

Signale neu gedacht

Der neue Multi-Asset-Prozess von IQAM Invest und seine Nähe zum Total Portfolio Approach.

Die Faktorsignale Value und Sentiment steuern seit Jahren systematisch und erfolgreich die Über- und Untergewichtung der Assetklassen in den Multi-Asset-Portfolios von IQAM Invest. Unser neuer Prozess erweitert die Signalbasis vor allem um vorwärtsgerichtete Optionsmerkmale, wählt Signalkombinationen datengetrieben und statistisch abgesichert aus und übersetzt sie diszipliniert in kundenindividuelle Portfolios. Diese Herangehensweise greift dabei viele Ideen auf, die unter dem Schlagwort „Total Portfolio Approach“ diskutiert werden.

Vom Signal zum Zielportfolio

Ausgangspunkt ist ein breites Anlageuniversum. In der Multi-Asset-Anwendung umfasst es zehn Assetklassen: Aktien USA, Europa, Pazifik und Emerging Markets, Staatsanleihen der Eurozone und der Welt außerhalb der Eurozone, High-Yield-Anleihen, Unternehmensanleihen in Euro, Entwicklungsländer-Anleihen in Lokalwährung sowie Rohstoffe.

Das Fundament des gesamten Prozesses ist eine strikte Point-in-Time-Disziplin: Jede Beobachtung trägt neben dem ökonomischen Datum auch ein Revisionsdatum. Dieses legt fest, ab wann die Information (z. B. ökonomische Zahlen, Finanzmarktdaten ...) tatsächlich verfügbar war und verwendet werden darf. Rückschau-Verzerrungen, eine häufige Quelle geschönter Backtests, sind so konstruktionsbedingt ausgeschlossen.

Jedes Signal liefert für jede Assetklasse eine direkt messbare Charakteristik. Danach werden die Assetklassen sortiert: Das oberste Drittel erhält positive, das unterste Drittel negative Gewichte, jeweils gleichgewichtet innerhalb der Extremgruppen. Aus diesen Long- und Short-Gewichten wird ein Faktor ertrag ermittelt, also die Renditedifferenz zwischen den attraktivsten und den unattraktivsten Assetklassen. Es handelt sich um eine reine Messgröße; tatsächlich leerverkauft wird dabei nichts. Anschließend werden die Faktoren kombinatorisch zu einer Vielzahl von Long-Short-Strategien verknüpft.

Der entscheidende Schritt ist die Selektion. Zu jedem Rebalancing-Termin entscheidet der Prozess datengetrieben, welche Strategien in die Zielallokation eingehen. Drei Sicherungen greifen ineinander:

- Eine Out-of-Sample-Validierung bewertet Strategien ausschließlich auf Daten, die nicht zur Kalibrierung dienen.
- Eine Redundanzreduktion fasst nahezu gleichlaufende Strategien zu Clustern zusammen.
- Eine strenge Signifikanzschwelle korrigiert die Vielzahl parallel getesteter Strategien.

Nur Kombinationen, deren Mehrertrag über das rollierende Fenster auch nach dieser Korrektur statistisch signifikant bleibt, kommen in die Zielallokation.

Wertentwicklung der Einzelfaktoren und der optimalen Faktorkombination

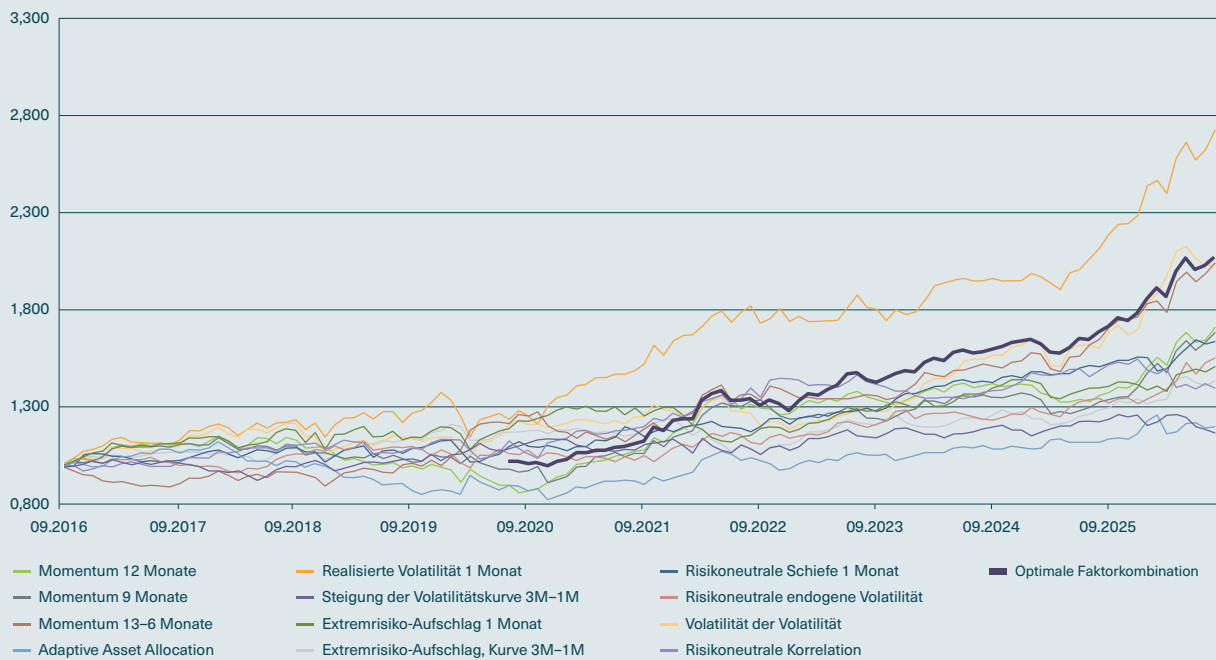


Abbildung 1: Wertentwicklung der Einzelfaktoren und der optimalen Faktorkombination
Quelle: IQAM Invest

Diese verbleibenden Strategien werden in ihre Faktorbestandteile zerlegt: Jede ausgewählte Strategie steuert ihre Long- und ihre Short-Faktoren bei, und häufig verwendete Faktoren dominieren die Allokation. So lenkt die Selektion über die Signifikanzschwelle die Gewichtung automatisch zu jenen Faktorkombinationen, die im jüngeren Marktumfeld tatsächlich funktioniert haben. Der Prozess passt sich damit laufend an das herrschende Regime an. Das Ergebnis ist die optimale Faktorkombination für den kommenden Monat – ein reines Long-Short-Zielfortfolio.

Der Prozess ist bewusst als flexible Architektur konzipiert: Dieselbe Pipeline läuft ebenso auf Währungs- oder Aktienuniversen; neue Signale, andere Haltedauern oder zusätzliche Assetklassen lassen sich ohne Eingriff in die Grundstruktur ergänzen.

Vier Signalfamilien

Die Stärke des Prozesses liegt in der Breite und Vielfalt der Signale, die sich in vier Familien gliedern.

Die erste Familie bilden preisbasierte Signale, also einfache und komplexere Kennzahlen aus den Kursbewegungen der Assetklassen selbst, etwa verschiedene Momentum-Varianten oder Varianzkennzahlen.

Die zweite Familie sind modellfreie Optionssignale. Sie nutzen

die Preise vieler gehandelter Optionen auf Indizes oder ETFs, um daraus risikoneutrale Erwartungen über die Verteilung künftiger Renditen zu bilden. So entstehen vorwärtsgerichtete Kennzahlen etwa zu Absturzrisiken oder Aufwärtspotenzial, welche die Einschätzungen und Absicherungsbedürfnisse professioneller Marktteilnehmer unmittelbar abbilden.

Die dritte Familie basiert auf dem Rough-Bergomi-Modell, mit dem die gesamte Volatilitätsfläche einer Assetklasse rekonstruiert wird. Die kalibrierten Parameter dieser Oberfläche dienen selbst als Signale.

Die vierte Familie umfasst traditionellere Kennzahlen wie Value- und Carry-Charakteristika. In der aktuellen Spezifikation werden sie vom Selektionsmechanismus nicht ausgewählt, bleiben aber grundsätzlich wertvolle Kandidaten – ein gutes Beispiel dafür, dass der Prozess selbst entscheidet, welche Information gerade trägt.

Abbildung 1 zeigt die kumulierte Wertentwicklung der Einzelfaktoren. Während einzelne Signale immer wieder Schwächephasen durchlaufen, glättet die laufend angepasste Kombination diese Schwankungen deutlich. Die ökonomische Logik der Diversifikation wird so auf Faktorebene statt nur auf Wertpapierebene angewendet. Die zugehörige Beitragsanalyse bestätigt, dass alle drei aktiven Signalfamilien auf der Long- wie der Short-Seite komplementäre, weitgehend unabhängige Informationen beitragen.

Kumulierte Wertentwicklung (30.06.2020 = 100)



Abbildung 2: Kumulierte Wertentwicklung des aktienlastigen Portfolios mit maximal 50 % Overlay gegenüber der strategischen Ankerallokation
Quelle: IQAM Invest

Vom Faktorportfolio zum Kundenportfolio

Das Zielportfolio ist mit 100 % Long- und 100 % Short-Positionen ein reines Faktorportfolio ohne weitere Restriktionen. Es dient als hypothetische Referenzgröße. Seine Stärke entfaltet es in der Anwendung: Es lässt sich auf jedes Risikoprofil und jede Ankerallokation aufsetzen, hier illustriert an einem aktienlastigen Profil.

Die erste Dimension dieser Anwendung ist die festgelegte Allokation als strategischer Anker. Ihre halbjährlichen Gewichts Anpassungen spiegeln die strategische Einschätzung von IQAM Invest für das jeweilige Risikoprofil wider und resultieren aus der regelmäßig im „Invest“- vorgestellten Szenarioanalyse. Die zweite Dimension ist die Toleranz, für zusätzliches Alpha-Potenzial ein begrenztes Zusatzrisiko einzugehen: Hier wird das Faktorportfolio um 50 % herunterskaliert und wirkt somit als Overlay von maximal 50 %.

Die Umsetzung übernimmt eine nichtlineare Optimierung: Sie bringt das Kundenportfolio der Faktor-Zielallokation so nahe, wie es die individuellen Vorgaben erlauben, unter Berücksichtigung aktueller Risikoschätzungen, eines Volatilitätsziels, einer Turnoverbegrenzung, von Verlustrisikogrenzen sowie Grenzen für Assetklassen und Assetklassengruppen. Das Portfolio folgt dem Signal also nur so weit, wie es das Risikoprofil des Anlegers zulässt. Die begleitende Übersetzungsanalyse vergleicht Monat für Monat die Änderungen der Zielallokation mit den tatsächlich

umgesetzten Änderungen im Kundenportfolio: Der größte Teil der Signaländerungen kommt trotz aller Restriktionen im Portfolio an.

Das Ergebnis überzeugt: Der reine Anker profitiert zwar vom freundlichen Aktienumfeld, liefert über die Marktprämien hinaus aber kaum Alpha. Mit dem Overlay entsteht dagegen eine bemerkenswert stetige Outperformance gegenüber dem Anker (Abbildung 2), während die Gesamtallokation stabil und klar als aktienlastiges Portfolio erkennbar bleibt. Die Makro-Attribution in Abbildung 3 bestätigt: Das Alpha ist deutlich positiv und zeigt damit eine zusätzliche, von den Marktprämien weitgehend unabhängige Ertragsquelle, ohne den Charakter des Portfolios zu verändern.

Die Nähe zum Total Portfolio Approach

Der Total Portfolio Approach (TPA) hat sich von einzelnen Pionierfonds in Kanada, Australien und Neuseeland zu einer breiten Bewegung institutioneller Anleger entwickelt. Elkamhi und Lee (2025) bringen die Idee auf den Punkt: Der klassische Ansatz mit starren strategischen Gewichten stützt sich auf langfristige Renditeschätzungen und Mittelwert-Varianz-Optimierung. Der TPA geht einen anderen Weg und betrachtet das Portfolio stattdessen als eine einheitliche Bilanz. Jede Anlageentscheidung wird nach ihrem Grenzbeitrag zum Gesamtportfolio beurteilt, häufig relativ zu einem einfachen Referenzportfolio; Faktoren dienen als

Makro-Attribution (Renditebeiträge)

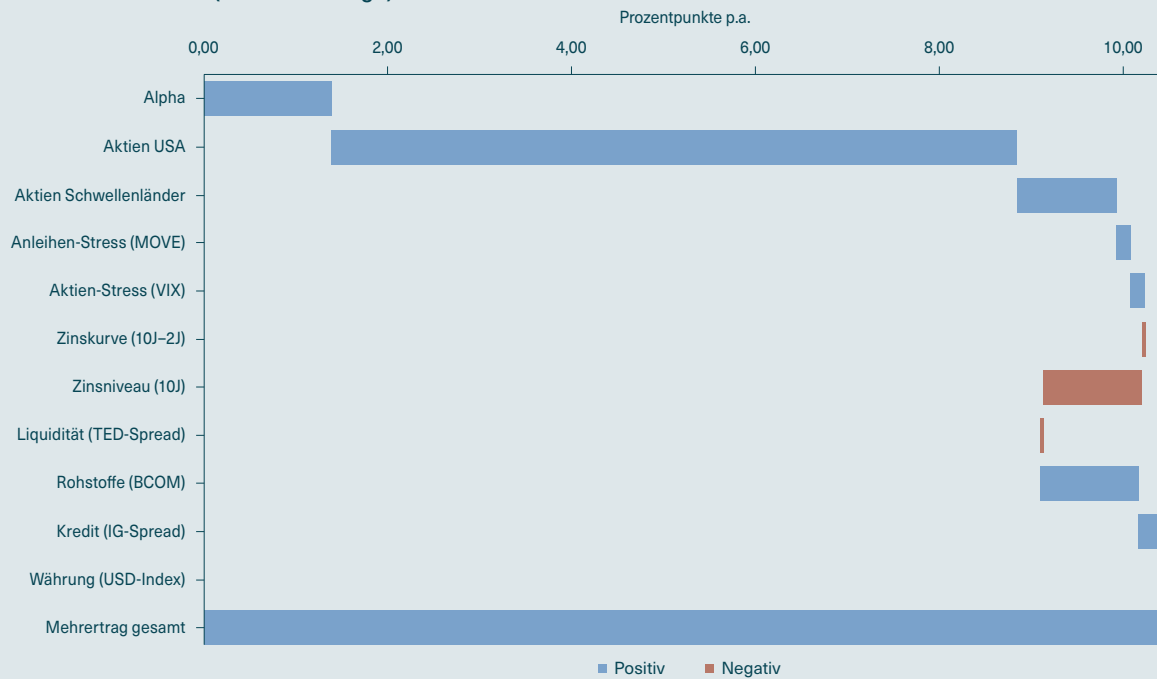


Abbildung 3: Makro-Attribution des aktienlastigen Portfolios mit Overlay
Quelle: IQAM Invest

gemeinsame Sprache über Assetklassen hinweg – regimeabhängige Szenarien ersetzen historische Durchschnitte. Der TPA adressiert damit zentrale Schwächen der klassischen strategischen Asset Allokation: fehleranfällige Renditeschätzungen, Silodenken je Assetklasse und mangelnde Anpassungsfähigkeit an Regimewechsel.

Der neue IQAM-Prozess setzt genau auf der Ebene liquider Multi-Asset-Portfolios an. Auch er verwendet ein Referenzportfolio als Anker, um das die Faktorpositionen gebaut werden. Faktoren wirken hier als Durchschau-Mechanismus. Jede Faktorposition ist unmittelbar eine Position in konkreten, liquiden Assetklassen. Das rollierende Schätzfenster schafft eine eingebaute Sensibilität für Regimewechsel: Faktorkombinationen, die im aktuellen Umfeld nicht mehr tragen, werden systematisch aussortiert.

Zwei Unterschiede verdienen Betonung. Erstens müssen keine Faktor-Sensitivitäten geschätzt werden – ein bekanntermaßen instabiler Schritt vieler faktorbasierter Ansätze. Stattdessen werden direkt messbare Charakteristika der Assetklassen sortiert; das Verfahren bleibt transparent und robust. Zweitens geht nichts an ökonomischer Interpretierbarkeit verloren: Die

Makro-Attribution zerlegt die Portfoliorendite weiterhin in vertraute Treiber wie Aktien-, Zins-, Kredit- und Rohstoffexposure und ermöglicht so institutionellen Gremien eine gewohnte Einordnung.

Fazit & Ausblick

Der neue Prozess ist die konsequente Weiterentwicklung des IQAM-Multi-Asset-Ansatzes: von den Signalen Value und Sentiment hin zu einem breiten, laufend statistisch geprüften Signaluniversum. Insbesondere die anspruchsvolle Nutzung von Optionsdaten – von risikoneutralen Erwartungen über künftige Renditeverteilungen bis zur Rough-Bergomi-Volatilitätssoberfläche – erschließt dabei neue, vorwärtsgerichtete Informationsquellen. Zugleich ist der Prozess bewusst flexibel gebaut und auch für andere Assetklassen anwendbar.