

INTERVIEW

‘Ik vrees dat de schuldenelastiek ooit knapt’

‘We zijn zo gewoon geraakt dat er altijd wel een Ben Bernanke zal opstaan die met geld begint te strooien als het moeilijker wordt. Ik hoop dat ik het niet meer moet meemaken, maar ik vrees dat die schuldenelastiek ooit knapt.’ Dat zegt Kurt von Storch, de oprichter van de Duitse vermogensbeheerder Flossbach von Storch.

PETER VAN MALDEGEM

Voor veel Belgische fondsenbeleggers is Flossbach von Storch (FvS) een bekende naam in de portefeuille.

Meer dan 4 miljard euro hebben Belgen intussen al in het populaire gemengde fonds FvS Multiple Opportunities gepompt. De boetiek, die in 1998 werd opgericht door de Duitsers Bert Flossbach en Kurt von Storch, heeft in Europa een belegd vermogen van 70 miljard euro opgebouwd.

‘Tot vandaag zijn we altijd organisch gegroeid. Dat willen we zo houden’, zegt Von Storch, die de onafhankelijkheid van de vermogensbeheerder boven alles plaatst. ‘We hebben ons specifieke DNA en

onze beleggingsstijl. Niemand kan ons opleggen dat we sneller moeten groeien’, wuift Von Storch elke overnamespeculatie weg. ‘Het interesseert me ook niet op roadshow te gaan naar Azië of de Verenigde Staten om ons daar te verkopen. We zijn gepassioneerde beleggers. Ik mag er niet aan denken dat ik twee weken weg zou zijn zonder enige blik op de financiële markten te kunnen werpen. Dat zou voor mij de horror zijn.’

Wat de 62-jarige Von Storch wel bezighoudt, is zijn opvolging. ‘Jongere en gemotiveerde mensen vinden voor ons bedrijf die verantwoordelijkheid willen opnemen, is een grote uitdaging. We proberen jongeren als Tobias klaar te stomen om de continuïteit te garanderen als wij het niet meer kunnen’, zegt Von Storch. Ook in dit interview laat hij Tobias

We willen voorkomen dat onze klanten op de slechtst mogelijke momenten uit de markt stappen.

KURT VON STORCH
OPRICHTER
FLOSSBACH
VON STORCH

Schafföner, verantwoordelijk voor de multi-actiefondsen en de beleggingsstrategie van de groep, mee aan tafel aanschuiven.

U beheert flexibele gemengde fondsen die niet gebonden zijn aan referentie-indexen. Wat is de impact van de forse rentestijgingen op de samenstelling van de fondsen?

Tobias Schafföner: ‘We hebben de voorbije maanden cash omgezet in obligaties. We hebben zelfs wat aandelen verkocht om obligaties te kopen. Het is duidelijk dat de multi-actiefondsen terug van weggeweest zijn. Het heeft opnieuw zin na te denken over de verdeling van het fondsvermogen over verschillende soorten activaklassen. Tegelijkertijd moet je de waardering



© KAROLY EFFENBERGER

gen van individuele aandelen ernstig nemen. We hebben een gigantische renteopstoot gezien. Het resultaat is dat we opnieuw in het oude normaal zitten, waarbij de rentes positief zijn. De aanpassing aan die normale situatie is zowel voor klanten als voor vermogensbeheerders nog bezig. Voor aandelen betekent dat druk op de waarderingen. De aanpassing zal gepaard gaan met koersschommelingen. Maar één ding is zeker, actief beheer heeft meer dan ooit zin!

Als u spreekt over een aanpassingsperiode, bedoelt u dan ook dat aandelen nog te duur zijn en onvoldoende rekening houden met de gestegen rente?

Schafföner: 'De steun die aandelen de voorbije jaren van de lage rente kregen is volledig weg. De waarderingen zijn volgens ons te rechtvaardigen, maar dan moeten de fundamenteën intact blijven. Bij een belangrijke afkoeeling van de economie zijn de waarderingen zeer ambitieus.'

Vindt u de waarderingen van de bigtech aandelen ook te rechtvaardigen?

Schafföner: 'In de technologie sector zijn er zoveel verschillen dat je de aandelen niet over dezelfde kam mag scheren. Je moet naar individuele bedrijven kijken. Dat begint met de kwaliteit van het bedrijf, het zakenmodel, het management en de competitieve voordelen. Neem Microsoft. Dat voldoet op veel vlakken aan het kwaliteitslabel. Zowel de omzet- als de winstgroei blijft indrukwekkend, maar zijn waardering is stevig. Er is dit jaar veel gesproken over artificiële intelligentie (AI). Dat volstond vaak om de koers van Microsoft hoger te duwen. Dit is een moment om voorzichtig te worden. Niet omdat we denken dat AI geen gamechanger zal zijn. Wel omdat de waardering van Microsoft sommige toekomstige successen al inprijs.''

Kurt von Storch: 'Het is heel verleidelijk je te laten meeslepen door de markten, of in een soort FOMO-stemming (*Fear of Missing Out, red.*) te

C fonds cover

komen, waarbij je toch maar koopt om de rally niet te missen. We vinden het cruciaal trouw te blijven aan onze waarderingsdiscipline. Koop geen aandelen die te hoog gewaardeerd lijken. Zeker nu niet, op een moment dat de rentes fors gestegen zijn. Die les heb ik goed onthouden van 1999,

Twee weken weg zijn van de financiële markten zou voor mij de horror zijn.

KURT VON STORCH
OPRICHTER
FLOSSBACH VON STORCH

toen we net waren opgericht. De grote uitdaging was toen ook de juiste balans te vinden tussen deelnemen aan de rally en vasthouden aan de overtuigingen. Als je kwaliteitsvolle bedrijven hebt die tegen 30 keer de winst noteren, is dat geen probleem als de rentevoeten 0 procent zijn. Maar als ze 3, 4 of 5 procent bedragen, moet zo'n bedrijf stevig groeien om die waardering te rechtvaardigen. Daarom is het gevaarlijk waarderungen in historisch perspectief te vergelijken.'

Wordt het optimisme in de techsector ook niet gedreven door het groeipotentieel van artificiële intelligentie?

Von Storch: 'Het enthousiasme over AI doet me denken aan 1999 en 2000, toen internet de wereld zou veranderen. Internet heeft effectief de wereld veranderd. Maar hoeveel bedrijven die toen in de zeepbel zaten, bestaan nog? Ook AI zal de dingen veranderen, maar het is niet duidelijk welke producten of bedrijven daar het meest van profiteren. Ik zie dat veel bedrijven geprijsd zijn voor perfectie. Alles moet goed lopen, wat kan, maar als iets fout loopt, zie je dramatische koersvallen. Neem de Nederlandse betaalspecialist Adyen. Iedereen was altijd positief over het aandeel, maar



BIO Kurt von Storch

- › Medeoprichter Flossbach von Storch (1998).
- › Is verantwoordelijk voor private-wealth-management.
- › Begon in 1987 zijn loopbaan bij Julius Bär als fondsbeheerder en was nadien directeur bij Goldman Sachs in Frankfurt (1992-1998).

toen het bedrijf in augustus een winstwaarschuwing gaf, halveerde de koers. Toch was er aan het bedrijf weinig veranderd. De reden voor de halvering was volgens mij dat de aandelen geprijsd waren voor perfectie.'

Je kan het ook anders bekijken. Big tech zal alleen maar groter worden omdat de bedrijven het potentieel hebben nieuwe spelers en technologieën op te kopen. Het principe van *the winner takes it all*.

Von Storch: 'Ik deel die visie niet. Laat ons eens vergelijken met het jaar 2000. Toen had je het Amerikaanse netwerkbedrijf Cisco Systems. Cisco was een bedrijf dat cruciaal was voor de werking van het internet. Voor beleggers leek het een no-brainer, net zoals Nvidia vandaag noodzakelijk lijkt voor ontwikkelingen in AI. Iedereen kocht toen Cisco. Het bedrijf bestaat nog altijd en heeft het de afgelopen 20 jaar uitstekend gedaan, met een forse omzet- en winstgroei. Maar weet je dat het aandeel nog altijd onder zijn top van 2000 staat? Een goed bedrijf, maar als belegger heb je er weinig aan gehad als je het in 1999 of 2000 hebt opgepikt. En weet je hoe dat komt? Omdat het aandeel in 2000 geprijsd was voor perfectie. Het noteerde tegen 200 keer de winst. Ik zie diezelfde waarderungen vandaag bij enkele techbedrijven. Wil dat zeggen dat je er niet in moet beleggen? Niet noodzakelijk, maar wij passen het gewicht van het bedrijf wel aan in functie van zijn waardering.'

Dat is dan wellicht de reden waarom in de grootste tien aandelenposities van uw fonds bitter weinig Amerikaanse techgiganten zitten. Krijgt u daar geen vragen over van klanten, omdat die aandelen de voorbije maanden de beursindexen op sleeptouw hebben genomen?

Von Storch: 'We hebben belangrijke posities in technologieaandelen. Maar als je de gewichten verlaagt omdat de waarderungen toenemen, eindig je met kleinere gewichten dan veel andere fondsbeheerders die

dicht bij de referentie-index blijven. En inderdaad, er zijn vandaag klanten die ons bellen en vragen waarom we in saaie bedrijven beleggen en niet in de populaire tech aandelen. Ze verwijzen dan naar goede kennissen die beweren dat ze 50 procent rendement in enkele maanden hebben geboekt. Op zo'n moment is het belangrijk je niet te laten meeslepen. Die *fear of missing out*, daar moeten we ons tegen verzetten. Dat is niet makkelijk, want zolang alles goed loopt en je er zelf niet of weinig in belegt, loop je achter op de index. Het is belangrijk dat je dat kan uitleggen aan je cliënten. Dat je zegt dat we hier zijn voor de lange termijn en dat we niet of in elk geval minder willen beleggen in sommige bedrijven wegens onze waarderingsprincipes.'

'Die communicatie naar de cliënten is ook belangrijk als je verliezen boekt, zoals tijdens de beurscorrectie in 2022. Je moet hen uitleggen wat er gebeurt, want de grootste fout die beleggers kunnen maken is te denken dat ze op zo'n moment uit de markt moeten stappen om op de bodem opnieuw in te stappen. Dat lukt nooit. We zijn niet alleen bezig met het beleggen van de centen van onze cliënten, we moeten ook voorkomen dat ze op de slechtst mogelijke tijdstippen van het schip springen.'

Goud is altijd een belangrijke positie geweest in uw fonds. Ook vandaag bedraagt het gewicht ervan 10 procent. Waarom?

Von Storch: 'Goud zit al sinds eind de jaren 90 in ons fonds. Daar waren twee redenen voor. De eerste is dat onze beleggers in euro denken. We hadden altijd het idee dat de euro als een gemeenschappelijke munt breekbaar was. Daarom kan je als belegger maar beter diversifiëren in andere munten. We zien goud als een munt, niet als een grondstof. Als we de voorbije jaren bekijken, heeft dat zeker geholpen. Uitgedrukt in euro is de goudprijs gestegen. Niet elk jaar. En uiteraard waren er ook correcties. Maar sinds 2000 is goud een

strategisch waardevolle belegging gebleken.'

'De tweede reden is dat goud helpt in perioden van instabiliteit. Dat kan een pandemie zijn, stijgende rentevoeten, de val van een grote Zwitserse bank... Vorig jaar kenden we voor het eerst een forse daling van aandelen én obligaties. De portie goud heeft geholpen de portefeuille te stabiliseren en te garanderen dat de cliënten niet van het schip sprongen. Het is cruciaal je klanten belegd te houden. Dat is onze doelstelling.'

Schafföner: 'Er zijn goede redenen om aan goud vast te houden als diversificatie in een portefeuille. Maar de redenen om dat te doen kunnen in de tijd veranderen. Vandaag is het



BIO
Tobias Schafföner

- › Partner bij Flossbach von Storch sinds 2022.
- › Hoofd multi-activa-fondsen.
- › Begon in 2012 zijn loopbaan bij Flossbach als fondsbeheerder.

vooral belangrijk als afdekking tegen de risico's van het financieel systeem. Wat vandaag minder speelt, is de dekking tegen inflatie. Het helpt enkele dagen, misschien weken, maar met beleggingen die positieve reële rendementen opleveren zijn er betere manieren om uw portefeuille tegen inflatie te beschermen.'

Veel bedrijven zijn geprijsd voor perfectie.

TOBIAS SCHAFFÖNER
FONDSBEHEERDER
FLOSSBACH VON STORCH

Wat is het grootste risico op de markten?

Von Storch: 'Op de lange termijn: de schulden en de manier waarop ze aangepakt worden. Iedereen is zo gewoon geraakt aan hoge schuldenniveaus. Men gaat ervan uit dat we dat overleven en dat er altijd opnieuw een Ben Bernanke (van 2006 tot 2014 voorzitter van de Amerikaanse centrale bank, red.) zal opstaan die met geld zal strooien. De grote zelfgenoegzaamheid over de manier waarop we onze schuldenbergen laten aangroeien, is verontrustend. Mensen denken dat het geen kwaad kan schulden te hebben. Het lijkt niets uit te maken. Die denkwijze kan gevaarlijk zijn. Ik vrees dat er een moment komt, ik hoop dat ik het niet meer moet meemaken, dat deze manier van denken breekt. In de VS zitten we aan een schuldenniveau van de overheid van 120 procent van het bruto binnenlands product, in Europa tot 140 procent. We kunnen op een punt komen waarop we 50 procent van de belastingen nodig hebben om de interesten op de overheidsschulden terug te betalen. Er kan een moment komen waarop de elasticiteit knapt. Dat is voor ons een belangrijke reden om in reële activa te beleggen.'

C fonds cover



Tegelijk zijn overheidsobligaties interessanter geworden door de gestegen rentes. Hoe gaat u met die evenwichtsoefening om?

Schafföner: 'Als je in overheidsobligaties van de eurozone belegt, zit je in een moral hazard-situatie. Je kan de hogere rentes van Italiaanse overheidsobligaties vermijden omdat het land veel schulden torst, maar je weet ook dat de eurozone er alles aan doet om landen in de problemen te redden. Veel beleggers redeneren: ze hebben Griekenland aan boord gehouden, weliswaar met veel schade, en ze zullen wellicht hetzelfde doen met Italië, al zal de schade dan kleiner zijn omdat er monetaire grenzen zijn. Dan is de vraag hoe ver de renteversillen tussen Italiaanse en Duitse overheidsobligaties kunnen oplopen vooraleer er een monetaire interventie komt. Ik ben geen koper van Italiaanse overheidsobligaties, maar ik sluit niet uit dat ik ze in een stresssituatie toch zal oppikken.'

'Waar we minder bezorgd over zijn, zijn de discussies over de ratingverlaging van de VS. De Amerikaanse overheid kan zijn eigen schuld opkopen. Ze kan geld printen als ze dat nodig heeft. Het schuldenplafond komt af en toe naar boven, maar de VS zullen hun schulden altijd kunnen beheeren. De globale overheids- en privéschulden zijn wel slecht nieuws voor de Amerikaanse economie. Maar ik geloof niet in een technisch faillissement op federaal niveau.'

Belegt u ook in China?

Schafföner: 'We beleggen niet in landen, maar in bedrijven. We verkiezen indirect te beleggen in de groeimarkten, via Europese of Amerikaanse bedrijven die een belangrijk deel van hun omzet in die landen realiseren. Dat komt omdat we het belangrijk vinden de kwaliteit van een bedrijf correct te kunnen inschatten. Daarom zijn we voorzichtig met Chinese bedrijven. Als jonge mensen

Ik ben geen koper van Italiaanse overheidsobligaties, maar ik sluit niet uit dat ik ze in een stresssituatie toch zal oppikken.

TOBIAS SCHAFFÖNER
FONDSBEHEERDER
FLOSSBACH VON STORCH

beslissen dat het aantrekkelijker is voor de overheid te werken dan voor bedrijven, is dat geen goed voorteken voor de potentiële groei van dat land. Dat gebeurt nu in China. Ook de politieke situatie van het land is zeer uitdagend. Al die elementen moet je meenemen als je in Chinese aandelen wil beleggen. Het is een kwestie van return en risico. Vandaag denk ik dat het risico groter is dan de potentiële return.'

U bent actieve beleggers. Hoe kijkt u naar passieve indexfondsen die almaar meer ontdekt worden door beleggers?

Von Storch: 'Er zijn meerdere wegen naar Rome. Actief en passief beheer hebben hun plaats. Onze belangrijkste ambitie is de beleggingscultuur in Europa te veranderen. We willen dat jongeren leren sparen en beleggen om hun toekomst veilig te stellen. Ik heb drie kinderen tussen 21 en 26 jaar. Als ze hun eerste loon krijgen, raad ik ze aan om vanaf dan elke maand 50 euro te beleggen voor de rest van hun loopbaan. Het maakt me niet uit als ze dan een tracker op de MSCI World (een wereldindex, red.) kiezen of iets anders.'

'Ik denk alleen dat er vandaag ook argumenten zijn voor actief beheer. We zitten in een andere wereld. Als de zon elke dag schijnt en de indexen gaan alleen maar hoger, is dat een uitstekend klimaat voor passief beleggen. Maar als de uitdagingen groter worden en de weg hobbeliger, heb je iemand nodig die de dingen uitlegt. Iemand die garandeert dat je geïnvesteerd blijft. De grootste bedreiging van ETF's is dat het heel eenvoudig is eruit te stappen. Eruit stappen op het foute moment is het slechtste wat je kan doen.'

Wat is uw grootste ambitie?

Von Storch: 'Ik wil er zeker van zijn dat als ik dood ben, het bedrijf nog altijd bestaat en beheerd wordt op de manier waarvan we denken dat het goed is. En dat beleggers een goed product hebben om hun geld op lange termijn te beleggen.'