

Zwischen Risiko und Rendite

Optionssignale und klassische Faktoren in der taktischen Asset Allokation

Während die strategische Asset Allokation (SAA) die langfristige Gewichtung vorgibt, eröffnet die taktische Asset Allokation (TAA) die Möglichkeit, kurzfristige Marktineffizienzen auszunutzen. Durch gezielte Über- und Untergewichtungen können Investoren nicht nur zusätzliche Renditequellen erschließen, sondern auch Risiken gezielter steuern. Entscheidend ist dabei die Wahl der richtigen Signale. Bei IQAM Invest stehen zwei Gruppen im Vordergrund: optionsbasierte Signale, die die Erwartungen und Absicherungsbedürfnisse im Derivatemarkt widerspiegeln, sowie klassische Faktoren, die auf bewährten Anomalien wie Momentum und Carry beruhen. Beide Ansätze liefern komplementäre, weitgehend unabhängige Informationen und eröffnen gemeinsam einen differenzierteren Blick auf Risiko und Rendite.

Optionsbasierte Ansätze gewinnen an Bedeutung

Optionsbasierte Signale haben in den vergangenen Jahren stark an Bedeutung gewonnen, da sich aus Optionspreisen – die unter dem risikoneutralen Wahrscheinlichkeitsmaß Q bewertet werden – direkt ablesen lässt, wie professionelle Marktteilnehmer Risiken einschätzen und sich absichern. Besonders relevant sind hierbei die Varianz-Risikoprämie, die Skew-Risikoprämie, das Gamma Exposure sowie die aus Optionen abgeleiteten impliziten Korrelationen. Im Folgenden werden diese Prämien im Detail vorgestellt und ihre Bedeutung für die taktische Asset Allokation erläutert.

Varianz-Risikoprämie

Die Varianz-Risikoprämie (VRP) bezeichnet die Differenz zwischen der erwarteten (impliziten) Volatilität und der realisierten Volatilität. Sie spiegelt also die systematische Bereitschaft von Investoren wider, für die Versicherung gegen unerwartete Schwankungen eine Prämie zu bezahlen.

Über die letzten zwei Jahrzehnte hat sich ein breites Forschungsfeld entwickelt, das die VRP empirisch für unterschiedliche Märkte dokumentiert. Für den US-Aktienmarkt zeigen Bollerslev, Tauchen und Zhou (2009), dass die VRP robust negativ ist und auch eine kurzfristig signifikante Prognosekraft für Aktienrenditen besitzt. Zhou (2010) erweitert diese Evidenz, indem er die Dynamik der VRP mit makroökonomischer Unsicherheit verknüpft, um so die kurzfristige Vorhersagbarkeit von Aktien-, Anleihe- und Creditspreads zu erklären. Aber auch für Rohstoffe und Währungen ist ein stabil negatives Muster dokumentiert: Prokopczuk und Simes (2013) zeigen dieses für Commodities, während Trees (2017) die Relevanz impliziter Volatilitätsprämien für FX-Märkte betont.

Besonders bemerkenswert ist die Asset-übergreifende Persistenz: Heston und Todorov (2023) dokumentieren, dass die Varianz-Risikoprämien über Aktien, Anleihen, FX und Commodities hinweg konsistent negativ ausfallen und damit Ausdruck einer gemeinsamen Versicherungsnachfrage institutioneller Anleger sind. Gleichwohl gibt es aber ebenso episodische Abweichungen – so verzeichnete der S&P 500 während der COVID-Krise zeitweise eine positive VRP, welche die überzogene

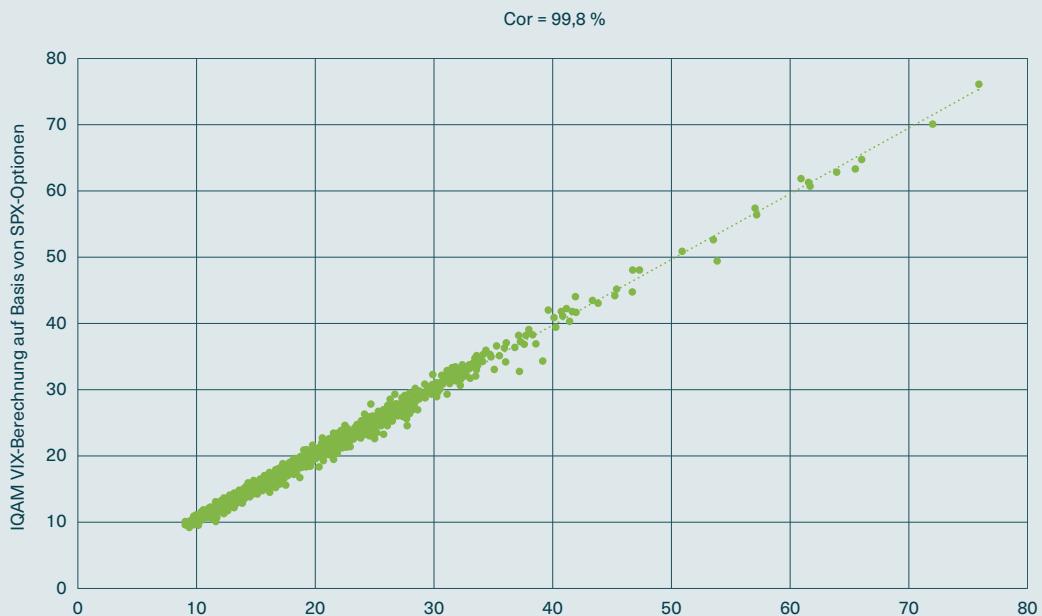


Abbildung 1: CBOE VIX und IQAM VIX im Direktvergleich
Zeitraum: 01.01.2015 bis 30.09.2024

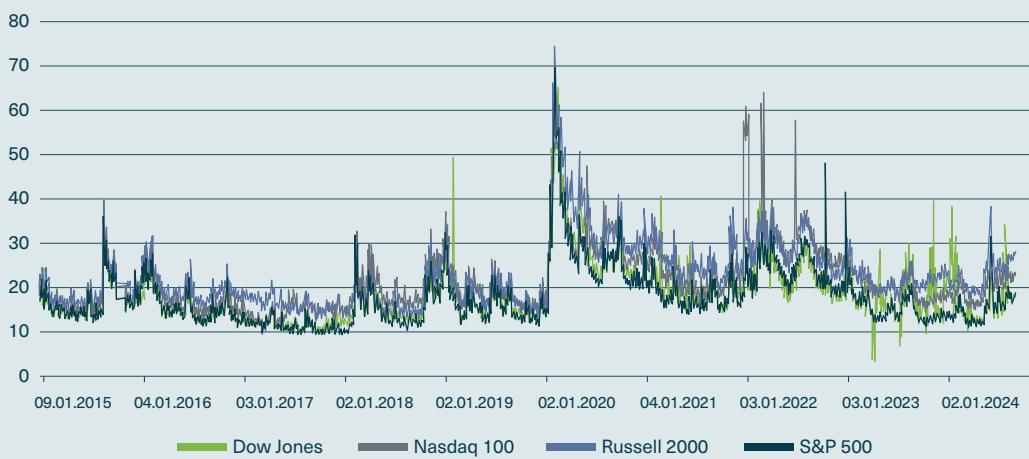


Abbildung 2: US-Aktienmarkt-Volatilität im Fokus
Zeitraum: 01.01.2015 bis 30.09.2024

Quellen: IQAM Invest

Risikoaversion in Stressphasen deutlich widerspiegelt.

Für die taktische Asset Allokation lassen sich aus der VRP zwei komplementäre Lesarten ableiten:

- Risikoquelle: Eine stark negative VRP signalisiert erhöhte Risikoaversion und spricht für eine Untergewichtung risikobehafteter Assets.
- Ertragsquelle: Da die Optionsmärkte Risiken meist überschätzen, eröffnet der Verkauf von Volatilität (direkt oder indirekt über Übergewichtungen in Risky Assets) die Möglichkeit, die systematisch gezahlte Versicherungsprämie zu vereinnahmen.

Abbildung 1 zeigt ein Streudiagramm, die den CBOE VIX (Chicago Board Options Exchange Volatility Index) mit dem von IQAM Invest berechneten VIX vergleicht. Mit einer Korrelation von 99,8 % sind die beiden Zeitreihen nahezu identisch. IQAM Invest ist daher in der Lage aus Indexoptionen verschiedener Indizes mit liquiden Optionsmärkten die jeweiligen VIX-Indizes selbst zu berechnen (siehe Abbildung 2 für US-Aktien). In weniger liquiden Optionsmärkten approximieren wir die Volatilitätsoberfläche mithilfe des Rough-Bergomi-Modells.

Während die Literatur die Evidenz bisher überwiegend innerhalb einzelner Assetklassen untersucht hat (z. B. Aktien: Bollerslev, Tauchen & Zhou, 2009; Anleihen: Zhou, 2010; Rohstoffe: Prokopczuk & Simen, 2013; FX: Trees, 2017), besteht ein Innovationsbeitrag unseres IQAM-Ansatzes darin, diese Signale erstmals konsistent in einem Multi-Asset-TAA-Framework zu kombinieren. Damit gelingt es, nicht nur die Rendite-Risiko-Eigenschaften einzelner Märkte zu verbessern, sondern auch Cross-Asset-Signale zu nutzen, die in ihrer Orthogonalität zusätzliche Allokationsgewinne versprechen.

Skew Risikoprämie

Neben der Varianz spielt auch die Asymmetrie der Renditeverteilung eine wichtige Rolle. Die sogenannte Skew Risikoprämie basiert auf den risikoneutralen Momente-Schätzungen von Bakshi, Kapadia und Madan (2003), mit denen sich aus Optionspreisen Maße für die erwartete Skewness (Schiefe) sowie Tail-Risiken (Extremrisiken) ableiten lassen.

Rehman und Vilkov (2012) belegen, dass die optionsimplizierte Skewness Vorhersagekraft für zukünftige Aktienrenditen besitzt. Aktien mit hoher positiver impliziter Skewness schneiden im Durchschnitt besser ab als jene mit negativer Skewness. Ähnlich dokumentieren Baltas und Salinas (2019) für ein breites Spektrum von Assetklassen, dass negativ skewed Assets höhere erwartete Renditen als Kompensation für Tail-Risiken bieten.

In der TAA ist diese Erkenntnis ein wertvolles Werkzeug: Eine Zunahme negativer Skewness in Optionsmärkten kann ein Signal für bevorstehende Stressphasen sein, während positive Skewness Marktchancen signalisiert.

Gamma Exposure

Ein zunehmend beachteter Indikator ist das Gamma Exposure (GEX). Es misst, in welchem Ausmaß Optionshändler durch Absicherungsstrategien wie dem Delta-Hedging gezwungen sind, im Kassamarkt aktiv zu werden. Ein hohes GEX – also eine starke Optionsgamma-Position im Markt – wirkt in der Regel stabilisierend, da Händler Kursbewegungen durch gegenläufiges Hedging dämpfen. Niedrige oder gar negative Werte signalisieren hingegen potenzielle Instabilität, weil Hedging-Flows Kursbewegungen verstärken können.

Für die taktische Allokation liefert das GEX damit keinen direkten Renditehinweis, sehr wohl aber einen wertvollen Indikator für kurzfristige Marktstabilität – insbesondere bei Aktienindex-Allokationen. In der folgenden Abbildung wird dieser Zusammenhang verdeutlicht: Sie zeigt die Beziehung zwischen dem GEX zum Zeitpunkt t und den zukünftigen Monatsreturns des S&P 500 $t+1$. Auffällig ist die zylindrische Form der Punktwolke: Mit abnehmendem GEX steigt die Variabilität der Folgerenditen deutlich an. Zwar ergibt sich daraus keine verlässliche Prognose für die Richtung künftiger Renditen, doch ermöglicht der Indikator eine bessere Einschätzung der zu erwartenden Volatilität und damit eine fundiertere Risikosteuerung.

Implizite Korrelationen von Optionen & Betas

Bisher standen vor allem die implizierten Momente der Renditeverteilungen im Fokus, d. h. Erwartungswert, Volatilität und Schiefe. Für die Portfoliokonstruktion ist jedoch die Korrelationsstruktur



Abbildung 3: Prognosekraft von GEX (t) für zukünftige 1-Monats-Returns ($t+1$)
Zeitraum: 01.01.2015 bis 30.09.2024

Quelle: IQAM Invest

ebenso entscheidend, da sie die tatsächliche Diversifikationswirkung und damit das effektive Risikoprofil bestimmt. Buss und Vilkov (2012) zeigen, dass aus Optionen abgeleitete Korrelationen eine deutlich höhere Prognosekraft für systematische Risiken besitzen als historische Schätzungen.

Für Portfoliomanager ergibt sich daraus ein praktischer Vorteil: Implizierte Korrelationen von Optionen ermöglichen eine realistischere Einschätzung der Diversifikation, insbesondere in Stressphasen, wenn historische Korrelationen oftmals versagen. Gerade in Multi-Asset-Portfolios liefern sie frühzeitig Hinweise auf eine nachlassende Diversifikationswirkung.

IQAM Invest kombiniert innovative optionsbasierte Signale mit bewährten klassischen Faktoren

Während optionsbasierte Signale vor allem kurzfristige Markttimmungen und Absicherungsbedürfnisse widerspiegeln, liefern klassische Faktoren ein stabiles Fundament, das auf langjährig erforschten Faktorprämiens beruht. Erst die Kombination beider Ansätze – innovativer Optionssignale und bewährter Faktorprämiens – eröffnet eine besonders robuste Grundlage für die taktische Asset Allokation. Im nächsten Schritt betrachten wir daher die klassischen Signale im Detail, die seit Jahrzehnten als zentrale Treiber systematischer Outperformance gelten.

Momentum

Momentum zählt zu den robustesten und am besten dokumentierten Anomalien. Wertpapiere und Assetklassen mit starker Performance in der Vergangenheit tendieren dazu, ihre relative Stärke kurzfristig fortzusetzen.

Blitz und Van Vliet (2008) zeigen, dass Momentum nicht nur auf Einzelaktien, sondern auch auf Assetklassen-Ebene erhebliche Mehrerträge generiert. In ihrem Global-Tactical-Cross-Asset-Ansatz erzielen Long-Short-Portfolios basierend auf Momentum und Value rund 12 % p.a. bei stabiler Performance über mehrere Jahrzehnte.

Für die taktische Allokation eignet sich Momentum daher als wertvolles Signal zur Übergewichtung von Assetklassen mit relativer Stärke und zur Untergewichtung von schwachen Segmente. IQAM Invest setzt dabei auf risiko-adjustierte Varianten, die

Momentum mit den unterschiedlichen Volatilitäten der jeweiligen Assetklassen skalieren und so die Vergleichbarkeit über Assetklassen hinweg ermöglichen.

Value & Carry

Neben Momentum ist Value ein klassischer Treiber taktischer Allokation. Die Idee hierbei: Assetklassen mit attraktiven Bewertungskennzahlen (z. B. hohes Gewinn-Rendite-Verhältnis bei Aktien, hohe Realzinsen bei Anleihen) liefern langfristig Überrenditen.

Auch der Carry-Faktor spielt eine wesentliche Rolle, insbesondere bei Anleihen und Währungen. Er beschreibt die erwartete Rendite aus dem Halten eines Finanzinstruments bei unveränderten Preisen. Studien wie Asness, Moskowitz und Pedersen („Value and Momentum Everywhere“) zeigen, dass Value- und Carry-Signale ähnlich wie Momentum universell wirken und quer über Assetklassen hinweg nutzbar sind.

Für die taktische Allokation bedeutet dies eine wertvolle Ergänzung: Value und Carry liefern eher mittelfristige Signale, während Momentum deutlich kurzfristiger greift.

Fazit & Ausblick

Die taktische Asset Allokation lebt von der richtigen Signalauswahl. Optionsbasierte Kennzahlen wie VRP, Skewness, Gamma Exposure und implizite Korrelationen bieten tiefe Einblicke in die Erwartungen und Absicherungsstrategien der Marktteilnehmer. Sie sind vorwärtsgerichtet und eignen sich besonders zur Erkennung von Stressphasen und Tail-Risiken.

Klassische Faktoren wie Momentum, Value und Carry beruhen dagegen auf robusten Anomalien, die über Jahrzehnte empirisch bestätigt sind. Sie erfassen strukturelle Trends und Bewertungsunterschiede zwischen Assetklassen.

Die Forschung bei IQAM Invest zeigt, dass erst die Kombination beider Welten – forward-looking Derivatesignale und bewährte klassische Faktoren – zu stabileren, diversifizierteren und letztlich profitableren Allokationsstrategien führt. Damit entsteht ein Ansatz, der Risiko und Rendite gleichermaßen im Blick behält – und Investoren die nötige Flexibilität gibt, um in einem zunehmend komplexen Marktumfeld zu bestehen.

Heston, S. & Todorov, K. (2023): Exploring the Variance Risk Premium Across Assets
Bakshi, G., Kapadia, N. & Madan, D. (2003): Risk-Neutral Moment Estimators
Buss, A. & Vilkov, G. (2012): Measuring Equity Risk with Option-Implied Correlations
Rehman, Z. & Vilkov, G. (2012): Risk-Neutral Skewness: Return Predictability and Its Sources
DeMiguel, V., Plyakha, Y., Uppal, R. & Vilkov, G. (2012): Improving Portfolio Selection Using Option-Implied Volatility and Skewness
Baltas, N. & Salinas, G. (2019): Cross-Asset Skew
Blitz, D. & Van Vliet, P. (2008): Global Tactical Cross-Asset Allocation

Gabriel Kaiser, PhD
Research & Development
Executive bei IQAM Invest