

«Eine schwere Rezession vorauszusagen, ist gewagt»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT TOBIAS SCHAFFÖNER Der Portfoliomanager sagt, wie Flossbach von Storch in Multi-Asset-Strategien auf sich verändernde Bedingungen reagiert.

Flossbach von Storch mit Sitz in Köln wurde 1998 gegründet und verwaltet heute rund 70 Mrd. € Vermögen von institutionellen und privaten Kunden, hauptsächlich in Form von Publikumsfonds. Als Portfoliomanager für Multi-Asset-Anlagen ist Tobias Schafföner mitverantwortlich für die Anlagestrategie.

Herr Schafföner, Sie investieren als Leiter Multi Asset bei Flossbach von Storch in unterschiedliche Anlageklassen. Wie positiv sind Sie für die Anleihemärkte gestimmt, die 2023 endlich wieder einmal ein gutes Jahr hatten?

In den vergangenen zwei Jahren haben wir die Rückkehr zur «alten Normalität» mit angemessenen Renditen am Anleihemarkt erlebt. Die veränderte Zinslandschaft macht Anleihen grundlegend attraktiver – was aber nicht heisst, dass der gesamte Anleihemarkt attraktiv ist. Da müssen wir differenzieren.

Wie wählen Sie Anleihen aus?

Nehmen wir Staatsanleihen als Beispiel: Angesichts des vergleichsweise hohen Zinsniveaus gibt es zunächst keinen Grund, schlechte Qualität zu akzeptieren. Als Euroinvestoren stellen wir uns aber die Frage, bei welchem Renditeniveau etwa italienische Bonds attraktiv werden könnten; wann also werden wir für das Risiko angemessen entschädigt? Dass die EZB irgendwann einschreiten wird, um die Risikoauflage einzufangen und den Euroraum zusammenzuhalten, dürfte relativ wahrscheinlich sein. «Whatever it takes» gilt weiterhin.

Wie gehen Sie bei Unternehmensanleihen vor?

Bei Unternehmensanleihen muss man stark differenzieren: Sehr gute Qualitäten bieten oft einen nur geringen Renditeaufschlag. Wenn wir in Richtung erhöhter Renditen schauen, bleiben wir bei klassischen High-Yield-Titeln vorsichtig. Für uns interessant sind aber zum Beispiel Hybridanleihen europäischer Industrieunternehmen, Volkswagen etwa mit ihrem beträchtlichen Hybridanleihenprogramm. Damit lassen sich bis zum Call-Termin rund 7% erwirtschaften, also eine aktienähnliche Rendite. Die «erkaufen» Sie aber mit einer höheren Volatilität, wie sich in der Vergangenheit sehr gut beobachten liess. Wir müssen uns also immer im Klaren darüber sein, dass solche Anleihen einem Portfolio zwar eine Ertragsquelle hinzufügen, neben Aktien aber wenig Diversifikation bieten. Anders ausgedrückt: Aktien- und Anleihenrisiken müssen stets im Portfoliokontext – also gemeinsam – betrachtet werden.

Wie investieren Sie in Dollaranleihen?

Das höhere Zinsniveau im Dollarraum verstärkt den Diversifikationseffekt der Anleihen im Portfolio. Das gilt sogar noch dann, wenn man das Währungsrisiko absichert – auch wenn das dann keinen absoluten Renditevorteil mehr bedeutet.

Welche Laufzeiten sind jetzt interessant für Sie?

Als die zehnjährigen Treasuries kürzlich in den Regionen von 5% rentierten, haben wir gekauft. Die weniger inverse Zinskurve in den USA honoriert längere Laufzeiten wieder etwas mehr. In der Summe liegen wir in unseren Multi-Asset-Fonds derzeit bei einer Duration von 3,5. Letztlich müssen wir sehr gewissenhaft abwägen zwischen dem Renditevorteil am kurzen Ende, dem Diversifikationseffekt am langen und der absoluten Höhe des erreichten Zinsniveaus.

Wie begründet Flossbach von Storch die Prognose «Higher for longer»?

Strukturelle Inflationstreiber werden erhalten bleiben. Die Dekarbonisierung ist kostspielig. Eine gewisse Deglobalisierung lässt sich bei den Lieferketten beobachten. Die Verhandlungsposition der Arbeitnehmer wird mit der Verknappung von Arbeitskräften besser. Daraus resultie-



«Nicht der ganze Anleihemarkt ist attraktiv, wir müssen differenzieren.»

rend, mit höheren Lohnabschlüssen, machen wir uns auch um den Konsumenten keine allzu grossen Sorgen.

Was erwarten Sie bezüglich Konjunktur?

Seit mindestens sechs Quartalen wird über eine bevorstehende Rezession diskutiert. Wir sehen bisher wenig davon. Deutschland ist mit seinen Energieproblemen ein Sonderfall, wenngleich die Probleme derzeit weniger schwer zu wiegen scheinen als vor einem Jahr. In den USA sehen wir Wachstumsraten, die man angesichts des Zinsanstiegs zuvor nicht für möglich gehalten hatte. Und wenn die Kreditvergabe restriktiver wird, ist dies ja das Ziel der Notenbank. Für die Konjunktur wird es damit nächstes Jahr schwieriger werden als dieses Jahr. Eine schwere Rezession vorauszusagen, ist aber gewagt.

«Für uns interessant sind zum Beispiel Hybridanleihen europäischer Industrieunternehmen.»

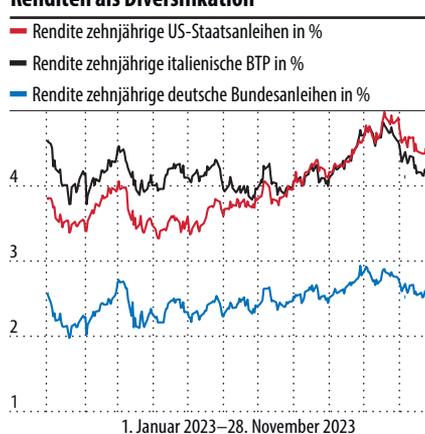
Was passiert bei höheren Finanzierungskosten?

Der Durchschnittszins für die Finanzierung frisst sich mit der Zeit in die Bilanzen hinein. In der Eurozone zahlen die Unternehmen heute durchschnittlich 3,8% für ausstehende Kredite, im Dezember 2021 waren es noch 1,6%. Der Effekt ist aber ungleich verteilt. Hoch verschuldete Gesellschaften zahlen deutlich mehr und könnten auch den Zugang zu Krediten verlieren. Es wird demnach Geschäftsmodelle geben, die kippen. In den USA ist das ähnlich. Heisst für Investoren: Nie war es wichtiger, die Qualität der Bilanz eines Unternehmens in den Fokus zu rücken.

Wie hat sich in Ihren Fonds das Verhältnis von Anleihen und Aktien verändert?

Im Flossbach von Storch Multi Asset Balanced lag die Aktienquote Anfang 2022

Renditen als Diversifikation



bei 52%. Heute liegen wir bei 41% deutlich tiefer. Dies ist nicht ultradefensiv und auch kein Misstrauensvotum gegenüber Aktien. Es zeigt aber die verschobene Attraktivität der Anlageklassen. Die Anleihenquote ist im selben Zeitraum von 30 auf 45% gestiegen.

Halten Sie die Aktienmärkte für angemessen bewertet?

Das lässt sich leider nicht pauschal beantworten, nicht für den breiten Markt. Ich denke aber, dass der Aktienmarkt 2023 vor allem deswegen gut gelaufen ist, weil die Renditen nicht viel höher gestiegen sind, als der geldpolitische Pfad der Notenbanken erwarten liess. Relevant dabei ist, dass die Unternehmen geliefert haben: Das Gewinnwachstum war intakt. Andernfalls wäre die Bewertung schwerer zu rechtfertigen gewesen.

Tut sich diesbezüglich ein neues Risiko auf?

Ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 33 entspricht 3,3% Gewinnrendite. In den USA verdienen Sie – je nach Laufzeit – 4 bis 5% Rendite mit Staatsanleihen. Die «negative Risikoprämie» der Aktie muss das Unternehmen also mit Wachstum ausgleichen. Wenn das fehlt, droht eine deutliche Bewertungskorrektur. In der Summe würde ich aber sagen: Der Aktienmarkt hat sich mit dem arrangiert, was wir an Zinsniveau sehen. Dies heisst aber auch, dass es Aktien, bei denen das Zinsniveau gar keine Rolle spielt, nicht mehr gibt. Und klassische «Anleiherersatzaktien» sind jetzt deutlich günstiger bewertet als noch vor zwei Jahren.

Stimmt der Eindruck, dass Flossbach von Storch bei der Aktienauswahl deutlich defensive Titel bevorzugt?

Das hängt davon ab, wie Sie defensiv definieren. Hohe Qualität des Geschäftsmodells und visible Ertragsentwicklung sind für uns sehr wichtig. Wir wehren uns aber gegen die Definition, dass defensive Aktien günstige, Value-artige Titel sein müssen. Insgesamt stimmt es schon: Wir gehen keine grossen Wetten auf Turnaround-Kandidaten ein. Wir wählen Valoren aus, die im Idealfall in früheren Rezessionen und Krisen schon unter Beweis gestellt haben, dass sie langfristig funktionieren. Im veränderten Zinsumfeld ist dabei die Bilanzqualität zentral.

Wie werden sich die Bewertungen in nächster Zeit entwickeln?

Der Rückenwind durch viele Jahre tiefer und negativer Zinsen ist weg. Insofern wäre es nicht plausibel, für den Gesamtmarkt von steigenden Bewertungen auszugehen. Ich glaube auch nicht, dass die Bewertungen dank Zinssenkungen wieder auf das Vor-Inflations-Niveau steigen werden. Wenn die Zinsen gesenkt werden, dann aus gutem Grund. Dann befinden wir uns gesamtwirtschaftlich in einem Umfeld, in dem auch die Unternehmensgewinne nicht dynamisch steigen.

Gold hat in den Portfolios von Flossbach von Storch einen Anteil von rund 5 bis 10%. Weshalb dieses vergleichsweise hohe Gewicht?

Das Finanzsystem ist und bleibt fragil. Gold ist unsere langfristige Versicherung gegen die bekannten und die möglicherweise noch unbekanntem Risiken ebendieses Systems – und kein kurzfristiger Inflations-Hedge.

Weshalb mischen Sie Ihren Anlageprodukten keine Immobilienanlagen bei?

Wir halten durchaus Anleihen von Wohnimmobiliengesellschaften, die wir etwa dank der stabilen Mieteinnahmen für gut durchfinanziert erachten. Immobilienaktien zu kaufen oder gar in Entwickler zu investieren, ist im Moment eine riskante Wette. Nicht nur in Deutschland, sondern in der gesamten entwickelten Welt zeigt sich an den Immobilienmärkten ein gewisser Stillstand.