



An der Börse gibt es zu jeder Zeit Skeptiker und Optimisten. €uro wollte herausfinden, was sie derzeit bewegt, und fragte die Manager von vier **Mischfonds** VON RALF FERKEN

Was nun, Herr Manager

An das Jahr 2022 werden sich Anleger im Nachhinein wohl nicht gern erinnern. Zu tief sind die Spuren, die die Rückschläge bei Aktien und Anleihen in ihren Depots hinterlassen haben. Wer bislang nicht verkauft hat, hat seine Verluste zwar noch nicht fest eingeloggt. An den Nerven zerrt die aktuelle Börsenlage dennoch.

Doch wie geht es von hier an weiter? Wird die Lage erst noch schlimmer, bevor sie besser wird? Das denkt zum Beispiel Daniel Hartmann, der Chefvolkswirt vom Fondshaus Bantleon. Seine Sicht können Sie hier gleich unter dem Stichwort „Der Skeptiker“ lesen. Wir haben zudem drei weitere Experten aus der Fondsbranche befragt, die die Lage anders einschätzen – darunter auch einen „Optimisten“. Allesamt managen sie einen Mischfonds, mit dem sie in einem gewissen Rahmen recht frei anlegen können. Das schärft ihren Sinn, um Aktien, Anleihen oder Gold gleichermaßen fair beurteilen zu können.

Der Skeptiker

Daniel Hartmann würde sicher lieber bessere Nachrichten verkünden. Der Chefvolkswirt beim Fondshaus Bantleon blickt derzeit jedoch sehr skeptisch auf die Konjunktur und die Finanzmärkte. „Wir können derzeit gar nicht anders, als sowohl für die USA als auch für die Eurozone eine lang anhaltende Rezession

zu prognostizieren“, schrieb Hartmann jüngst in einem seiner Ausblicke. „Unsere weit vorauslaufenden Frühindikatoren, die allesamt steil nach unten gerichtet sind, lassen uns hier wenig Spielraum für eine Interpretation.“ Entsprechend heftig würden die Folgen für die Finanzmärkte sein.

Beispiel USA: Dort wolle die US-Notenbank den heiß gelaufenen Arbeitsmarkt durch eine restriktiv ausgerichtete Geldpolitik abkühlen, ohne die Arbeitslosigkeit zu erhöhen. „Wie ein Blick auf die vergangenen 60 Jahre zeigt, ist solch ein Spagat aber noch nie gelungen“, betont Hartmann. „Vielmehr kam es immer zu einem kräftigen Anstieg der Arbeitslosigkeit und einer ausgewachsenen Rezession.“ Auch die Gewinnmargen der US-Unternehmen würden bald massiv unter Druck geraten.

In der Eurozone verdunkle sich der Horizont der Konjunktur ebenfalls immer weiter, sodass die Wirtschaft bis mindestens Mitte 2023 schrumpfen werde. Bleibt noch China. Doch leide das Land unter seiner strikten Null-Covid-Strategie und dem schwächelnden Immobilienmarkt, sodass China nicht mehr als globaler Wachstumsmotor in die Bresche springen könne.

Ein solches Szenario werde die Politik der Notenbanken jedoch massiv verändern. „Denn sobald die Weltwirtschaft in einer Rezession steckt, ergibt es für die Notenbanken keinen Sinn mehr, weiter an der Zinsschraube →



Hat die Konjunktur im Blick: Daniel Hartmann, Chefvolkswirt bei Bantleon

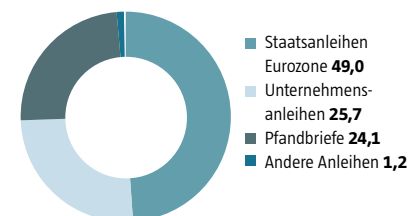
Einzelwerte Euro-Staatsanleihen hat der **Bantleon Opportunities L** (ISIN: LU0337414303) hoch gewichtet

| Größte Einzelwerte | Anteil in % |
|---------------------------|-------------|
| Staatsanleihe Frankreich | 5,3 |
| Staatsanleihe Italien | 4,2 |
| Staatsanleihe Portugal | 3,6 |
| Staatsanleihe Deutschland | 3,4 |
| Staatsanleihe Irland | 3,3 |

Stichtag: 31.08.2022; Quelle: Bantleon

Asset Allocation Der Mischfonds hält derzeit nur festverzinsliche Wertpapiere

Anteil im Portfolio in %



Stichtag: 31.08.2022; Quelle: Bantleon





Value-Strategie: Michel Legros managt den Mischfonds Clartan Valeurs

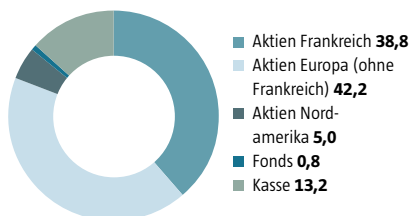
Einzelwerte Der **Clartan Valeurs** (ISIN: LU110 007 655 0) investiert in viele Aktien aus Frankreich

| Größte Einzelwerte | Anteil in % |
|--------------------|-------------|
| Sanofi | 4,2 |
| BNP Paribas | 4,1 |
| Stellantis | 3,8 |
| GTT | 3,7 |
| Novartis | 3,5 |

Stichtag: 31.08.2022; Quelle: Clartan

Asset Allocation Europäische Aktien dominieren das Portfolio

Anteil im Portfolio in %



Stichtag: 31.08.2022; Quelle: Clartan



zu drehen“, betont der Bantleon-Chefvolkswirt. „Deshalb gehen wir davon aus, dass die Notenbanken spätestens Anfang 2023 den Kurs der geldpolitischen Straffungen beenden“, prognostiziert Hartmann.

Geht es nach ihm, sollten die Renditen von Staatsanleihen daher wieder in einen übergeordneten Abwärtstrend einschwenken, sodass Anleger damit wieder Kursgewinne erzielen können. „Top-Staatsanleihen werden nach hohen Verlusten im laufenden Jahr somit bereits 2023 wieder zu Ertragsperlen“, betont Hartmann. Und mit Unternehmensanleihen guter Bonität und Pfandbriefen sei zumindest kein negativer Ertrag zu erwarten. „Andere Risiko-Assets wie Aktien und Unternehmensanleihen mit schlechter Bonität werden angesichts unserer Konjunkturprognose aber in ein schwieriges Fahrwasser geraten“, resümiert Hartmann.

Daher investieren die Mischfonds von Bantleon derzeit so vorsichtig wie möglich. Der Bantleon Opportunities L kann zum Beispiel zwischen null und 40 Prozent in Aktien halten, hat diese Quote aber auf null Prozent gesenkt und investiert vollständig in Anleihen mit guter Bonität. Dabei steuert Bantleon die Restlaufzeiten der Bonds so, dass die Balance zwischen Kapitalerhalt und etwaigen Kursgewinnen möglichst optimal ist.

Der Optimist

Michel Legros hat die Härten des Finanzmarkts schon am eigenen Leib erfahren. Er war 17 Jahre Broker für institutionelle Kunden, während einige seiner Arbeitgeber von anderen Firmen aufgekauft wurden. Davon betroffen waren etwa SG Warburg und Bear Stearns.

Seit dem Jahr 2003 arbeitet Legros von Paris aus für die Fondsgesellschaft Clartan, wo er unter anderem den Clartan Valeurs verwaltet. Die Franzosen haben den aktienlastigen Mischfonds bereits im Juni 1991 aufgelegt, er gilt mittlerweile als ihr Flaggschiff.



An den Börsen haben wir schon viele Moden gesehen, die wieder verschwunden sind.“

Michel Legros, Fondsmanager

Die vergangenen Jahre waren schwer für Clartan. Die Gesellschaft investiert gern in günstig bewertete Aktien, die von 2009 bis 2021 fast durchweg schlechter liefen als der breite Aktienmarkt. Anleger kauften in dieser Zeit lieber stark wachsende Aktien, die dem Markt vorausliefen. „An den Börsen haben wir jedoch schon viele Moden gesehen, die dann wieder verschwunden sind“, sagt Legros und verweist auf die sogenannten Nifty-Fifty-Aktien. So nannten Anleger wachstumsstarke US-Aktien wie Coca-Cola, Eastman Kodak oder Xerox, die in den späten 1960er- und frühen 1970er-Jahren konstant zulegten. Im Dezember 1972 wiesen viele Nifty-Fifty-Werte jedoch hohe Kurs-Gewinn-Verhältnisse von 40 bis 50 auf, sodass ihre Kurse fortan stagnierten oder fielen. Eine Ära war zu Ende gegangen, eine andere begann.

„Heute treten wir erneut in eine neue Ära ein“, erklärt Legros. „Daher sollten die Clartan-Fonds in den nächsten drei bis fünf Jahren wieder besser laufen als der breite Markt“, ergänzt der Franzose. Legros macht die neue Ära an den Zinsen fest. Er glaubt, dass die Zentralbanken die hohe Inflation bekämpfen können. Dazu müssten sie ihre Leitzinsen aber massiv und schnell anheben. Unter diesem Szenario würden vor allem Wachstumsaktien mit einem hohen Kurs-Gewinn-Verhältnis leiden, die in

BILD: CLARTAN, EYB & WALLWITZ

den vergangenen Monaten schon stark verloren haben. Dies müsse aber noch nicht das Ende des Kursverfalls sein. Legros hält einige Growth-Aktien weiterhin für zu teuer. Dies gelte insbesondere für den US-Markt, wo viele dieser Titel zu Hause seien.

Legros und seine Kollegen investieren dagegen lieber in europäische Value-Aktien, von denen sie in diesem Umfeld mehr erwarten. „Unsere Firmen können auch Geld verdienen, wenn die Zinsen steigen“, betont Legros.

Das hat mit dem Value-Ansatz von Clartan zu tun. „Wir mögen gute Geschäftsmodelle mit geringen Schulden, die günstig zu haben sind“, sagt Legros. „Wir setzen also auf eine hohe Qualität bei niedriger Bewertung. Das funktioniert an der Börse auf Dauer immer“, fügt er an. Deswegen verzichten die Clartan-Fondsmanager zum Beispiel auf die Aktien des französischen Luxuskonzerns LVMH. Dort stimme zwar die Qualität, aber nicht die Bewertung.

Im Clartan Valeurs hält Legros meist 40 bis 45 europäische Large Caps, wozu momentan etwa BNP Paribas, Novartis und Sanofi zählen. Der Franzose weiß, dass die Notierungen seiner Aktien in den nächsten Monaten zunächst noch fallen können. „Wenn der Clartan Valeurs mehr als zehn Prozent verloren hat, haben wir dies nach spätestens fünf Jahren immer wieder aufgeholt“, erklärt er. Meist habe der Fondspreis nach fünf Jahren sogar deutlich höher gelegen. „Das ist wie mit einem Korken, den man mit voller Wucht ins Wasser wirft“, erläutert Legros. „Er wird vielleicht den Boden berühren, aber immer wieder auftauchen.“

Der Schumpeter-Freund

Ernst Konrad ist promovierter Volkswirt und arbeitet seit dem Jahr 2009 für den in München ansässigen Vermögensverwalter Eyb & Wallwitz. Zusammen mit dem Mathematiker und promovierten Philosophen Georg von Wallwitz managt er den im April 2007 aufgelegten aktien-

lastigen Mischfonds Phaidros Funds Balanced, in den Anleger rund 1,4 Milliarden Euro investiert haben.

„Lassen Sie mich zwischen den USA und Europa trennen, weil die Lage dort jeweils anders ist“, beginnt Konrad unser Gespräch über die ökonomische Ausgangslage für die Kapitalmärkte. „In den USA ist der Inflationsgipfel nicht mehr weit entfernt“, sagt Konrad, auch wenn die Inflation wohl auf einem höheren Plateau von vier bis fünf Prozent verharren dürfte. Konrad lobt an dieser Stelle die jetzige Geldpolitik der US-Notenbank. „Die Fed hat die Inflationserwartungen mittelfristig gut verankert, weil sie durch die starken Erhöhungen der Zinsen Vertrauen zurückgewonnen hat“, sagt er. Zudem rechnet er damit, dass der US-Wirtschaft ein „Soft Landing“ gelingen könnte und sie somit nicht in eine Rezession hineinrutschen wird.

Für die Mitgliedsländer des Euroraums ist Konrad skeptischer. „Es ist nicht die Frage, ob wir eine Rezession bekommen, wir sind mittendrin“, sagt er. „Offen ist nur, wie lang und wie tief sie sein wird.“ Zudem leide die Eurozone unter einer hartnäckigen Inflation, die durch den weichen Euro und die hohen Energiepreise verstärkt würde. „Die EZB muss die Inflationserwartungen wieder einfangen, sonst bekommen wir Probleme“, konstatiert er.

Für Mischfonds sei die Lage derzeit herausfordernd. Im Normalfall sollen Aktien dort für die Performance sorgen und Anleihen für die Stabilität. 2022 sind bislang jedoch beide Anlageklassen gefallen, und gerade Anleihen sind diesmal als Puffer ausgefallen. „In dieser Lage muss man flexibel sein und andere Anlageklassen finden, die das Portfolio stabilisieren“, sagt Konrad. Daher halten sein Kollege von Wallwitz und er den Cashbestand verstärkt im US-Dollar, weil dieser sich höher verzinst als vergleichbare Eurobestände. „Zudem hat uns der steigende Wechselkurs des Dollars ebenfalls geholfen“, sagt Konrad. Auch investieren die Manager des Phaidros Funds Balanced weiterhin in Gold. Zwar →



Bevorzugt US-Werte: Ernst Konrad, Manager des Phaidros Funds Balanced

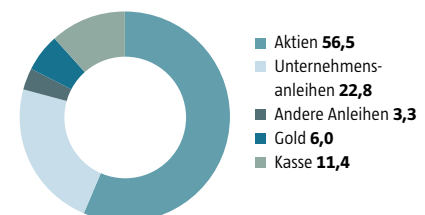
Einzelwerte Der **Phaidros Balanced** (ISIN: LU 029 558 574 8) hält etablierte Aktien und hat Gold beigemischt

| Größte Einzelwerte | Anteil in % |
|------------------------------|-------------|
| Xetra Gold | 6,0 |
| Johnson & Johnson | 2,7 |
| Novartis | 2,6 |
| Walmart | 2,4 |
| Alphabet | 2,3 |

Stichtag: 31.08.2022; Quelle: Phaidros Funds

Asset Allocation Der Mischfonds setzt überwiegend auf Aktien

Anteil im Portfolio in %



Stichtag: 31.08.2022; Quelle: Phaidros Funds





Mag keine Prognosen: Peter E. Huber ist für den Huber Portfolio verantwortlich

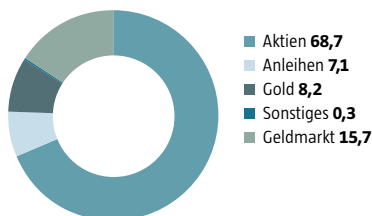
Einzelwerte Der **Huber Portfolio** (ISIN: LU 237 245 997 9) hält Aktien, Anleihen und Gold

| Größte Einzelwerte | Anteil in % |
|--------------------------|-------------|
| Xetra Gold | 8,2 |
| Staatsanleihe USA | 5,4 |
| Shell | 3,0 |
| Totalenergies | 2,9 |
| BASF | 2,3 |

Stichtag: 31.08.2022; Quelle: Taunus Trust

Asset Allocation Aktien sind die größte Anlageklasse

Anteil im Portfolio in %



Stichtag: 31.08.2022; Quelle: Taunus Trust

habe Gold 2022 bisher auch kein gutes Jahr. „Neben Liquidität ist Gold unter den sinnvollen Möglichkeiten zur Risikostreuung aber das am wenigsten dreckige T-Shirt“, so Konrad.

Ihren Aktienbestand haben Konrad und von Wallwitz in den vergangenen Monaten etwas defensiver ausgerichtet, „um dem Dividendenaspekt mehr Raum zu geben“. Im Kern investieren sie aber nach wie vor in Quality-Growth-Aktien wie Alphabet oder Novartis, die bereits profitabel wachsen. Dabei unterteilen sie ihre Unternehmen nochmals in solche, die ihren Markt beherrschen oder herausfordern. Bei Eyb & Wallwitz spricht man bei diesen Titeln gern von Schumpeter-Aktien. Denn der österreichische Ökonom Joseph Schumpeter hat sich mit Monopolen und Oligopolen befasst, die ihren Markt beherrschen, und zudem den Begriff von der „schöpferischen Zerstörung“ geprägt, der sich auf herausfordernde und innovative Unternehmen anwenden lässt.

„Dagegen meiden wir Unternehmen, die unter den hohen Energiepreisen leiden oder von einer Gasrationierung betroffen sein können“, sagt Konrad.

Der Antizykliker

Peter E. Huber betreut seit Anfang der 1980er-Jahre Gelder für Anleger und hat in dieser Zeit seinen eigenen Anlagestil entwickelt. So erstellt er zum Beispiel keine wirtschaftlichen Prognosen für die Konjunktur oder die Zinsen, um daraus den künftigen Verlauf der Börsenkurse abzulesen. „Dies ist weitgehend unbrauchbar“, sagt Huber, der mittlerweile als Vermögensverwalter bei Taunus Trust arbeitet und dort den Mischfonds Huber Portfolio managt. Stattdessen schaut er bei Aktien zum Beispiel auf die Bewertungen und die Gewinne. „Dies bestimmt langfristig die Entwicklung der Börsen“, sagt er.

Am liebsten investiert Huber antizyklisch und somit gegen die breite Masse der Anleger. „Eine der erfolgreichsten



Der Euro entwickelt sich aktuell eher zur italienischen Lira als zur Deutschen Mark.“

Peter E. Huber, Fondsmanager

Anlagestrategien besteht darin, zyklische Aktien in einer Rezession zu kaufen“, erklärt er. „Vor diesem Hintergrund werden wir die sich abzeichnende Rezession für Zukäufe in diesem Segment nutzen.“

Aktien von hochgelobten Unternehmen wie Apple, Nvidia oder Tesla, denen in den Augen vieler Anleger „die Zukunft gehört“, meidet Huber dagegen. US-Aktien hält er ohnehin für zu hoch bewertet und gewichtet sie im Huber Portfolio nur mit sechs Prozent. Lieber setzt er auf Qualitätsaktien, die aus der Mode gekommen und damit günstig bewertet sind. Im Huber Portfolio setzt er unter anderem auf die Öl- und Gasaktien Shell und Totalenergies sowie den deutschen Chemiewert BASF.

Auch bei Anleihen investiert Huber selektiv. So hält er derzeit lediglich kurz laufende Anleihen, die bei steigenden Zinsen kaum ein Kursrisiko tragen. Zudem möchte er bei Inflationsraten von rund zehn Prozent keine zehnjährigen Bundesanleihen besitzen, die gerade mal knapp zwei Prozent Rendite abwerfen.

Den Euro beurteilt der langjährige Vermögensverwalter ebenfalls skeptisch. „Der Euro entwickelt sich aktuell eher zur italienischen Lira als zur Deutschen Mark“, sagt Huber gewohnt meinnungsfreudig. „Daher erscheinen uns insbesondere europäische Anleihen wenig attraktiv.“



Mag keine Prognosen: Peter E. Huber ist für den Huber Portfolio verantwortlich

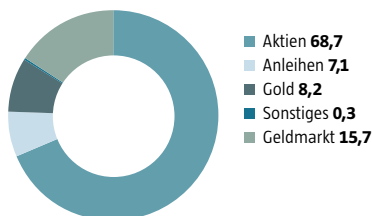
Einzelwerte Der **Huber Portfolio** (ISIN: LU 237 245 997 9) hält Aktien, Anleihen und Gold

| Größte Einzelwerte | Anteil in % |
|--------------------------|-------------|
| Xetra Gold | 8,2 |
| Staatsanleihe USA | 5,4 |
| Shell | 3,0 |
| Totalenergies | 2,9 |
| BASF | 2,3 |

Stichtag: 31.08.2022; Quelle: Taunus Trust

Asset Allocation Aktien sind die größte Anlageklasse

Anteil im Portfolio in %



Stichtag: 31.08.2022; Quelle: Taunus Trust

habe Gold 2022 bisher auch kein gutes Jahr. „Neben Liquidität ist Gold unter den sinnvollen Möglichkeiten zur Risikostreuung aber das am wenigsten dreckige T-Shirt“, so Konrad.

Ihren Aktienbestand haben Konrad und von Wallwitz in den vergangenen Monaten etwas defensiver ausgerichtet, „um dem Dividendenaspekt mehr Raum zu geben“. Im Kern investieren sie aber nach wie vor in Quality-Growth-Aktien wie Alphabet oder Novartis, die bereits profitabel wachsen. Dabei unterteilen sie ihre Unternehmen nochmals in solche, die ihren Markt beherrschen oder herausfordern. Bei Eyb & Wallwitz spricht man bei diesen Titeln gern von Schumpeter-Aktien. Denn der österreichische Ökonom Joseph Schumpeter hat sich mit Monopolen und Oligopolen befasst, die ihren Markt beherrschen, und zudem den Begriff von der „schöpferischen Zerstörung“ geprägt, der sich auf herausfordernde und innovative Unternehmen anwenden lässt.

„Dagegen meiden wir Unternehmen, die unter den hohen Energiepreisen leiden oder von einer Gasrationierung betroffen sein können“, sagt Konrad.

Der Antizykliker

Peter E. Huber betreut seit Anfang der 1980er-Jahre Gelder für Anleger und hat in dieser Zeit seinen eigenen Anlagestil entwickelt. So erstellt er zum Beispiel keine wirtschaftlichen Prognosen für die Konjunktur oder die Zinsen, um daraus den künftigen Verlauf der Börsenkurse abzulesen. „Dies ist weitgehend unbrauchbar“, sagt Huber, der mittlerweile als Vermögensverwalter bei Taunus Trust arbeitet und dort den Mischfonds Huber Portfolio managt. Stattdessen schaut er bei Aktien zum Beispiel auf die Bewertungen und die Gewinne. „Dies bestimmt langfristig die Entwicklung der Börsen“, sagt er.

Am liebsten investiert Huber antizyklisch und somit gegen die breite Masse der Anleger. „Eine der erfolgreichsten



Der Euro entwickelt sich aktuell eher zur italienischen Lira als zur Deutschen Mark.“

Peter E. Huber, Fondsmanager

Anlagestrategien besteht darin, zyklische Aktien in einer Rezession zu kaufen“, erklärt er. „Vor diesem Hintergrund werden wir die sich abzeichnende Rezession für Zukäufe in diesem Segment nutzen.“

Aktien von hochgelobten Unternehmen wie Apple, Nvidia oder Tesla, denen in den Augen vieler Anleger „die Zukunft gehört“, meidet Huber dagegen. US-Aktien hält er ohnehin für zu hoch bewertet und gewichtet sie im Huber Portfolio nur mit sechs Prozent. Lieber setzt er auf Qualitätsaktien, die aus der Mode gekommen und damit günstig bewertet sind. Im Huber Portfolio setzt er unter anderem auf die Öl- und Gasaktien Shell und Totalenergies sowie den deutschen Chemiewert BASF.

Auch bei Anleihen investiert Huber selektiv. So hält er derzeit lediglich kurz laufende Anleihen, die bei steigenden Zinsen kaum ein Kursrisiko tragen. Zudem möchte er bei Inflationsraten von rund zehn Prozent keine zehnjährigen Bundesanleihen besitzen, die gerade mal knapp zwei Prozent Rendite abwerfen.

Den Euro beurteilt der langjährige Vermögensverwalter ebenfalls skeptisch. „Der Euro entwickelt sich aktuell eher zur italienischen Lira als zur Deutschen Mark“, sagt Huber gewohnt meinnungsfreudig. „Daher erscheinen uns insbesondere europäische Anleihen wenig attraktiv.“