

Manche Mischfondsmanager konzentrieren sich auf die Einzeltitelauswahl, andere auf die große **Konjunkturlage**. Die Redaktion stellt Beispiele aus dem makroökonomisch geprägten Lager vor.

anche Wanderer pilgern von Tal zu Tal, stoppen an jedem Tümpel und bewundern en détail die dort siedelnden Vögel und Insekten. Der andere Typ stapft hingegen die Berge hinauf, um vom Gipfel den Ausblick zu genießen.

Wie bei den Wanderern gibt es auch bei den Managern vermögensverwaltender Fonds unterschiedliche Typen. "Zwei Ansichten konkurrieren miteinander", sagt Eckhard Schulte, Vorstand und Portfoliomanager bei Mainsky Asset Management. "Die eine Gruppe sucht Mikro-Ineffizienzen und will diese über die Suche nach den entsprechenden Aktien und Anleihen ausnutzen." Die zweite Gruppe fahnde auf Makro-Ebene nach Ineffizienzen.

Schulte schlägt sich auf die Seite der Makro-Manager. "Zahlreiche Studien zeigen, dass die Finanzmärkte auf Mikro-Ebene eigentlich sehr effizient sind", argumentiert Schulte. Anders sehe das jedoch bei der Betrachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung aus. "Mit Blick auf Wachstums-, Zins-, Inflations- oder Währungsentwicklungen gibt es öfters Situationen, die der Markt nicht richtig oder zum Teil auch widersprüchlich bewertet", erläutert Schulte. "Es ist gut belegt, dass Makro-Risiken häufiger auftreten und einfacher zu adressieren sind als Mikro-Risiken."

Die Frankfurter stützen sich für ihre Global-Macro-Strategie auf verschiedene wirtschaftliche Indikatoren. "Wir verfügen etwa über Modelle für die Konjunktur- oder Inflationsentwicklung oder simulieren die



Andreas Sauer, Ansa Capital Management: "Wir justieren unsere Modelle immer wieder neu – wie ein Autobauer."

Notenbankpolitik", berichtet Schulte. "Wir vergleichen auch die relative Attraktivität von Anlageklassen zueinander."

Die Stärke des Hauses liege jedoch darin, diese Ergebnisse ökonomisch zu hinterfragen und nie automatische Allokationsentscheidungen abzuleiten. "Wir fügen die Ergebnisse zu einem ökonomischen Weltbild zusammen", sagt Schulte. "Bei uns gibt es keine Modellgläubigkeit." Beim Bau des Portfolios gehe das Team zwar bis auf Sektor- oder Faktorebene herunter. "Wir wollen uns aber nicht in der Einzeltitelselektion verlieren", sagt der Mainsky-Chef. Die Allokation setzen die Frankfurter stets passiv per ETF um.

Konjunktur-Uhr

Auf die Aussagekraft ökonomischer Analysemodelle vertraut wiederum Andreas Sauer, Gründer und Leiter von Ansa Capital Management. "Wir sind quantitative Manager und verfolgen die Idee, die Quoten von Aktien, Anleihen und Rohstoffen über einen Makro-Ansatz zu steuern", erläutert Sauer. "Wir haben eine eigene Methodik entwickelt, mit der wir zwei Indizes berechnen." Diese messen die globale Konjunkturlage und das Inflationsrisiko.

Aus den historischen Finanzdaten habe das Haus mithilfe von künstlicher Intelligenz ermittelt, wie sich in welchen ökonomischen Lagen Aktien, Anleihen und Rohstoffe typischerweise entwickeln. "Je nachdem, in welchem ökonomischen Regime wir uns befinden, steuern wir die Aufteilung zwischen den Anlageklassen", sagt der Firmeninhaber. Eine "Konjunktur-Uhr" zeigt die aktuelle Lage. "Diese misst, ob wir uns im Frühling, Sommer, Herbst oder



Eckhard Schulte, Mainsky: "Wachstums-, Zins-, Inflations- oder Währungsentwicklungen bewertet der Markt öfters nicht richtig oder widersprüchlich."

Winter befinden", erläutert Sauer. Bei der Inflation unterteile die Uhr zwischen "rot" und "grün". Die Idee hinter dem Konzept sei, ökonomische Regimes zu identifizieren, in denen Aktien schlecht laufen. In solchen Umfeldern fährt Sauer das Aktienrisiko herunter. "Typischerweise ist das in rezessiven Phasen mit hoher Inflation der Fall", sagt der Portfoliomanager. "2023 war da eine Ausnahme", schränkt er ein.





Entsprechend schaut auch Sauer nicht nur stur auf die Ergebnisse der quantitativen Auswertung. So zeigte das Modell Anfang 2020 einen Konjunktursommer an. "Doch es war klar, dass es die heraufziehende Corona-Pandemie nicht einordnen konnte", berichtet Sauer. "Daher reduzierten wir die Risiken." Zudem arbeite das Team stets an den Verfahren. "Wir justieren unsere Modelle immer wieder neu - wie ein Autobauer", sagt Sauer, "wir entwickeln uns ständig weiter." In jeder Phase, in der die Strategie nicht so gut dastand, gehe das Team den Ursachen auf den Grund. Die Aktien- und Bondquote fährt Sauer über Derivate hoch oder runter.

Mutter aller Aktienmärkte

Einen Wandel vom Stockpicker zum Makro-Lenker hat Ethenea-Gründer Luca Pesarini vollzogen. "In der Vergangenheit hatten wir uns sehr der Suche nach aussichtsreichen Einzelwerten verschrieben", sagt der Manager. "Doch das ließ zu wünschen übrig. Wir mussten feststellen, dass das Stockpicking nicht unsere Königsdisziplin ist." Während das Haus früher die Mischung aus Top-down- und Bottom-up-Analyse versucht habe, verschreibe sich das Team nun allein der Makro-Allokation.

In der Folge baute das Team die Fonds wie das Flaggschiff Ethna-Aktiv um. "Gold war die erste Position, die wir verkauft haben", berichtet Pesarini. Die Coronakrise habe gezeigt: "Wenn es zu so großen Verwerfungen kommt, verhält sich Gold wie die anderen Risikoklassen", sagt der Manager. "Es bietet keinen Schutz." Zudem habe das Team Hochzinsanleihen abgestoßen. "Denn sie verhalten sich wie Aktien, sie sind nur illiquider."

Bei Aktien beschäftige sich das Team nur noch "mit der Mutter der Aktienmärkte, den



»Gold bietet keinen Schutz.«

Luca Pesarini, Ethenea

USA", so Pesarini. "Hier konzentrieren wir uns wiederum auf den S&P 500, weil er sich absichern lässt." Andere Börsen wie der Dax würden vor allem steigen, weil der US-Markt zulegt, begründet Pesarini den Schritt. Aus dem S&P 500 stellt das Team ein Portfolio aus etwa 40 bis 50 Werten zusammen, die den Markt gut repräsentieren.

"Auch unser Anleihenportfolio bauten wir in eine gut abzusichernde Position um", ergänzt der Manager. Ein Teil seien Staatsanleihen, der andere Teil Unternehmensanleihen guter Qualität. "Wir haben keine Einzeltitel-Alpha-Verluste mehr, was mich sehr glücklich macht", berichtet Pesarini. "Wenn jetzt etwas schiefgeht, liegt das an unserer Makro-Meinung. Damit kann ich besser leben."

Drei Szenarien entworfen

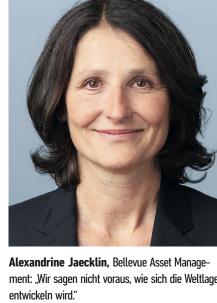
Die Schweizer Gesellschaft Bellevue Asset Management wiederum setzt bei ihrem Global-Macro-Ansatz auf eine Kombination von Top-down- und Bottom-up-Analyse – jedoch nur in einem bestimmten Feld. "Unsere Ausgangsbasis ist ein neutrales Portfolio", führt Portfoliomanagerin Alexandrine Jaecklin aus. Dieses weise eine Aktienquote von 25 Prozent und eine Staatsanleihenquote von 75 Prozent auf.

"Unseren Analysen zufolge, die über einen Zeitraum bis Anfang der 1960er-Jahre zurückreichen, erwies sich diese Aufteilung in den meisten Marktphasen als sehr effizient", berichtet Jaecklin. "Es gibt jedoch Ausnahmen, etwa das Jahr 2022." Aufbauend auf dieser Grundstruktur entscheidet das Bellevue-Team, ob es daran festhält oder

davon abweicht. "Falls erforderlich, entfernen wir uns deutlich von diesem neutralen Portfolio", betont Jaecklin.

Die Analysten werten rund 200 Indikatoren aus. Aus diesem Bild erstellen sie jeden Monat drei Szenarios: ein Basis-, ein positives sowie ein negatives Szenario. Deren Eintrittswahrscheinlichkeit gewichten die Manager und richten das Portfolio entsprechend aus. "Wir sagen nicht voraus, wie sich die Weltlage entwickeln wird", erläutert Jaecklin. "Vielmehr möchten wir einen Weg finden, durch





ment: "Wir sagen nicht voraus, wie sich die Weltlage

die möglichen Entwicklungen hindurch zu navigieren."

"Die Aktienquote setzen wir meist über Indexinvestments um", sagt die Managerin. Dafür nutze das Team Futures, zum Teil ETFs oder in speziellen Fällen eigens konstruierte Aktienkörbe. "Wir wollen hier jedoch keine Einzeltitelrisiken eingehen", betont Jaecklin. Anders sieht das beim Rententeil aus. "Bei Anleihen und speziell bei

Unternehmens- und Hochzinsbonds lässt sich recht einfach ein Mehrwert gegenüber den Indizes erzielen", meint die Managerin.

Die Ausfallrate von Hochzinsindizes betrage im Schnitt zwei Prozent pro Jahr. "Wenn man diese Ausfälle vermeidet, steht man schon besser da als die Benchmark", sagt die Expertin. "Daher steigen wir hier in die Einzeltitelanalyse ein und picken uns die besten Bonds heraus." Das Team beschränke sich auf rund 50 Titel.

Kein Korsett

Auch die Münchner Gesellschaft Gridl Asset Management verknüpft bei ihrem Global-Macro-Fonds die Konjunkturanalyse mit einer Einzeltitelauswahl. "Wir schauen uns eine Reihe von volkswirtschaftlichen Indikatoren wie Einkaufsmanagerindizes oder Leitzinsen an", sagt Firmengründer Manfred Gridl. "Wir gleichen den Stand mit den Erwartungen des Marktes ab. Dem Bild stellen wir unsere eigenen Erwartungen gegenüber."

Die Erfahrung zeigt laut Gridl: "Es sind nicht immer dieselben Indikatoren, die funktionieren." Daher habe sein Haus kein fixes Korsett entwickelt. "Die starren Prozesse funktionieren in Krisensituationen relativ schlecht", meint der Manager. "Wir



Manfred Gridl, Gridl Asset Management: "Die starren Prozesse funktionieren in Krisensituationen relativ schlecht."

entscheiden von Situation zu Situation." Konkret prüfe das Team, welche Werte in das Makro-Profil passen. "Den Schwerpunkt setzen wir auf Standardwerte in Europa und den USA", berichtet Gridl. Zudem schaue sich das Team deutsche Nebenwerte an. "Da haben wir immer wieder einen sehr guten Zugang zu dem Management." Spezialthemen setze das Haus auch über ETFs um.





Bei Anleihen wiederum sei das Team auf Unternehmens-, Hochzins- und Mittelstandsanleihen aus Deutschland und Europa fokussiert. "Dort sind wir sehr aktiv und zeichnen etwa auch Neuemissionen", sagt Gridl. Bei Mittelstandsanleihen biete sich aufgrund des häufig geringeren Emissionsvolumens oft eine interessante Rendite. "Denn die großen Häuser können hier gar nicht zuschlagen", verrät der Experte. Zugleich achte das Team auf eine breite Diversifizierung.

Gelegentlich geht Gridl auch Short-Positionen ein, "Nur wenn wir am Markt Risi-

ken sehen, sichern wir etwa über Put-Optionen ab, statt Titel zu verkaufen", berichtet er. Zuletzt verweist Gridl auf eine wichtige Tugend vermögensverwaltender Strategien: "Das Ziel ist nicht die Renditemaximierung, sondern die Rendite-Risiko-Maximierung." SEBASTIAN ERTINGER

Portfoliostrategie mit vermögensverwaltenden Fonds Das Analyse- und Beratungshaus MMD Analyse & Advisory hat eine Fondsdatenbank für Finanzberater aufgebaut, die sich allein auf Produkte mit vermögensverwaltendem Charakter fokussiert (siehe Tabellen ab Seite 96). Die Auswahl umfasst aktuell rund 1.500 VV-Fonds. Im März 2010 legte MMD gemeinsam mit der damaligen Augsburger Aktienbank, die in der FNZ Bank (ehemals Ebase) aufging, für Finanzberater auch Strategieportfolios auf Basis von VV-Fonds auf: das MMD-Mandat. Die drei real existierenden Portfolios dienen als Muster für eine auf W-Fonds ausgelegte Anlagestrategie und haben die Ausrichtungen "Defensiv", "Ausgewogen" und "Offensiv". Sie enthalten jeweils zehn Fonds. MMD-Mandat ..Defensiv" Rücknahmenreis Performance Fondsname ISIN YTD (30.4.) 2023 2022 per 30.4. in Euro Phaidros - Conservative 260 % LU1297482900 Assenagon Multi Asset Conserv. 57,81 3,68 % 9,43 % -8,81 % ■ TBF Global Income 240 % **BRW Balanced Return Direct** DE000A2H7N99 107.93 -0,25 % 12,12 % -13,04 % MMD-Mandat Defensiv EB-Sustainable Multi Asset DE000A1JUU95 120.38 1.82 % 5.14 % -6.28 % 220 % MMD-Index Defensiv FvS Multi Asset Defensive LU0323577840 142,92 2,15 % 7,60 % -9,47 % 200 % Kapital Plus DE000A2DU1L9 105,32 -0,02 % 10,61 % -16,21 % 180 % Oddo BHF Polaris Moderate DE000A2JJ1S3 1.174,16 0,71 % 8,06 % -8,83 % 160 % Phaidros - Conservative LU0504448647 174,98 3,45 % 14.55 % -15,15 % 140 % Salytic Stiftungsfonds AMI DE000A1WZ0S9 2,39 % 53,61 11.35 % -10,74 % 120 % 12,05 2,82 % Siemens Diversified Growth DE000A14XPF5 13,35 % -14,12 % 100 % TBF Global Income DE0009781997 16,95 -0,13 % 11,89 % -6,63 % MMD-MANDAT DEFENSIV 80 % 1,34 % 9.59 % -12,30 % I I'15 I I - 1 1'201 MMD-INDEX DEFENSIV 0.98 % 5.81 % -10,63 % Performance MMD-Mandat "Ausgewogen" Rücknahmepreis **Fondsname** ISIN per 30.4. in Euro YTD (30.4.) 2023 2022 DJE - Zins & Dividende 260 % Acatis Fair Value Mod. Verm. Nr. 1 LU2451779768 88.02 -0.33 % 2.06 % n/a Antea 240 % Antea DE000ANTE1V9 73,01 5,31 % 5,69 % -8,19 % MMD-Mandat Ausgewogen DJE - Zins & Dividende LU0553171439 194,12 4.70 % 7.73 % -8,68 % 220 % ■ MMD-Index Ausgewogen Lloyd Global Multi Asset Sust. DE000A1WZ2K2 1.814,07 -0.85 % 5.03 % -11.04 % 200 % MFS Meridian - Prudent Wealth 1110583243455 284.35 2,01 % 11.42 % -10.32 % 180 % Multiflex Lansdowne Endowment LU1946062061 1.242,61 4,44 % 10,85 % -8,89 % 160 % Raiffeisen-Nachhaltigkeit-Mix AT0000A1TWK1 125,04 2,76 % 7,99 % -14,08 % 140 % R-co Valor Balanced FR0013367299 130,32 4,13 % 11,90 % -11,34 % 120 % Squad Praemium Opportun. Seed DE000A3D58N9 107,62 0,48 % n/a n/a 100 % Taunus Trust Multi Assets Bal. LU0908857666 139,65 5.02 % 9.41 % -11.76 % 80 % MMD-MANDAT AUSGEWOGEN 2,40 % 5,08 % -12,02 % I I'15 I -11,42 % 1'201 MMD-INDEX AUSGEWOGEN 2,70 % 6,52 % Performance MMD-Mandat "Offensiv" Rücknahmepreis Fondsname ISIN YTD (30.4.) 2023 2022 per 30, 4, in Euro Loys Global MH Acatis Datini Valueflex *-24,42 % 260 % DE000A2QSGT9 94,01 2,66 % 9,12 % RW Portfolio Strategie UI BL - Global 75 AM LU1484140337 108,64 5,06 % -8,88 % 240 % 5.24 % ■ MMD-Mandat Offensiv DC Value Global Balanced DE000A0YAX64 269,33 3,90 % 14,35 % -9.59 % 220 % MMD-Index Offensiv FvS Multiple Opportunities II LU1748854863 129,19 4,55 % 9,58 % -12,52 % 200 % 1.131,65 11,68 % 5,31 % FU Fonds Multi Asset Fonds LU1102590939 -21,62 % 180 % Lovs Global MH DE000A0H08T8 335.70 4.04 % 14.23 % -8.96 % 160 % Quantex Multi Asset LI0580516917 147,26 5,13 % 4,28 % 12,18 % 140 % R-co Valor FR0011847409 2.240.80 7,23 % 13.56 % -7.60 % 120 % RW Portfolio Strategie UI DE000A0M7WP7 187.88 10.92 % -6.93 % 4.11 % LU1659686387 100 % Squad Makro 4,53 % 9 73 % -3,28 % 252,51 MMD-MANDAT OFFENSIV 5,05 % 8.88 % -13,34 % 80 % | 111 | | | | 120 | | MMD-INDEX OFFENSIV 4.71 % 8.27 % -12.31 % * auf Basis der B-Tranche (DE000A1H72F1)