

DER VOLATILITÄT FLEXIBEL BEGEGNEN

Nicholas Gartside, Manager des JPMorgan Funds – Global Bond Opportunities Fund, verfügt über große Freiheitsgrade, um eine Überrendite an den Rentenmärkten zu erzielen. Christopher Wolter, Fondsanalyst bei Deka Investment, befragte ihn für TiAM über die Rolle von Benchmarks für Bond-Investoren, die Bedeutung von Liquidität, Volatilität und die generelle Marktlage

TIAM TACHELES
Finanzprofis unter sich



Christopher Wolter: Die Märkte waren in diesem Jahr stark von politischen Ereignissen wie dem Referendum in Großbritannien und dem US-Wahlkampf getrieben. Glauben Sie, dass im nächsten Jahr wieder mehr die Fundamentaldaten entscheidend sein werden?

Nicholas Gartside: Die vergangenen Monate haben uns einige Erkenntnisse gebracht. Eine dieser Erkenntnisse ist, dass der Ausgang von Wahlen oder Referenden äußerst schwer zu prognostizieren ist. Die andere Erkenntnis ist, dass politische Risiken nicht mehr so schnell verschwinden. Schauen wir uns die Verhandlungen rund um den Brexit an. Diese Situation wird noch im kommenden Jahr für Unruhe sorgen. Politische Risiken sind vorhanden und werden auch 2017 eine Rolle spielen. Investoren sollten sich darauf einstellen. Blicken wir doch einmal ins nächste Jahr: In Frankreich wird ein Präsident gewählt, in Deutschland stehen Bundestagswahlen an, und vor diesen beiden Ereignissen führen die Italiener ein Referendum durch, das seinerseits eine gewisse Wirkung entfalten könnte. Dennoch sollten Anleger nicht nur an politische Ereignisse denken. Gerade

bei Anleihen sind Fundamentaldaten noch immer am wichtigsten. Dabei denke ich an Wachstums- oder Inflationserwartungen. Diese wichtigen Fundamentaldaten treten lediglich ein wenig in den Hintergrund, wenn politische Ereignisse für Volatilität sorgen.

Wolter: Wir erleben nun schon eine ziemlich lange Zeit eine Niedrigzinsphase. Ihr Global Bond Opportunities soll gerade in diesem Umfeld Antworten bieten. Was hat Ihr Fonds, was andere in diesem Bereich nicht leisten können?

Gartside: Unser bestes Argument ist ganz klar unsere Flexibilität. Grundsätzlich besteht wohl kein Zweifel daran, dass sich die Suche nach attraktiven Opportunitäten an den Anleihemärkten zunehmend schwieriger gestaltet: Die Renditen sind niedrig, die Risikoprämien haben sich eingeeengt, und die Volatilität nimmt wieder zu. Um erfolgreich zu sein, muss man die gesamte Bandbreite der Märkte tief gehend analysieren, um die Segmente zu identifizieren, die unter risikoadjustierten Aspekten noch Potenzial bieten. Neben einer dynamischen und flexiblen Asset Allocation ist es auch sinnvoll, die Duration flexibel steuern zu können und Freiheit bei der Auswahl der Anleihequalität zu haben. Denn als Folge der Niedrigzinsphase ist das Angebot an Anleihen äußerst groß. Um dieses Angebot effektiv nutzen zu können, müssen Investoren flexibel sein oder werden. Es geht darum, zur richtigen Zeit in die besten Ideen zu investieren.

Wolter: Warum haben Sie sich nicht einfach an einer Benchmark orientiert, die fundamentale Kriterien berücksichtigt?

Gartside: Das wäre natürlich ein Ansatz. Man könnte beispielsweise auf einen Index bauen, der Emittenten nach ihrer Wirtschaftsleistung gewichtet oder der auf Emittenten setzt, die eine geringe Verschuldungsquote aufweisen. Doch auch

diese Lösung ist vergleichsweise starr. Beispielsweise hätte eine Gruppierung nach Schuldenquote zu geringe Volumina zur Folge. Als Investoren wünschen wir uns eine ganze Reihe von Chancen. Mit einem flexiblen Ansatz gelingt uns dies besonders gut.

Wolter: Was können Investoren von Ihrem flexiblen Ansatz erwarten?

Gartside: Anleger sollten zunächst einmal keine statische Asset Allocation erwarten, sondern einen dynamischen Prozess. Die Aufgabe des Fondsmanagers ist es, innerhalb dieses Prozesses potenzielle Werte zu identifizieren und diese Chancen wahrzunehmen. Wir akzeptieren dabei Volatilitäten zwischen fünf und zehn Prozent. Zugegebenermaßen ist der letzte Wert vergleichsweise hoch, aber wir schließen nicht aus, dass es Chancen geben kann, die es rechtfertigen, dass wir dieses Risiko bewusst in Kauf nehmen. Grundlage unserer Investments ist natürlich unsere Analyse. Wir verstehen uns als Kreditgeber und nehmen Emittenten entsprechend gründlich unter die Lupe.

Wolter: Welches Renditeziel hat ihr Fonds, und mit welchem Zeithorizont sollten Anleger investieren?

Gartside: Wir versuchen, den Barclays-Multiverse-Index zu übertreffen. Dieser Index kommt unserem Fonds zumindest vom Umfang der enthaltenen Anleihesektoren von Staatsanleihen bis High Yield recht nahe. Darin ist Emerging Debt ebenso vertreten wie Papiere aus Industrieländern. Hinzu kommen Titel mit Investment-Grade aber auch High-Yield-Titel. Unser konkretes Renditeziel hängt maßgeblich davon ab, welche Opportunitäten sich uns bieten.

Wolter: Das heißt für dieses Jahr?

Gartside: Wir erwarten für 2016 eine Überrendite von rund 2,5 Prozent gegenüber dem Barclays-Multiverse-Index.

Gut aufgestellt: Fondsmanager Nick Gartside (r.) von J.P. Morgan AM kann flexibel agieren, Christopher Wolter, Fondsanalyst der Deka, lotet die Anlagegrenzen aus

Wolter: Produkte wie ihr Fonds korrelieren oftmals stärker mit dem Aktienmarkt. Ist das der Preis für höhere Portfoliorendite?

Gartside: Wir können in unserem Portfolio bis zu 75 Prozent in High-Yield-Papiere investieren. In diesem Bereich sind Korrelationen mit Aktien gar nicht zu vermeiden. Doch legen wir es überhaupt nicht darauf an, ständig diese hohen Anteile an Hochzinsanleihen im Portfolio zu haben. Es ist Teil unseres Ansatzes, dass wir Korrelationen unseres Produkts mit anderen Anlageklassen ständig im Blick haben. Dazu gehören neben Aktien auch Staatsanleihen, die Inflation oder der Euro. Wenn wir Chancen sehen, gehen wir bewusst hohe Korrelationen ein. Entscheidend ist aber, dass wir diese Korrelationen auch wieder abbauen.

Wolter: Die Liquidität am Corporate-Markt lässt mitunter zu wünschen übrig. Inwiefern beschränkt Sie das in Ihrem flexiblen Ansatz?

Gartside: In der Tat haben wir auf einigen Teilmärkten, wie beispielsweise in Unternehmensanleihen, zeitweise einen Liquiditätsengpass gesehen. Doch ich sehe darin für uns keine zu große Einschränkung. Ich möchte außerdem eine Unterscheidung machen. Ich glaube nicht, dass es die eigentliche Liquidität ist, die den Märkten ein wenig Sorge bereitet. Ich glaube eher, dass die Kosten der Liquidität ein Problem sein können. Dadurch werden bestimmte Kursbewegungen verstärkt. Als flexible Investoren können wir diese Übertreibungen erkennen und daraus Vorteile für unsere Strategie ziehen. Solange sich Investoren auf die Liquiditätssituation einstellen können, sehe ich darin kein Problem.

Wolter: Wir haben bereits erfahren, dass Sie sich an keiner Benchmark orientieren. Welche Richtlinien für Investments haben Sie sich selbst auferlegt?

Gartside: Dazu muss ich ein wenig ausholen. Uns arbeiten etwa 200 Analysten an 15 verschiedenen Standorten zu. Um diese Informationen effektiv bündeln zu können, haben wir eine gemeinsame Sprache etabliert. Jeder Analyst betrachtet mögliche Anlageziele mittels drei Filtern. Konkret sind das fundamentale, quantitative und technische Faktoren. Dies sorgt dafür,

„Wir erwarten eine Überrendite von rund 2,5 Prozent zum Index.“



„Mit welcher Fondsrendite rechnen Sie in diesem Jahr?“

dass unsere Analyse sehr kohärent und nachvollziehbar ist. Im nächsten Schritt geht es um die konkrete Zusammenstellung des Portfolios. Beispielsweise gewichten wir Positionen nach Risiko. Dies ist ein sehr mächtiges Instrument, weil man so Risiken begrenzen kann, ohne überhaupt gehandelt zu haben. Im nächsten →



Wenn Risiken gerechtfertigt sind, gehen wir diese bewusst ein.“

Nick Gartside, J.P. Morgan Asset Management



Hartnäckig: Fondsanalyst Wolter (l.) lässt sich erklären, wie Fondsmanager Gartside (r.) beim Global Bond Opportunities Fund Überrendite erzielen will

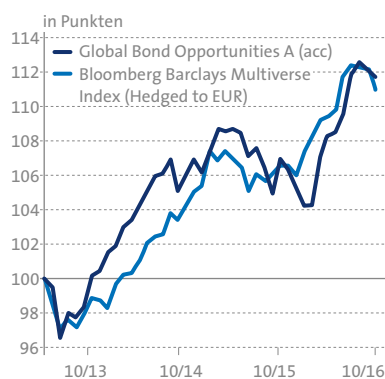
DER FONDS

Fondsname	JPM Global Bond Opp. A (acc) – EUR (hedged)
Schwerpunkt	Anleihen weltweit
Fondsmanager	N. Gartside, R. Michele, I. Staley
Fondsstart	22.02.2013
Aufl. Anteilsklasse	16.04.2013
Fondsvolumen	2,234 Mrd. \$
Laufende Kosten	1,20 %
Wertzuw. 3 J. p. a.*	3,72 %
ISIN	LU 089 059 763 5
Fondsinfos	www.jpmmorganam.de

*Stand: 31.10.2016

ZIEL ERREICHT

Fondsperformance zur Benchmark



Quelle: J.P. Morgan Asset Management

In den letzten drei Jahren konnte der Fonds nach Kosten (Retail-Anteilsklasse) eine leichte Outperformance erzielen

Schritt blicken wir auf Korrelationen zu wichtigen Risikoindikatoren wie Staatsanleihen, Öl oder dem Euro. Im letzten Schritt modellieren wir die Duration. Dabei ist uns einerseits wichtig, wann und wie lange wir mit Erträgen rechnen können, und andererseits, wie sensibel unser Portfolio auf Zinsänderungsrisiken reagieren wird.

Wolter: Wie hat sich Ihr Durationsansatz über die Zeit entwickelt?

Gartside: Duration muss man flexibel interpretieren. Besonders wichtig ist es, die Duration auf verschiedenen Zeitebenen zu untersuchen. Wir betrachten kurzfristige, mittelfristige und langfristige Zeiträume und leiten daraus unsere Einschätzung ab.

Wolter: Arbeiten Sie mit Risikobudgets?

Gartside: Wir investieren ausgehend von unseren Investment-Ideen. Jede einzelne Idee muss sich gemessen am eingegangenen Risiko lohnen. Hinzu kommt, dass wir Korrelationen einzelner Positionen berücksichtigen. Eine Untergrenze für das Risiko kennen wir nicht. Nach oben haben wir mit einer Volatilität von zehn Prozent großen Spielraum. Aber nochmal: Es ist wichtig, diese Spielräume flexibel zu begreifen.

Wolter: Sie arbeiten mit Investment-Buckets – zum Beispiel bei High-Yield-Papieren oder auch bei Emerging-Markets-Anleihen. Wie genau sind diese Grenzen definiert?

Gartside: Eine Einschränkung ist die Duration. Dabei agieren wir in einer Spanne von minus zwei bis acht. Ich muss dazu sagen, dass eine negative Duration äußerst selten vorkommt. Dabei müsste beispielsweise die Europäische Zentralbank schon sehr

aggressiv vorgehen. Im Bereich der Hochzinsanleihen sehen wir ein Maximum bei 75 Prozent des Portfolios. Fremdwährungen allokatieren wir maximal mit 50 Prozent, aber gerade hier gilt, dass wir diese Spielräume nur sehr selten ausnutzen.

Wolter: Spielen Fremdwährungen als Absicherungsinstrumente eine Rolle?

Gartside: Nein. Wir suchen Chancen am Anleihemarkt. Währungen nehmen dabei bewusst eine untergeordnete Rolle ein.

Wolter: Sie können bis zu 75 Prozent in Hochzinspapiere investieren. Wie begrenzen Sie während Stressphasen das Risiko? Beispielsweise mittels Derivaten?

Gartside: Wir nutzen Foreign-Exchange-Futures, um kurzzeitig Währungsrisiken zu reduzieren. Bund-Futures und andere Staatsanleihen haben den Zweck, kurzzeitig unsere Duration anzupassen. Andere Instrumente setzen wir kaum ein. Wir haben zwar die Möglichkeit, beispielsweise auf den CDX-High-Yield-Index zurückzugreifen, doch kommt das selten vor. Wir haben auch wenig Interesse daran, Bestände während Stressphasen zu verkaufen. Vielmehr lassen wir uns von unseren mittelfristigen fundamentalen Einschätzungen leiten. Zu diesem Ansatz gehört auch, dass wir uns während Phasen hoher Volatilität nicht aus unseren Positionen drängen lassen.

Wolter: Lassen Sie uns über Ihr Team sprechen, das aus drei Fondsmanagern besteht. Wie arbeiten Sie zusammen?

Gartside: Wir haben uns mit voller Überlegung genau so aufgestellt. Der Hintergedanke war, dass wir sämtliche Regionen



Nicholas Gartside

Portfoliomanager, J.P. Morgan AM

Nicholas Gartside ist seit 2010 CIO der International Fixed Income and Currency Group bei J.P. Morgan Asset Management und zudem Co-Fondsmanager der flexiblen Anleihe- und Multi-Sektor-Fonds. Er ist Absolvent der Durham University und Cambridge University sowie CFA Charterholder.



Christopher Wolter

Fondsanalyst, Deka

Christopher Wolter ist seit Januar 2012 im Fondsresearch der Deka tätig und dort für die Analyse von globalen Rentenfonds zuständig. Er hat eine Ausbildung als Bankkaufmann absolviert und Wirtschaftswissenschaften in Bochum und Gießen studiert. Er ist ebenfalls CFA Charterholder.

abdecken. Ein Fondsmanager agiert aus den USA heraus, ich selbst bin in London. Dies gibt uns den globalen Überblick, der für ein Produkt wie unseren Global Bond Opportunities nötig ist. Hinzu kommt, dass wir von Investment-Ideen leben. Dass wir als Team vergleichsweise breit aufgestellt sind, sorgt automatisch für eine größere Anzahl möglicher Ideen. Diese Ideen gruppieren wir in einer Heatmap, die je nach Chancen angeordnet ist. Daraus leiten wir am Ende auch unsere Asset Allocation ab. Wir wollen in unserem Fonds die besten Ideen abbilden. Dies schaffen wir, indem wir unseren Top-down-Ansatz mit einem Auswahlverfahren kombinieren, das bottom-up vorgeht und Risiken aufseiten der Emittenten analysiert.

Wolter: Ihr Fonds existiert nun seit rund dreieinhalb Jahren. Was würden Sie im Nachhinein anders machen?

Gartside: Wir sind zufrieden, und unsere Investoren können das auch sein. Wenn man zurückblickt, findet man natürlich immer einige Entwicklungen, die man genauso nicht erwartet hätte. Beispielsweise hat uns das extrem niedrige Niveau der Rendite von Staatsanleihen während der vergangenen Jahre überrascht.

Wolter: Was machen Sie, wenn sich eine Ihrer Investment-Ideen als nicht richtig herausstellt?

Gartside: Gerade ein Ansatz, der ohne Benchmark auskommt, muss sich Fehler auch eingestehen. Wenn wir falsch liegen, korrigieren wir das zügig. Das Schöne an unserer Flexibilität ist, dass wir meist Alternativen finden, um eine falsche Entscheidung wiedergutzumachen. Dass uns

dies in der Vergangenheit gelungen ist, zeigen die Performance-Daten bezogen auf einzelne Sektoren. Wir haben in einzelnen Bereichen niemals größere Verluste angesammelt.

Wolter: Lassen Sie uns konkret werden. Insbesondere das letzte Quartal 2015 war sehr herausfordernd. Wie sind Sie durch diese Marktphase gekommen?

Gartside: Unser Erfolgsgeheimnis war, dass wir an unseren Investment-Ideen festgehalten haben. Ein Großteil der Unruhe im Markt wurde 2015 von Energieversorgern ausgelöst. Andere Hochzinsanleihen haben sich in dieser Phase gar nicht so schlecht entwickelt. Konkret hatten wir Ende 2015 das größere Exposure bei den richtigen Hochzinsanleihen. Wir hatten einige Durationsrisiken und auch einige besicherte Anleihen im Portfolio. Diese Märkte haben sich besser entwickelt und konnten daher auch einen guten Beitrag zur Entwicklung unseres Portfolios leisten.

Wolter: Halten Sie Ihr Produkt für alle Marktphasen gerüstet, oder gibt es Situationen, die Ihrem Fonds zusetzen könnten?

Gartside: Wir haben in den letzten dreieinhalb Jahren gesehen, dass der Fonds gut durch verschiedene Marktphasen kommt. In Zeiten geringer Volatilität und enger Spreads können wir die Stärke unserer großen Flexibilität allerdings nicht so gut ausspielen. Ein historisches Beispiel wären die Märkte von 2005 und 2006. In agileren Marktphasen ergeben sich für einen Fonds wie den Global Bond Opportunities allerdings vielfältige Chancen, die wir dank unseres flexiblen Ansatzes auch wahrnehmen können. ■