Absolut|report

Neue Perspektiven für
institutionelle Investoren

Beitrag in Ausgabe 04|2026

DR. CHRISTOPH HEUMANN HanseMerkur Trust

Volatility-Managed Portfolios

© Copyright 2026, Absolut Research GmbH. Alle Rechte vorbehalten. Die Vervielfältigung, Veränderung und/oder Verbreitung von Inhalten des Absolut|report ist nur mit schriftlicher Genehmigung der Absolut Research GmbH gestattet.

© Anastasiia_Yanishevska_iStock

© Anastasila Yanishevska_iStock

Volatility-Managed Portfolios

Volatility-Managed Portfolios sind Investmentstrategien, die die Aktienquote dynamisch und entgegengesetzt zur aktuellen Aktienmarkt-Volatilität steuern. Dr. Christoph Heumann von der HanseMerkur Trust erläutert, auf Basis welcher Stylized Facts des Aktienmarktes volatilitätsgesteuerte Strategien das Risikoprofil verbessern und unter welchen Bedingungen sie auch die Rendite gegenüber einem Buy-and-Hold-Portfolio steigern können.

DR. CHRISTOPH HEUMANN
Head of Research &
Portfolio Management
HanseMerkur Trust AG
Hamburg

Einleitung

Volatility-Managed Portfolios sind Investmentstrategien, die die Allokationsquote für den zentralen Risikofaktor eines Portfolios, typischerweise die Aktienquote, dynamisch und entgegengesetzt zum aktuellen Risiko des Faktors steuern. Der Grundgedanke dieser Strategien ist keineswegs neu: Entsprechende Ansätze werden in unterschiedlichen Varianten seit Langem als Risk-Control- oder auch Target-Volatility-Strategien in der Praxis eingesetzt.

Große Aufmerksamkeit erfuhr das Thema allerdings durch die Studie von Moreira/Muir (2017). In dieser Studie erzielen Volatility-Managed Portfolios für den US-Aktienmarkt über den Zeitraum 1926 bis 2015 eine erhebliche Verbesserung der Sharpe Ratio gegenüber einem statischen Buy-and-Hold- Investment. Bei gleicher Ex-Post-Volatilität wie der Aktienmarkt hätte die volatilitätsgesteuerte Strategie dabei ein annualisiertes Alpha von 4,9 % ergeben. Das Ergebnis ist aus mehreren Gründen überraschend:

- Die verwendete Volatility-Managed-Strategie ist ad hoc und sehr einfach gehalten: Die Aktienquote wird monatlich mit dem Inversen der realisierten Varianz der täglichen Marktrenditen des Vormonats skaliert. Die Strategie nutzt also weder eine besonders ausgefeilte Risikoschätzung noch eine spezielle Portfoliooptimierung.
- Outperformance von Investmentstrategien wird in der Regel durch taktische Renditeprognosen oder durch das Ausnutzen neuer bzw. zusätzlicher Risikoprämien angestrebt. Bei Volatility-Managed Portfolios sind dies nicht die Ansatzpunkte für die Strategie.
- Volatilitätsgesteuerte Strategien haben eine besonders niedrige Aktienquote, wenn die Marktvolatilität besonders hoch ist, d. h. in Stressphasen am Aktienmarkt. Eine gängige Praxismeinung sieht diese Marktphasen dagegen vielmehr als antizyklische, taktische Kaufgelegenheiten, und auch gemäß der vorherrschenden Asset-Pricing-Theorien sollte die erwartete Rendite des Aktienmarktes in solchen Perioden überdurchschnittlich hoch sein.

Mittlerweile haben viele Folgestudien die Ergebnisse von Moreira/Muir (2017) auf ihre Robustheit hin untersucht, z. B. durch Betrachtung weiterer Märkte und Anlageklassen, Verwendung alternativer Risikomaße und -schätzungen sowie durch Berücksichtigung realistischer Umsetzungsrestriktionen. Aus den Folgearbeiten hat sich zwar ein differenzierteres Verständnis, aber nach wie vor kein abschließender Konsens zur Outperformance von Volatility-Managed Portfolios ergeben. In diesem Beitrag soll es daher auch nicht um weitere Strategievariationen und historische Analysen gehen. Betrachtet wird vielmehr ein Anleger, der eine strategische, langfristige Asset-Allokation mit dem Aktienmarkt als zentralem Risikofaktor hat und der eine dynamische, volatilitätsgesteuerte Strategie zur Verbesserung des Rendite-Risiko-Profils in Erwägung zieht.

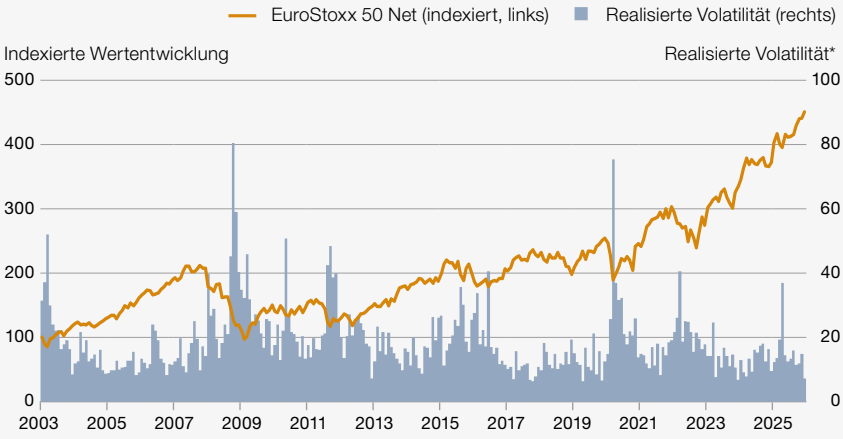
Dynamisches Risikomanagement

Volatility-Managed Portfolios können zunächst aus der Perspektive des Risikomanagements betrachtet werden.

Ein wichtiger Stylized Fact an den Aktienmärkten ist das Volatility Clustering: Nicht nur die Kurse selbst schwanken, sondern auch das Ausmaß der Kursschwankungen schwankt im Zeitverlauf. Dabei werden große Kursveränderungen tendenziell von weiteren großen Veränderungen – gleich welcher Richtung – gefolgt, und kleine Veränderungen von kleinen.

ABBILDUNG 1 illustriert das Volatility Clustering am Beispiel des EuroStoxx 50. Die Volatilität über den Gesamtzeitraum beträgt 16,7 % (annualisiert, auf Basis von Monatsrenditen). Innerhalb des Zeitraums gibt es allerdings ruhige Phasen mit Volatilitäten von 10 % und weniger (annualisiert, auf Basis von Tagesrenditen) sowie turbulente Phasen mit Volatilitäten von weit über 30 %. Ruhige und turbulente Phasen dauern dabei meist einige Zeit lang an und gehen nach und nach ineinander über.

1 Indexierte Wertentwicklung und realisierte Volatilität
01.01.2003–31.12.2025



*auf Basis von Tagesrenditen in einzelnen Kalendermonaten in %
Quelle: eigene Darstellung

Volatility Clustering ist an sich schon ein bedeutsamer Sachverhalt, denn eine schwankende Marktvolatilität bei statischer Allokation überträgt sich in ein im Zeitverlauf variierendes Portfoliorisiko für den Anleger.

Ein weiterer Stylized Fact der Aktienmärkte ist die Asymmetric Volatility, d. h. die negative Korrelation zwischen Marktentwicklung und Volatilität. Empirisch zeigt sich, dass Kursverluste typischerweise mit einem Anstieg der Volatilität einhergehen, während Kursgewinne oftmals mit einem Rückgang der Volatilität zusammenfallen. Besonders deutlich tritt dieser Zusammenhang in Crash-Phasen am Aktienmarkt zutage. Hier treten Drawdowns auf, die unter der Annahme einer langfristigen, konstanten Marktvolatilität „eigentlich nicht eintreten sollten" und die das Durchhalten von statischen Allokationen schwierig machen können. Nassim Talebs (2007) Warnung „Don't cross a river if it is four feet deep on average" bringt dieses Problem treffend auf den Punkt.

Volatility Clustering und Asymmetric Volatility bieten Ansatzpunkte für ein dynamisches Risikomanagement. Da man die kurzfristige Volatilität vergleichsweise gut prognostizieren und die Aktienquote mit Aktienindex-Futures kosteneffizient steuern kann, können Volatility-Managed-Strategien das Portfoliorisiko im Zeitverlauf regelbasiert stabilisieren. Außerdem haben diese Strategien die Aktienquote in besonders turbulenten Marktphasen meist schon deutlich reduziert, so dass sie größere Aktienmarkt-Drawdowns für das Portfolio erheblich abmildern können. Im Gegenzug sind die Strategien aber auch bei der einsetzenden Markterholung meist noch defensiv positioniert und partizipieren zu Beginn der Recovery nur wenig.

Bei einem Fokus auf das dynamische Risikomanagement stellen sich natürlich weiterführende Fragen, wie z. B. nach dem passenden Risikomaß, nach einem verfeinerten Schätzverfahren und nach dem akzeptablen Risikolimit. Hier soll es im Folgenden jedoch um die Renditeeffekte von Volatility-Managed-Portfolios gehen.

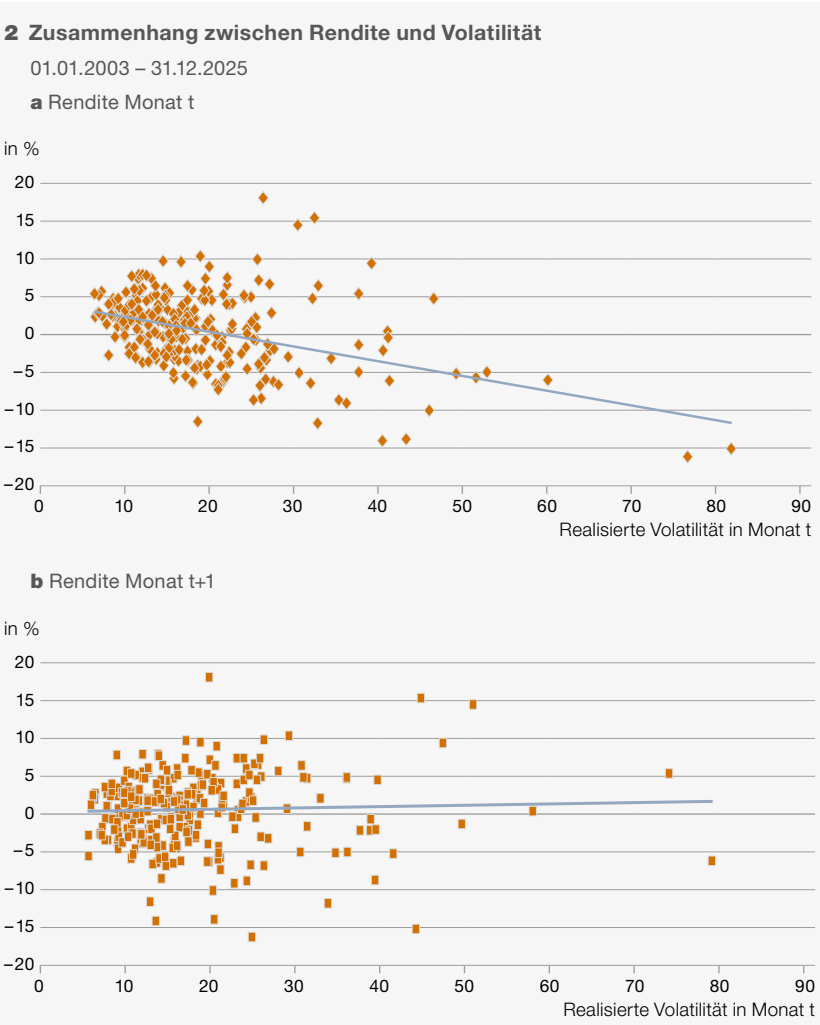
Taktische Asset-Allokation

Die Frage, ob sich zeitliche Variationen der erwarteten Rendite bzw. der Risikoprämie des Aktienmarktes z. B. durch makroökonomische oder technische Variablen identifizieren und mittels taktischer Allokation ausnutzen lassen, wird in der Literatur umfassend analysiert (z. B. Hollstein et al., 2025). Meistens wird die Prognostizierbarkeit auf Basis monatlicher Renditen getestet und – je nach Studie – für verschiedene Variablen durchaus vorgefunden. Mit Blick auf die Outperformance-Ergebnisse von Volatility-Managed-Strategien könnte es daher zunächst naheliegen, dass eine hohe Volatilität zumindest implizit als Prognoseindikator für negative Marktrenditen fungiert.

ABBILDUNG 2 illustriert den Zusammenhang zwischen kurzfristiger Volatilität und monatlichen Renditen für den EuroStoxx 50.

2 Zusammenhang zwischen Rendite und Volatilität

01.01.2003 – 31.12.2025



Quelle: eigene Berechnungen

ABBILDUNG 2a stellt Volatilität und Rendite im gleichen Monat dar: Hier zeigt sich die Asymmetric Volatility. Für die Prognose der Marktentwicklung bei einer monatlichen taktischen Allokation ist allerdings die Rendite im Folgemonat entscheidend. **ABBILDUNG 2b** zeigt für die Rendite im Folgemonat aber keinen negativen, sondern einen leicht positiven Zusammenhang. Die Überlegung, dass eine hohe Volatilität als Prognoseindikator für negative Marktrenditen dient und bei volatilitätsgesteuerten Strategien durch taktische Untergewichtungen ausgenutzt wird, lässt sich somit nicht unmittelbar bestätigen.

Der Kompass für Private Markets

Unabhängige Produktplattform für professionelle Investoren

Real Estate

Infrastructure

Private Debt

Private Equity

Natural Resources

Registrieren Sie sich jetzt!

Die Produktplattform Absolut|**private products** bietet Asset Ownern eine kostenfreie, aktuelle, vollkommen unabhängige Datenbank für die am Markt zur Verfügung stehenden Private-Market-Investments in fünf Assetklassen.

Absolut research

DIE PLATTFORM FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN

Damit ist allerdings noch nicht ausgeschlossen, dass eine volatilitätsgesteuerte Strategie das Rendite-Risiko-Verhältnis gegenüber einer statischen Allokation verbessern kann. Entscheidend dafür ist, wie sich die Risikoprämie im Verhältnis zum Risiko des Marktes über die Zeit entwickelt. Dieser Zusammenhang lässt sich anhand einer einfachen Portfoliooptimierung verdeutlichen.

Bleibt man zur Illustration im Erwartungswert-Varianz-Modell mit risikoloser Geldmarktanlage und Aktienmarkt als einziger riskanter Anlage, so ergibt sich bei einer Risikoaversion λ die optimale Aktienquote als

$$x_t = \frac{\mathrm{E}_t[R_{t+1}] - R_f}{\lambda \, \mathrm{Var}_t[R_{t+1}]}$$

Eine strategische bzw. langfristige Aktienquote lässt sich in diesem Modellrahmen auf Basis von langfristigen Rendite- und Risikoeinschätzungen für den Aktienmarkt ableiten. Der gleiche Zusammenhang kann aber auch auf eine wiederholte kurzfristige Optimierung angewendet werden.

Dabei wird deutlich: Variiert die Aktienmarkt-Volatilität im Zeitverlauf und steigt sie beispielsweise auf das Doppelte ihres langfristigen Wertes, so müsste die Risikoprämie auf das Vierfache ihres langfristigen Wertes steigen, damit die strategische Aktienquote bei gleicher Risikoaversion auch kurzfristig optimal bleibt. Analog gilt: Variiert die Marktvolatilität über die Zeit, während die Risikoprämie des Aktienmarktes konstant bleibt, so entspricht die laufende, kurzfristige Optimierung einer Inverse-Variance-Strategie. Variiert die Risikoprämie dagegen proportional zur Volatilität des Marktes, so dass die Sharpe Ratio konstant bleibt, entspricht die laufende Optimierung einer Inverse-Volatility-Strategie (vgl. dazu allgemeiner Taylor, 2023).

Genau dieser Sachverhalt liegt den Outperformance-Ergebnissen von Moreira/Muir (2017) zugrunde. Die realisierte monatliche Risikoprämie des US-Aktienmarktes war im Untersuchungszeitraum in Phasen hoher Volatilität im Durchschnitt nicht merklich höher als in Phasen niedriger Volatilität. Hohe Volatilität war damit zwar kein Indikator für negative Marktrenditen, aber sehr wohl für ein ungünstiges Verhältnis von Risikoprämie zu Risiko. Die Volatility-Managed-Strategie hatte daher im Zeitverlauf eine niedrige Aktienquote, wenn das Rendite-Risiko-Verhältnis des Marktes ungünstig war, und eine hohe Aktienquote, wenn es günstig war. Diese laufende implizite Anpassung an das kurzfristige Rendite-Risiko-Verhältnis erklärt die deutliche Verbesserung der Sharpe Ratio und die höhere Rendite über den Gesamtzeitraum im Vergleich zu einem statischen Buy-and-Hold-Investment.

Die Vielzahl der empirischen Folgestudien zu Volatility-Managed Portfolios zeigt allerdings gemischte Ergebnisse hinsichtlich der Verbesserung von Sharpe Ratio und Rendite gegenüber einer statischen Allokation. Wie so oft hängen die Ergebnisse vom betrachteten Markt und Zeitraum sowie von den konkreten Strategiedetails ab. Um eine ergänzende Einschätzung zu den Effekten volatilitätsgesteuerter Strategien auf das Rendite-Risiko-Profil zu erhalten, wird daher im Folgenden eine Monte-Carlo-Simulation genutzt.

Monte-Carlo-Simulation

Die Kursentwicklung des Aktienmarktes wird mittels täglicher, lognormalverteilter Renditen und eines GJR-GARCH-Prozesses simuliert (Glosten/Jagannathan/Runkle, 1993), der das Clustering und die Asymmetrie der Volatilität abbildet. Die erwartete Rendite des Aktienmarktes wird ebenfalls zeitvariabel simuliert, und zwar so, dass die Sharpe Ratio der diskreten Jahresrendite im Zeitverlauf konstant bei 0,4 liegt. Die Risikoprämie steigt also mit zunehmendem Marktrisiko, aber nur proportional zur Volatilität, nicht proportional zur Varianz. Der risikolose Geldmarktzins beträgt 2 %.

Als Volatility-Managed Portfolios werden eine Inverse-Volatility- und eine Inverse-Variance-Strategie betrachtet. Die langfristige Zielvolatilität wird dabei jeweils ex ante auf die Hälfte der langfristigen Aktienmarkt-Volatilität gesetzt, so dass sich die Strategien mit einem statischen 50/50-Portfolio aus Aktienmarkt und Geldmarkt vergleichen lassen.

Die Allokationen der Volatility-Managed-Strategien werden zudem täglich angepasst, wobei die Marktvolatilität als einfache Standardabweichung der täglichen Renditen über rollierende 1-Monatszeiträume geschätzt und eine maximale Aktienquote von 100% als Restriktion gesetzt wird.

Die Inverse-Variance-Strategie reagiert dabei stärker auf Veränderungen der geschätzten Marktvolatilität als die Inverse-Volatility-Strategie. Auch die maximale Aktienquote greift bei der Inverse-Variance-Strategie häufiger.

ABBILDUNG 3 zeigt die Ergebnisse für die Renditen und Maximum Drawdowns über einen Zeitraum von einem Jahr auf Basis von 10.000 simulierten Pfaden:

- Die beiden Volatility-Managed Portfolios weisen eine ähnliche Standardabweichung der 1-Jahresrenditen wie das statische 50/50-Portfolio auf, können aber deutlich negative Renditen und hohe Drawdowns reduzieren. Die auf Volatility Clustering und Asymmetric Volatility basierende Verbesserung des Risikoprofils zeigt sich damit auch bei der Monte-Carlo-Simulation mit recht einfach gehaltenen volatilitätsgesteuerten Strategien.
- Die Volatility-Managed Portfolios weisen zudem etwas höhere Sharpe Ratios und höhere mittlere Renditen als das 50/50-Portfolio auf. Die Strategien greifen damit durchaus die in der Simulation unterstellte konstante Sharpe Ratio des Aktienmarktes bzw. das entsprechend variierende Verhältnis von Risikoprämie zu Varianz auf.

Dass die volatilitätsgesteuerten Strategien in der Simulation sowohl das Risikoprofil als auch die Durchschnittsrenditen verbessern, ist zunächst positiv zu bewerten. Die Steigerung der mittleren Rendite fällt – im Vergleich zu einigen historischen Ergebnissen in der Literatur – allerdings eher gering aus.

Wie stark eine Volatility-Managed-Strategie neben dem Risikoprofil also auch die Rendite bzw. die risikoadjustierte Performance verbessert, hängt damit entscheidend von der dynamischen Beziehung zwischen Risikoprämie und Risiko des Aktienmarktes ab. Eine volatilitätsbasierte Allokationsregel verzichtet zwar auf eine explizite Renditeprognose, ist hinsichtlich der Risikoprämie aber keineswegs annahmefrei.

3 Ergebnisse der Monte-Carlo-Simulation

	Aktien-markt	50/50 Buy-and-Hold	Inverse-Volatility-Strategie	Inverse-Variance-Strategie
		1-Jahresrenditen		
Mittelwert (in %)	9,03	5,51	5,71	5,67
Standardabw. (in %)	17,38	8,69	8,57	8,79
Sharpe Ratio	0,40	0,40	0,43	0,42
10 % Quantil (in %)	–13,26	– 5,63	–5,23	–5,22
5 % Quantil (in %)	–19,25	– 8,63	–8,02	–7,94
1 % Quantil (in %)	–31,47	– 14,73	– 13,09	– 12,43
Minimum (in %)	–67,15	–32,57	–23,30	–22,69
		Maximum Drawdowns		
10 % Quantil (in %)	–24,55	– 12,34	– 11,73	– 11,41
5 % Quantil (in %)	–29,09	– 14,66	– 13,55	– 13,04
1 % Quantil (in %)	–39,29	– 19,87	– 17,18	– 16,10
Minimum (in %)	–67,17	–35,87	–24,50	–24,52

Quelle: eigene Berechnungen

Fazit

Volatility-Managed Portfolios sind Investmentstrategien, die die Aktienquote dynamisch und entgegengesetzt zur aktuellen Aktienmarkt-Volatilität steuern. Clustering und Asymmetrie der Volatilität bieten dabei robuste Ansatzpunkte für ein dynamisches Risikomanagement. Insbesondere in ausgeprägten Stressphasen am Aktienmarkt können volatilitätsgesteuerte Strategien größere Drawdowns für ein Portfolio deutlich abmildern.

Weniger eindeutig sind die Auswirkungen auf die Rendite. Entscheidend für eine mögliche Outperformance von Volatility-Managed Portfolios ist dabei, wie sich Risikoprämie und Risiko am Aktienmarkt relativ zueinander über die Zeit entwickeln. Die impliziten Annahmen von Volatility-Managed-Strategien über die Risikoprämie sollte man daher kennen und mit der eigenen Einschätzung zum Aktienmarkt abgleichen.

Als weiterführender Gedanke zum Abschluss: Eine volatilitätsbasierte Strategie zur Verbesserung des Risikoprofils lässt sich natürlich auch mit expliziten Renditeprognosen und weiteren Risikoprämien zur Steigerung der Rendite kombinieren.

Literatur

Glosten, L. R. / Jagannathan, R. / Runkle, D. E. (1993) On the Relation between the Expected Value and the Volatility of the Nominal Excess Return on Stocks, Journal of Finance, 48, 1779 – 1801.

Hollstein, F. / Prokopczuk, M. / Tharann, B. / Wese Simen, C. (2025) Predicting the Equity Premium Around the Globe: Comprehensive Evidence from a Large Sample, International Journal of Forecasting, 41, 208 – 228.

Moreira, A. / Muir, T. (2017) Volatility - Managed Portfolios. The Journal of Finance, 72, 1611 – 1644.

Taleb, N. N. (2007) The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable, Random House.

Taylor, N. (2023) The Determinants of Volatility Timing Performance, Journal of Financial Econometrics, 21, 1228 – 1257.

04|2026

Absolut report

Neue Perspektiven für institutionelle Investoren

artikel

Volatility-Managed Portfolios
DR. CHRISTOPH HEUMANN | HanseMerkur Trust

Systematische Ansätze bei European Small Caps
DR. LISA HERR, MARK FRIELINGHAUS | Quoniam Asset Management

Loss- und Recovery Rates im Management von Kreditportfolios
DR. CHRISTOPH GORT | Cambridge Associates

Portfolio-Navigation durch Volatilität und Regimewechsel
DENIS FRIESS, JOHANNES TITZE, DR. ALEXANDER ZANKER, DR. ULRICH WEIKARD | Dekabank

Strukturelles Alpha im Credit-Markt
DR. MARC-ANDRÉ GÖRICKE, DR. JOCHEN M. KLEEBERG, FLORIAN HERTLEIN | alpha portfolio advisors

Simulationsmethoden im Asset Management
PROF. DR. W. DROBETZ | Universität Hamburg
PROF. DR. H. DICHTL | dichtl research & consulting
DR. TATJANA PUHAN | Swiss Re
DR. TIZIAN OTTO | Bloomberg

kommentare

Silke Stremlau
Finance for Transition

Edouard Jozan
Allianz Global Investors

standpunkt

Dr. Harald Preißler
Bantleon

Konjunkturelle Frühindikatoren

drei fragen an

Markus Denker
LV 1871

Auswirkung der Zinswende auf Versicherungen

WEB_AA

Jetzt kostenlos anfordern! Printausgabe

Absolut research