

---

## Asset Allocation in der Spätphase des Zyklus

Nach den Analysen von JPMorgan Asset Management ist der internationale Konjunktur- und Kapitalmarktzyklus ziemlich „reif“ und fortgeschritten, dennoch wird kein unmittelbares Ende des Zyklus erwartet. Der Grund wird hauptsächlich darin gesehen, dass die Geldpolitik, insbesondere die Fed-Politik in den USA, trotz gestraffter geldpolitischer Zügel weiter „accomodative“, sprich Konjunktur-förderlich, bleibt. Wie John Bilton, Leiter Global Multi Asset Strategy, erläuterte, gehen dem Ende eines Zyklus normalerweise Änderungen im Momentum der stärker fluktuierenden Indikatoren voraus. Das ist derzeit nicht der Fall. Deshalb ist man bei JPMorgan „nicht sonderlich besorgt“. Auch vom internationalen Handelsdisput drohe keine Gefahr, so die Meinung, da der Disput eher aus einem bestimmten „ideologischen Winkel“ komme und langfristig kaum Wirkung habe. Andererseits könnten Investoren mit der Rückkehr realer Zinserträge in den USA wieder Kapitalanlagen tätigen, ohne Risiko eingehen zu müssen. Dies könnte den Appetit für Risikoanlagen verringern.

### Aktienquote nicht untergewichten, aber neu strukturieren

Die Quintessenz für die Anlagepolitik lautet: Es erscheint nicht sinnvoll, Aktien niedriger zu gewichten. Eine neutrale oder sogar Über-Gewichtung wird anhaltend unterstützt durch den günstigen Ausblick für Wachstum und Erträge. Und gerade im Spätzyklus, so hat man bei JPMorgan beobachtet, können die Returns spektakulär sein. Dabei gilt weiterhin, dass US-Aktien dank der kräftigen US-Wirtschaft das Feld anführen. Die Frage ist allerdings, wie die Portfolien „elastischer“ gemacht werden können für den Fall, dass doch ein Abschwung zu befürchten ist. Die Antwort der JPMorgan Manager für den Aktienbereich lautet, eine deutliche regionale Diversifikation beizubehalten, Übergewichtungen in Mid- und Small-Caps abzubauen, stattdessen Qualitäts- und Value-Stocks hinzuzufügen und – es klingt einigermaßen überraschend – durchaus auch wieder Übergewichtungen in Wachstumswerten in Betracht zu ziehen.

Und für das gesamte Portfolio empfiehlt Bilton, in dieser Spätphase der Konjunktur verstärkt ein Auge auf Liquidität und Nicht-Linearität im Portfolio zu haben.

### Günstigere Bedingungen für Liquid Alternatives

Mit diesem Hinweis gab er quasi eine Steilvorlage für Liquid Alternatives (Hedgefonds). Im Rückblick hat diese Anlageklasse in den vergangenen Jahren enttäuscht. Für die letzten 10 Jahren haben die beiden zuständigen Manager, Sherene Ban und Karim Leguel, einen durchschnittlichen Return von weniger als 1 Prozent p.a. errechnet. Grund waren niedrige Volatilität und sinkende Zinsen. Mit dem Blick nach vorne auf steigende Zinsen (in USA schon sehr ausgeprägt) und steigende Volatilität beginnt sich das Umfeld aber neu zu sortieren. Denn nach aller Erfahrung, betont man bei JPMorgan, haben Hedgefonds in solchen Phasen outperformed. Der zyklische Gegenwind, dem Hedgefonds in den vergangenen Jahren ausgesetzt waren, wird sich nach Meinung der Manager daher deutlich ermäßigen oder sogar in Rückenwind umkehren. Somit kann nicht nur der Portfolio-Return durch Hedgefonds-Anlagen verbessert werden, sondern auch seine Qualität – dank geringer Korrelation haben Hedgefonds das Zeug, künftig zu einem Portfolio-Schutz zu werden.

Welche Struktur die Liquid Alternatives nach Vorstellung der JPMorgan-Manager haben sollten, zeigen sie beispielhaft an ihrem Multi-Manager Alternatives Fund. Die wesentlichen Anteile

---

verteilen sich dort auf Long/Short Equity mit 34 Prozent, Merger Arbitrage/Event Driven 23, Credit 19, Relativ Value 16 und Opportunistic/Macro 6 Prozent. Diese Struktur hat nach Aussage von Sherene Ban nur eine sehr geringe Korrelation zum MSCI und sogar eine negative Korrelation zu Fixed Income. Gleichzeitig wird die Überkreuz-Korrelation durch die verschiedenen Strategien ebenfalls sehr gering gehalten.

## **Volatility is back**

Die Rückkehr der Volatilität ist auch das Stichwort für andere, weniger liquide Alternatives, insbesondere Private Equity, Infrastruktur und Immobilien. Motto der JPMorgan-Manager: Diversify in Income.

Speziell Infrastruktur ist für JPMorgan ein sehr gesuchtes Asset. Grund ist die Erwartung ansteigender Inflation. Denn der Vorteil von Infrastrukturanlagen ist, dass ihre Returns durch ihre Vertragsstruktur parallel zur Inflationsrate laufen. Damit haben die Investoren sowohl Inflationsschutz wie zugleich reales Einkommen. Besonders attraktiv erscheinen den Managern im Infrastrukturbereich Energieanlagen, und zwar speziell Solar- und Windanlagen. Grund: Sie sind viel billiger als andere Energieanlagen, etwa Kohle- oder Gasanlagen.

Grundsätzlich ähnliche Überlegungen gelten für den Immobilienbereich. Dabei ist auch ESG ein Treiber. So kann beispielsweise die Ausrüstung von bestehenden Gebäudeblöcken mit neuen LED-Lampen zu erheblichen Ersparnissen an elektrischer Energie führen – „halbe Wälder“ können damit bei einem Gebäudeblock erhalten werden.

## **Integration von ESG-Kriterien**

Offensichtlich gewinnt auch in Amerika das Nachhaltigkeitsthema an Bedeutung. Wie Chris Willcox, CEO of Asset Management, zu Beginn betonte, ist auf Dauer angestrebt, dass die Kapitalanlagen in den JPM-Portfolien den ESG-Kriterien entsprechen. Derzeit geht es darum, die ESG-Kriterien nun auch formal in alle Prozesse zu integrieren. Nach Willcox Aussage sind auch schon zuvor ESG-Kriterien in die Anlagepolitik eingeflossen, dies aber eher auf informelle Weise. Als weiteres Vorhaben haben die Manager das Impact Investing auf ihrer Agenda, das heißt, sie wollen versuchen, auch Impact mit ihren Investitionen zu erreichen. Dies steht aber erst am Anfang.

Nach Angaben der beiden für ESG-Integration zuständigen Manager, Rob Hardy und Travis Spence, hat JPMorgan Asset Management schon im Jahr 2000 die UN Principles of Responsible Investment unterschrieben. Die Integration von ESG-Kriterien ist bislang bei Assets von 360 Mrd. USD erfolgt, davon sind 228 Mrd. Aktienanlagen, 53 Fixed Income-Anlagen und 78 Alternatives. Bei Assets under Management von insgesamt 1,7 Bill. USD erscheint der Spielraum nach oben rechnerisch noch beträchtlich. Aber es hängt natürlich auch von der Nachfrage und dem Interesse der vorwiegend institutionellen Kunden ab, inwieweit gemanagte Gelder diesem Anspruch unterliegen.

Bemerkenswert ist die Integration im Fixed Income Bereich. Denn gerade dort stellen sich schwierige Fragen der Bewertung. Wie Travis Spence erläuterte, sind High Yield- und Emerging Markets nur zu Teilen mit ESG-Bewertungen zu erfassen. Ähnliche Fragen stellen sich auch bei Mortgage Bonds. Green Bonds sind zwar einbezogen, müssen aber jeweils daraufhin geprüft werden, inwieweit sie mit den ESG-Kriterien konsistent sind. Besondere Probleme werfen Corporate Bonds auf, da ihre Bewertung nicht unbedingt mit der ESG-Bewertung des Aktienwerts übereinstimmt – dies zum Beispiel dann nicht, wenn die Emission der Bonds zum Beispiel durch Tochtergesellschaften in Off-Shore-Finanzplätzen erfolgt.

---

Noch schwieriger ist das Thema Impact Investing im Hinblick auf seine Messbarkeit. Einzelne Ansätze sind dazu entwickelt worden, aber Investitionen stehen erst am Anfang. Immerhin gibt es schon einzelne Beispiele wie einen Health Care Fund.