoxx 50.

Beitrag der Volatilität zur Gesamrendite

Die gute Nachricht für Investoren: Trotz der sehr niedrigen absoluten Volatilitätsniveaus ist die Risikoprämie im bis-

herigen Jahresverlauf 2024 mit etwa 4 Prozent weiterhin überdurchschnittlich hoch. Und wie schnell die Volatilität nach oben ausbrechen kann, zeigte der erste Wahlgang in Frankreich Ende Juni 2024, auf dessen Ergebnis die implizite Volatilität sofort reagierte. Die Märkte haben sich an diese Entwicklung quasi über Nacht angepasst, was auch die Volatilitätsrisikoprämie wieder auf ein höheres Niveau brachte.

Damit bleibt der Beitrag der Volatilität zur Gesamrendite (Derivate plus Bondportfolio) von Volatilitätsstrategien

So funktioniert Volatilität als eigene Anlageklasse

Volatilitätsfonds stellen für andere Teilnehmer am Kapitalmarkt einen Versicherungsschutz gegen unerwartet hohe Marktschwankungen bereit. Für diese Risikoübernahme werden sie mit regelmäßigen Prämieinnahmen entlohnt. Diese Prämien reichen wie bei einer klassischen Versicherung aus, um Schadensfälle auszugleichen und darüber hinaus hohe Überschüsse zu erzielen.

Die Risikoprämie ergibt sich daraus, dass die implizite, also vom Markt erwartete Volatilität im langfristigen Durchschnitt höher ist als die dann tatsächlich eingetretene Schwankung. Diese auch als Volatilitätsrisikoprämie be-

zeichnete Differenz ist der Werttreiber von Volatilitätsstrategien.

Die Volatilitätsrisikoprämie ist einer der wenigen „echten“ alternativen Risikoprämien. Sie ist eine seit 30 Jahren etablierte, stabil am Markt zu beobachtende Ertragsquelle und empirisch sowie theoretisch sehr gut belegt. Mit dem systematischen Verkauf von Optionen, also von impliziter Volatilität, lässt sich die Risikoprämie vereinnahmen. Im Rahmen einer breiten Kapitalanlage bieten Volatilitätsstrategien neben ihrer attraktiven Ertragsquelle zusätzliche Diversifikation und damit eine Verstärkung der Gesamrendite.

deutlich positiv. Dies ist mit anderen Assetklassen ins Verhältnis zu setzen: US-Aktien zeigen sich zwar weiterhin stark, sind allerdings hauptsächlich von ganz wenigen sehr großen Technologieaktien getrieben, während der breite Markt und auch andere Regionen außerhalb

zunächst erwartet. Noch Anfang des Jahres waren sieben Zinssenkungen der US-Notenbank Fed eingepreist, jetzt könnte es auf maximal zwei hinauslaufen. Weil die Erwartungen nicht eingetroffen sind, korrigieren die Anleihe-notierungen. Vergleicht man Volatilität

spürbar positiven Beitrag im Kontext der breiten Kapitalanlage.

Volatilität liefert im Vergleich zuverlässig

Liegt die VRP auch künftig über den Werten der Jahre 2015 bis 2019 (siehe Abbildung 1), ist auch eine höhere mittelfristige Rendite aus der Prämie zu erwarten. Sie dürfte höher ausfallen als vor Corona, aber niedriger als in den vergangenen drei Jahren mit ihren extrem hohen Werten.

Allerdings addiert sich zum Beitrag der Derivatestrategie der Ertrag aus dem Bondportfolio von aktuell mehr als 3,5 Prozent. Insgesamt ergibt sich aus beiden Bausteinen die Erwartung auf eine weiterhin attraktive Gesamtrendite und das bei aktuell reduzierten Risiken. █

„Volatilität leistet weiterhin einen positiven Beitrag im Kontext der breiten Kapitalanlage.“

der USA zurückfallen. Fazit Aktien: Sie sind gut, aber nur, wenn man die ganz wenigen richtigen hat.

Viele Bondmärkte sind aktuell nur marginal im Plus beziehungsweise nach den schlechten Ergebnissen der Vorjahre auch im laufenden Jahr wieder im Minus, weil die Zinsen weniger sinken als

zum Beispiel mit High Yield zeigt sich, dass Hochzinsanleihen verglichen mit anderen Bond-Segmenten zwar vergleichsweise gut dastehen. Hier haben der hohe laufende Ertrag und die stark gesunkenen Spreads unterstützt. Die Performance reicht aber auch hier nicht an die Assetklasse Volatilität heran. Fazit: Volatilität leistet weiterhin einen