

Hintergrund

Juli 2008

Globalisierung 2.0 – Warum man auch am
Rentenmarkt global denken sollte

©2008. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Globalisierung 2.0 – Warum man auch am Rentenmarkt global denken sollte

- ◆ Obwohl der Anteil von Auslandsanlagen an den gesamten Kapitalanlagen bei den meisten Anlegergruppen in den letzten Jahren stetig angewachsen ist, weisen die Investments in allen Assetklassen noch immer einen ausgeprägten „Home Bias“, eine überprozentuale Gewichtung des Heimatmarktes, auf. Diese Bevorzugung der Heimatwährung ist im Bereich Fixed Income besonders ausgeprägt.
- ◆ Die Wissenschaft hat sich in vielen Artikeln mit dem Home Bias der (institutionellen) Investoren auseinandergesetzt („Home Bias Puzzle“). Am plausibelsten erscheint die Argumentation, dass die Anleger wegen des Versuches, ein gewisses Asset-Liability-Matching zwischen Verbindlichkeiten und Aktiva zu gewährleisten, ihre Anlagen auf die Heimatwährung konzentrieren, um den „Mismatch“ mit den Verbindlichkeiten auf der Währungsseite gering zu halten. Sie sind nur dann bereit, Auslandsanlagen zu tätigen, wenn sie dort wesentlich höhere Erträge als im Inlandsmarkt erwarten, oder wenn die Auslandsinvestments für eine deutliche Risikodiversifikation in Frage kommen.
- ◆ Die Argumente gesteigerter Ertragschancen und der Risikostreuung sprechen dafür, im Fixed Income-Bereich zumindest mit Teilen der Anlagen global zu gehen. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Zinsen im Inland niedrig und die Zinsstrukturkurve sehr flach ist. Die Weite der globalen Rentenmärkte mit ihrer Vielfalt an Anlagealternativen lockt (insbesondere dann) durch ihr Diversifikationspotenzial, aber auch durch die Möglichkeit, sich vom Zinszyklus des Heimatmarktes zu lösen. In der jüngsten Kapitalmarktkrise konnten globale Rentenportfolios oft besser abschneiden als reine Euroland- oder reine US-Fixed Income-Konzepte.
- ◆ Der Inlandsrentenmarkt macht nur einen kleinen Teil des Weltrentenmarkts aus. Außerhalb des Heimatmarktes findet der Anleger eine Fülle von Anlagealternativen, die er zu Hause nicht findet. So macht beispielsweise aus Sicht eines Euroland-Investors der heimische Rentenmarkt nur rund ein Drittel des Weltrentenmarkts aus. Viele Teilssegmente wie den High Yield-Markt oder Inflation-Linked-Bonds gibt es außerhalb von Euroland in einer ganz anderen Fülle und Tiefe. Emerging Markets Debt, eine besonders attraktive Variante der Risikodiversifizierung, existiert nur außerhalb der entwickelten Märkte.
- ◆ Die historischen Erfahrungen zeigen, dass es an den globalen Rentenmärkten auf aktives Management ankommt. Durch die Kombination einer begrenzten Anzahl verschiedener internationaler Rentenmärkte, die miteinander gering korreliert sind, lässt sich auf Dauer eine deutlich bessere Performance oder ein niedrigeres Risiko erzielen als durch ein „naives, auf der Marktkapitalisierung basiertes Going Global“ oder durch eine Konzentration auf den Heimatmarkt.

Globalisierung 2.0 – Warum man auch am Rentenmarkt global denken sollte

Globalisierung 2.0

Die Globalisierung ist die große Erfolgsgeschichte der letzten zwanzig Jahre, die sich aufgrund ihrer Dynamik stetig weiterentwickelt hat. Insbesondere seit der Jahrtausendwende hat sich die globale Umgebung für Unternehmen, Menschen und Staaten grundlegend geändert. Viele sprechen in diesem Zusammenhang von Globalisierung 2.0.¹

In den ersten Jahrzehnten der Globalisierung konzentrierte sich der Prozess mehr oder weniger auf den Bereich des Handels, also auf Importe und Exporte von Waren, begleitet von einem unvermeidlichen Maß an Direktinvestitionen, um die Produktion und den Warenverkehr zu vereinfachen und die Warenströme sicherer zu machen. Mittlerweile ist die Globalisierung aber an einem Punkt angekommen, der weit über den Warenverkehr hinausreicht. Dies ist wichtig, denn je mehr Bereiche des Lebens die Globalisierung einbezieht, desto unumkehrbarer wird sie.

Die Globalisierung betrifft mittlerweile einen überwiegenden Teil des gesellschaftlichen Lebens auf unserem Planeten und auch unseren Alltag.² Was immer wir tun, wir sind Teil der globalen Vernetzung der Welt. So hat die Globalisierung Bereiche des Dienstleistungssektors erfasst, die man eigentlich immer als lokal eingeschätzt hatte. Researchabteilungen von Banken werden in die Emerging Markets ausgelagert, die EDV-Bereiche von immer mehr Unternehmen werden von Indien aus organisiert, der Flugverkehr wird immer arbeitsteiliger (es entstehen überall in den Emerging Markets neue internationale Drehkreuze) und selbst ärztliche Behandlungen werden zunehmend zum Teilgeschäft des internationalen Tourismus.³ Immer mehr Menschen werden mobiler und Teilbestandteil eines globalen Arbeitsmarktes. Durch die wachsende Bedeutung von Staatsfonds und anderen staatlichen Kapitalsammelstellen für die Kapitalisierung von Unternehmen und öffentlichen Institutionen werden zudem auch die Staaten stärker Teil der globalen Zahlungs- und Refinanzierungsströme.⁴

In diesem sich extrem wandelnden Umfeld wird es für die Menschen schwieriger, sich bei der Gestaltung ihres Lebens allein auf Einkommen aus Löhnen und Gehältern, die bei einem einzigen (lokalen) Arbeitgeber erwirtschaftet werden, zu verlassen. Damit die Menschen voll von der Globalisierung profitieren können und um Risiken zu streuen, benötigen sie zunehmend Einkünfte aus Kapitalanlagen, die global in die Finanzmärkte investieren (was auch eine Umgestaltung der Sozialsysteme in Richtung Kapitaldeckung erfordert).

Angesichts dieser Erkenntnisse ist es überraschend, dass die internationalen Investoren bezüglich ihrer Asset Allocation-Entscheidungen keineswegs Vorreiter der Globalisierung waren (obwohl das Kapital ja angeblich ein „scheues Reh“ ist und die Zukunft früh diskontiert), sondern im Gegenteil in ganz ausgeprägtem Sinne „Nesthocker“.⁵ In den Portfolios der Investoren lässt sich über die Jahrzehnte in allen Regionen der Welt ein ausgeprägter „Home Bias“ nachweisen, eine Bevorzugung von Investments in die Assets des Heimatlandes, auch wenn es fundamental gesehen dafür kaum rationale Gründe gibt.⁶ Zur Erklärung dieses Home Bias hat die Wissenschaft eine ganze Reihe von Ideen entwickelt, dabei aber betont, dass diese Verhaltensweise einer erfolgreichen Allokationsentscheidung im Wege steht (man spricht daher vom „Home Bias Puzzle“).⁷

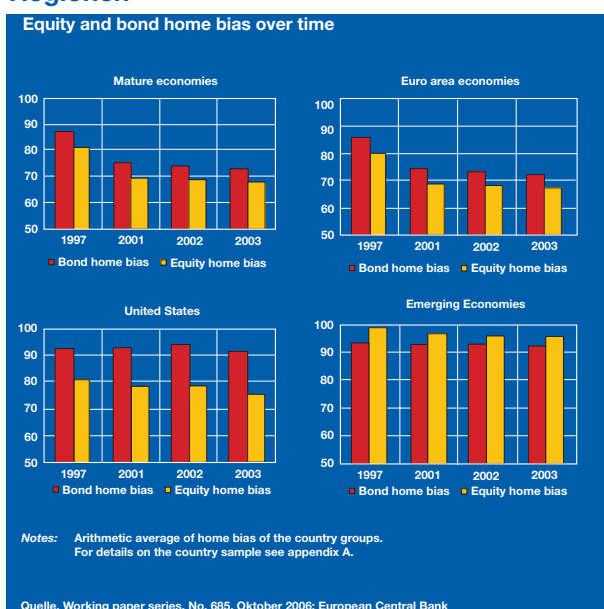
„Home Bias“

Der Home Bias von Investoren ist über alle Assetklassen und alle Regionen hinweg auch heute noch ausgeprägt, obwohl der Anteil von Investments im Ausland in Relation zum Sozialprodukt über die Jahrzehnte stark angestiegen ist.⁸ So ist beispielsweise der Prozentanteil ausländischer Aktien in den Aktienportfolios von US-Investoren von acht Prozent im Jahre 1997 auf zwölf Prozent im Jahre 2004 gewachsen. Da der Anteil von US-Aktien an der Weltaktienmarktkapitalisierung nur rund 42% beträgt, haben die US-Investoren 2004 die ausländischen Aktienmärkte (gemessen an der Marktkapita-

lisierung) um 46% untergewichtet. Dass dies mit fundamentaler Beurteilung wenig zu tun hat, zeigt die Tatsache, dass das Minimum-Varianz-Portfolio auf Basis der historischen Aktienmarktperformances für den US-Investor zu dieser Zeit einen Anteil ausländischer Aktien von rund 41% empfohlen hätte.⁹

Dieser Home Bias wird bei Analysen von Anlegergruppen in anderen Regionen bestätigt, auch wenn er in den USA wegen der Größe und Tiefe des dortigen Kapitalmarktes ausgeprägter ausfällt als in Europa (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1: Home Bias in verschiedenen Regionen



Als Begründung für den Home Bias wird in der Literatur genannt, dass die Anleger bei heimischen Investitionen ein größeres Gefühl der Sicherheit verspüren, sie eher in (aus dem eigenen Umfeld) bekannte Namen als auf Basis von Finanzmarktdaten investieren, sie aus einem gewissen Patriotismus heraus agieren, sie zu Inlandsinvestitionen einen besseren Informationszugang haben und daher Ertragschancen im Inland besser einschätzen können (Informationsimmobilität), sie Währungsinvestments generell als sehr risikoreich einschätzen, Informations- und Transaktionskosten im Ausland höher sind als im Inland, oder dass sie aus rechtlichen oder steuerlichen Gründen Auslandsanlagen für zu komplex halten.¹⁰

So richtig befriedigend sind all diese Erklärungen nicht, zumal viele der Argumente im Zuge der Globalisierung an Argumentationskraft verloren haben sollten. Was allerdings eindeutig richtig ist, ist die Tatsache, dass viele Anleger dem Risiko einer Währungsallokation eine große Bedeutung beimessen. Insbesondere institutionelle Anleger denken im Sinne eines gewissen Asset-Liability-Matchings und bevorzugen Anlagen in ihrer Heimatwährung, da auch ihre Verbindlichkeiten schwerpunktmäßig in der Währung des Heimatmarktes notiert sind. Sie sind nur dann bereit, Währungsrisiken zu nehmen (Asset-Liability-Mismatch), wenn sie sich dadurch einen deutlichen Mehrertrag versprechen. So zeigt zum Beispiel die Bereitschaft der Anleger, nach Einführung des Euros ihre Kapitalanlagen schnell aus den einzelnen Ländern heraus auf Euroland auszuweiten, dass das Haupthindernis, europäisch zu investieren, die Währungsproblematik war.¹¹

Die Bedeutung des Währungsrisikos für die Anleger wird dadurch unterstrichen, dass die Bereitschaft, global zu gehen, bei Anleihen (sowie Geldmärkten und Immobilien) noch viel geringer ist als im Aktienmarkt (Ausnahmen sind die Emerging Markets). Man erklärt das damit, dass der Home Bias von Investoren im Rahmen einer Assetklasse umso größer ist, je geringer die Volatilität der Assetklasse in Inlandswährung im Verhältnis zur (realen) Volatilität der Währung. Mit anderen Worten bleiben die Anleger im relativ unvolatilen Rentenmarkt lieber lokal investiert, weil sie glauben, dass die Portfoliovolatilität durch das Beimischen von Währungen eher wachsen würde. Im Aktienssegment ist man eher bereit, global zu gehen, weil die Volatilität der Inlandsaktien an sich schon (inakzeptabel) hoch ist, so dass das Währungsinvestment es nicht mehr viel schlimmer machen kann.¹²

Die (theoretischen) Argumente für „Going Global“

Der Euroland-Rentenmarkt machte Ende 2007 mit einem Volumen von umgerechnet 5.770 Mrd. USD etwas mehr als ein Drittel des Volumens des globalen Rentenmarkts von ca. 16.837 Mrd. USD aus.¹³

In bestimmten Marktsegmenten wie zum Beispiel dem High Yield-Markt, Unternehmensanleihen oder Verbriefungen ist der Anteil des Euroraums noch viel niedriger, denn der Euroland-Rentenmarkt ist stark von Staatsanleihen und Quasi-Staatsanleihen dominiert (vgl. Abbildung 2).

Das dominierende Interesse bei der Anlage in Renten im Ausland ist natürlich, dort höhere Anlagerträge zu erzielen, als es im Inland möglich wäre. Dies kann beispielsweise daher kommen, dass das Zinsniveau in anderen Ländern höher ist als in Euroland, so dass man einen Zinsaufschlag gegenüber Euroland-Anleihen erzielt, wenn man außerhalb des Euroraums anlegt. Dies gilt insbesondere in Phasen, in denen im Anlageland eine Phase sinkender Zinsen erwartet wird, so dass der Anleger dort zusätzlich Kursgewinne erzielen kann.

Abbildung 2: Der Weltrentenmarkt

Table 3: Outstanding Index-Qualifying High Grade Local Currency Sovereign Debt by Currency (USD terms in millions)

Currency	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	10-year change		Current year change	
												\$ Chg	% Chg	\$ Chg	% Chg
Euro	5,769,792	5,605,180	5,421,096	5,185,548	4,843,364	4,623,422	4,322,441	4,015,406	3,774,323	3,419,712	3,203,886	2,565,906	80.1%	164,612	2.9%
US Dollars	4,219,131	4,005,264	3,881,995	3,657,702	3,215,348	3,250,003	2,931,178	2,972,693	3,240,666	3,325,018	3,435,224	783,907	22.8%	213,868	5.3%
Japanese Yen	3,784,262	3,590,209	3,417,807	3,145,070	2,796,450	2,454,744	2,093,048	1,819,862	1,578,549	1,297,765	1,213,410	2,570,852	211.9%	194,052	5.4%
Pound Sterling	824,042	762,317	679,251	589,488	529,723	474,220	467,127	480,756	510,376	514,530	530,149	293,893	55.4%	61,725	8.1%
China Renminbi	358,032	241,582	195,956	166,588	142,762	113,074	75,309	49,823	51,876	45,140	6,161	351,871	5711.3%	116,450	48.2%
Indian Rupee	257,900	222,427	192,546	170,445	161,599	140,629	112,226	90,153	76,954	61,952	34,654	223,246	644.2%	35,473	15.9%
Canadian Dollar	251,812	253,635	254,060	258,705	273,729	243,575	244,517	250,115	254,968	255,583	254,749	-2,937	-1.2%	-1,823	-0.7%
Korean Won	208,134	196,177	162,203	122,061	76,760	51,315	40,545	33,173	30,984	16,648	6,752	201,382	2982.6%	11,958	6.1%
Swedish Krone	107,848	111,901	112,458	114,763	109,719	100,093	94,526	107,908	119,213	120,971	121,171	-13,323	-11.0%	-4,053	-3.6%
Polish Zloty	100,360	96,574	66,962	56,055	42,921	35,271	21,479	13,519	9,992	7,918	5,583	94,777	1697.5%	3,786	3.9%
Taiwanese Dollar	98,644	92,997	85,172	79,160	69,749	63,128	52,300	41,139	32,707	27,687	26,145	72,499	277.3%	5,647	6.1%
Mexican Peso	89,190	59,590	40,413	32,872	24,132	19,169	17,728	4,449	1,537	498	0	89,190	na	29,600	49.7%
Swiss Franc	82,721	82,959	81,926	80,012	68,980	58,806	49,809	44,070	36,785	32,226	28,794	53,927	187.3%	-238	-0.3%
Brazil Real	72,479	28,976	6,038	0	0	0	0	0	0	0	0	72,479	na	43,503	150.1%
Danish Krone	67,561	76,563	81,245	90,825	92,619	97,054	96,183	99,335	103,822	104,401	102,096	-34,536	-33.8%	-9,003	-11.8%
Turkish Lira	61,435	45,119	8,944	0	0	0	0	0	0	0	0	61,435	na	16,316	36.2%
Malaysian Ringgit	58,150	47,384	44,360	0	0	0	0	0	0	0	0	58,150	na	10,765	22.7%
So. Afr Rand	55,597	58,814	53,077	51,417	50,235	45,540	46,860	47,494	42,246	40,377	20,642	34,955	169.3%	-3,217	-5.5%
Hungarian Forint	43,783	36,790	29,894	26,950	24,080	15,508	10,555	8,685	6,075	4,179	1,950	41,833	2145.7%	6,993	19.0%
Australian Dollar	42,954	41,632	40,936	43,926	45,100	48,230	49,756	55,290	58,481	63,249	67,242	-24,287	-36.1%	1,322	3.2%
Thailand Baht	42,716	37,508	34,217	32,629	16,836	16,580	0	0	0	0	0	42,716	na	5,208	13.9%
Singapore Dollar	39,321	34,597	35,708	30,428	26,468	25,183	22,893	17,183	14,235	11,422	9,046	30,275	334.7%	4,724	13.7%
Czech Koruna	33,829	28,474	23,617	20,621	15,411	10,715	7,581	4,729	2,859	2,749	1,925	31,904	1657.7%	5,354	18.8%
Norwegian Krone	33,575	26,317	27,183	23,868	19,874	21,532	18,048	19,816	21,658	19,153	22,100	11,475	51.9%	7,257	27.6%
Russian Ruble	32,676	27,865	22,245	13,102	12,450	4,977	0	0	0	0	0	32,676	na	4,811	17.3%
Indonesian Rupiah	25,107	20,576	16,638	16,575	0	0	0	0	0	0	0	25,107	na	4,531	22.0%
Israeli Shekel	22,808	19,777	18,004	17,239	0	0	0	0	0	0	0	22,808	na	3,031	15.3%
Philippines Peso	17,991	11,397	4,596	3,213	0	0	0	0	0	0	0	17,991	na	6,594	57.9%
New Zealand Dol	17,603	19,021	12,685	16,935	19,057	18,184	18,684	17,019	16,056	16,871	14,648	2,955	20.2%	-1,418	-7.5%
Slovakia Koruna	10,575	8,207	7,167	5,392	3,971	1,950	1,856	1,309	0	785	552	10,023	1816.7%	2,367	28.8%
Hong Kong Dollar	6,477	6,066	5,592	5,140	4,935	4,668	4,309	3,642	3,514	3,540	3,078	3,399	110.4%	410	6.8%
Grand Total	16,836,503	15,895,895	15,063,992	14,056,728	12,686,271	11,937,568	10,798,957	10,197,568	9,987,877	9,392,374	9,109,957	7,726,546	84.8%	940,608	5.9%
Annual \$ Change	940,608	831,903	1,007,265	1,370,456	748,703	1,138,611	601,390	209,691	595,503	282,417					
Annual % Change	5.9%	5.5%	7.2%	10.8%	6.3%	10.5%	5.9%	2.1%	6.3%	3.1%					

Source: Merrill Lynch Global Index System

Damit liegt der weitaus größte Teil der Anlagealternativen für den Euroland-Anleger im Rentenbereich außerhalb des eigenen Währungsraumes (analog kann man aber auch für alle anderen Anlegergruppen wie z. B. den US-Investor argumentieren). Anlagen außerhalb des Heimatmarktes bieten für den heimischen Anleger aber nicht nur ein quantitativ breiteres Anlagespektrum, auch qualitativ sind die Märkte des Auslandes für ihn von großem Interesse. Er kann außerhalb des Euroraums eine Fülle neuer Anlageideen umsetzen und zusätzliche Anlageinstrumente finden. Dies wird besonders augenfällig, wenn man an den Bereich von Emerging Markets Investments denkt.¹⁴

Dies kann dann der Fall sein, wenn die Konjunkturzyklen zwischen Euroland und dem Anlageland nicht synchron verlaufen, sondern sich deutlich unterscheiden, beispielsweise wenn sich das Anlageland in einer Hochkonjunktur befindet, von welcher der Anleger erwartet, dass sie kurz vor der Abkühlung steht.

Generell setzt sich der Erfolg einer Fremdwährungsanlage aus zwei Komponenten zusammen. Zum Erfolg am Anlagetitel selbst kommt noch der Ertrag oder Verlust aus der Entwicklung der Währung hinzu. Der Währungsaspekt ist oft eine Hauptmotivation für die internationale Anlage. Der Anleger setzt dann auf eine Aufwertung der Auslandswährung(en) gegenüber der Heimatwährung, zum Beispiel in Phasen, wenn aufgrund der

Unattraktivität der Inlandsfinanzmärkte (z.B. wegen eines Niedrigzinsumfelds und eines massiven Defizits der Leistungsbilanz) die Heimatwährung zur Schwäche neigt und somit im Ausland profitablere Anlagealternativen zur Verfügung stehen. Da der Anleger im Ausland Währungsgewinne erwartet, investiert er in die Währungen, die gegenüber der Heimatwährung aufwertungsverdächtig sind.

Sehr analyseintensiv werden die Auslandsinvestments dadurch, dass bei Fremdwährungsanlagen den Vorteilen (z. B. höhere Verzinsung) oft die Nachteile (geringere Liquidität, Gefahr von Wechselkursverlusten) diametral entgegenstehen. Daher sind bei Auslandsanlagen (wie bei allen Anlagen, aber hier noch augenfälliger) die Vor- und Nachteile, die Chancen und Risiken sehr kritisch gegeneinander abzuwägen und ein Optimum herauszufinden. Dies gilt insbesondere für Anleger aus einem Währungsraum wie Euroland (oder früher dem DEM-Raum), dessen Währung über lange Jahre wegen der Erfolge der Zentralbank bei der Stabilitätspolitik tendenziell gegen viele Weltwährungen aufwertete. Dann muss bei Auslandsanlagen das Risiko, Währungsverluste zu vermeiden, strategisch in die Entscheidungen mit einbezogen werden. Im Gegensatz dazu kann die internationale Diversifikation aus Sicht eines Anlegers, der in einer Weichwährungszone agiert (wie es z. B. in den letzten Jahren für Anleger im USD-Raum oder Yen-Raum der Fall war), wesentlich unproblematischer sein (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Handelsgewichtete Währungen



Eine wichtige Rolle beim „Going Global“ kommt der Risikoreduktion durch Diversifikation zu. Dies ist die Umsetzung der Strategie „Nicht alle Eier in einen Korb legen“ im Rahmen von Renteninvestments. Der Anleger streut sein Vermögen in verschiedene Rentenmärkte und Währungen, die eine voneinander möglichst unabhängige Entwicklung zeigen. Diese Diversifikation reduziert die Abhängigkeit vom Einzelmarkt (und von einem Einzelzyklus) und senkt somit das Gesamtrisiko, und zwar umso stärker, je unabhängiger die einzelnen Märkte voneinander sind.

Das Chance/Risiko-Verhältnis (gemessen beispielsweise durch die Sharpe Ratio) kann durch Zins- und Währungsdiversifikation deutlich verbessert werden. Der internationalen Streuung kommt dabei eine wichtige Risiko senkende Funktion zu, auch wenn auf den ersten Blick die zusätzliche Übernahme von Währungsrisiken das Gesamtrisiko eher zu steigern scheint. Dennoch zeigt die historische Erfahrung, dass die Streuung des Kapitals in internationale Anlagen trotz zusätzlicher Währungsrisiken langfristig Risiko senkend wirkt. Allerdings ist der Diversifikationseffekt bei Renten geringer als bei Aktien, da es wegen des internationalen Konjunkturzusammenhangs schwieriger ist, gering korrelierte Alternativmärkte zu finden.¹⁵

Neben dem Ertrags- und Diversifikationsmotiv gibt es noch weitere Gründe, auch im Rentenmarkt global zu gehen. Streut ein Anleger sein Portfolio auch in Auslandsmärkte, so reduziert er die Abhängigkeit vom heimischen Markt, kann vom unterschiedlichen Verlauf der Konjunkturzyklen in den verschiedenen Ländern und Währungsräumen profitieren und die unterschiedlichen Zinszyklen ausnutzen. Immer wieder wechselnde Märkte sind phasenweise besonders attraktiv; der Investor reduziert durch internationale Diversifikation seine Abhängigkeit von der jeweiligen Phase des Inlandsmarktes. Der Anleger kann einen möglichen Konjunkturasynchronismus durch Länderrotation der Investments im Rahmen globaler Anlagen aktiv nutzen.

Zudem erlaubt die internationale Streuung dem Anleger, die Enge des Euroland-Marktes in vielen Marktsegmenten zu umgehen. Erwähnenswert ist beispielsweise der High Yield-Markt, der Markt für inflationsindexierte Anleihen oder bestimmte Verbriefungskonzepte, die in anderen Ländern in

ganz anderen Größenordnungen und anderer Tiefe zur Verfügung stehen. Motivation kann auch sein, bewusst in Zukunftsmärkte zu investieren, die langfristig als sehr profitabel angesehen werden. Dazu könnte man die Lokalwährungen in den Emerging Markets zählen.¹⁶

Insbesondere die jüngste Credit-Krise hat vielen Investoren deutlich gemacht, dass die reine Diversifikation der Fixed Income-Allokation in verschiedene Rentenmarktsegmente innerhalb des Heimatmarktes nicht ausreicht, um das Risiko zu kontrollieren. Externe Schocks, die den Heimatmarkt stark betreffen, können durch die internationale Streuung der Investments besser abgefedert werden. Es gibt viele Rentenmärkte in der Welt, die von der Credit-Krise wenig betroffen sind, während man als US- oder Euroland-Investor im eigenen Rentenmarkt kaum wirklich abgeschirmte Bereiche finden kann. Dies hat zuletzt das Interesse für globale Rentenportfolios deutlich gestärkt.¹⁷

Die (praktischen) Erfahrungen mit globalen Rentenportfolios

In der Literatur lassen sich verschiedene Erfahrungsberichte zu globalen Investments in Rentenportfolios finden. Die verschiedenen Analysen bringen zum Vorschein, dass das „global Gehen“ der Investoren sehr gemischte Ergebnisse gebracht hat. Die Performanceergebnisse globaler Portfolios hängen (wie vielleicht auch nicht anders zu erwarten) in hohem Maße von der Stärke der Heimatwährung, verschiedenen Asset Allocation-Entscheidungen (Länder, Rentensassetklassen, Zinsstruktur-

kurven) und den Arten des Managens der Währungsrisiken ab. Im Rentenbereich ist keineswegs sichergestellt, dass das sozusagen „naive global Gehen“ ohne weiteres immer zu effizienteren Portfolios führen muss.¹⁸ Jedoch wird in fast allen Analysen betont, dass starke Argumente für eine schrittweise Diversifikation in globale Portfolios sprechen, wenn die bestehende Portfoliostruktur fast nur auf Inlandsassets aufbaut.¹⁹

Wegen der Komplexität der Entscheidungen kommt dem Portfolio Manager und dem Investmentprozess für ein erfolgreiches „Going Global“ von Rentenportfolios eine zentrale Bedeutung zu. Die historischen Erfahrungen haben gezeigt, dass man durch die Kombination einer begrenzten Anzahl verschiedener internationaler Rentenmärkte, die miteinander gering korreliert sind (man nennt den Grad des Gleichlaufs von Märkten „comovement“)²⁰, auf Dauer eine deutlich bessere Performance oder ein niedrigeres Risiko erzielen kann als durch ein „naives, auf der Marktkapitalisierung basiertes Going Global“ (vollständige Diversifikation in globale Portfolios ist suboptimal) oder durch eine Konzentration auf den Heimatmarkt. Der Auswahl der geeigneten Investitionsländer bzw. Assetklassen kommt bei der Zusammenstellung von globalen Rentenportfolios die alles entscheidende Bedeutung zu. Es macht wenig Sinn, sich beim globalen Investieren stark an Rentenmarktbenchmarks zu orientieren, sondern man muss eher einen Absolute Return-Ansatz verfolgen. Das globale Investieren von Rentenportfolios erfordert aktives Management, insbesondere im Sinne aktiver Allokationsentscheidungen über Länder, Währungen und Assetklassen (vgl. Abbildung 4).²¹

Abbildung 4: Jährliche Erträge verschiedener Rentenmärkte (ann. Returns 1992-2007, Lokalwährung)

RANK	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1	United Kingdom 16.59%	Italy 28.75%	Italy -0.91%	Sweden 20.20%	Italy 21.90%	United Kingdom 14.76%	United Kingdom 16.55%	Japan 4.83%	United States 13.45%	Canada 7.50%	United States 11.64%	Norway 11.06%	Sweden 6.47%	United Kingdom 8.00%	New Zealand 4.02%	United States 9.00%
2	Germany 13.03%	United Kingdom 22.00%	Germany -1.84%	Canada 20.03%	Sweden 18.25%	Italy 13.82%	New Zealand 14.23%	Norway 2.64%	Australia 13.39%	Italy 6.90%	Australia 9.55%	New Zealand 6.49%	Italy 8.40%	New Zealand 7.25%	Canada 3.54%	Canada 5.02%
3	Sweden 12.04%	Sweden 21.11%	Japan -2.67%	Australia 19.85%	France 11.94%	Australia 13.24%	France 13.86%	New Zealand -0.55%	New Zealand 11.64%	United States 6.73%	Italy 9.49%	Canada 5.61%	France 7.48%	Canada 7.02%	United States 3.12%	United Kingdom 4.70%
4	France 10.98%	France 20.88%	France -3.36%	United States 18.30%	Canada 11.83%	Canada 9.73%	France 12.59%	United Kingdom -1.20%	Canada 10.50%	France 5.72%	United Kingdom 9.47%	Sweden 4.86%	Norway 7.44%	Italy 5.97%	Australia 2.06%	New Zealand 3.91%
5	Japan 10.81%	Australia 17.40%	New Zealand -3.63%	Italy 17.31%	Australia 11.75%	United States 9.64%	Italy 12.19%	Canada -1.46%	Sweden 9.63%	Norway 5.71%	France 9.31%	France 3.98%	Germany 7.34%	Australia 5.73%	Sweden 0.81%	Australia 3.69%
6	Italy 10.78%	Canada 16.68%	Canada -4.50%	France 17.01%	New Zealand 9.05%	Sweden 7.85%	Germany 10.94%	Germany -2.08%	United Kingdom 8.99%	Germany 5.39%	New Zealand 9.06%	Italy 3.86%	Australia 7.26%	France 5.47%	United Kingdom 0.50%	Norway 3.69%
7	Australia 9.92%	Germany 14.32%	Sweden -4.74%	United Kingdom 16.50%	Norway 8.46%	Norway 7.24%	Australia 10.35%	Australia -2.45%	Germany 7.31%	New Zealand 4.57%	Germany 9.05%	Germany 3.78%	Canada 7.01%	Germany 5.38%	Japan 0.30%	Japan 2.64%
8	Canada 9.50%	New Zealand 14.09%	France -5.67%	Germany 16.27%	United Kingdom 7.41%	France 7.15%	United States 10.00%	United States -2.45%	France 7.18%	Australia 4.03%	Sweden 8.94%	Australia 2.65%	United Kingdom 6.61%	Sweden 5.22%	Norway -0.01%	Germany 1.99%
9	United States 7.21%	Japan 14.04%	Australia -6.47%	New Zealand 13.55%	Germany 7.29%	New Zealand 6.69%	Canada 9.41%	Sweden -2.51%	Italy 6.91%	Japan 3.35%	Norway 8.63%	United States 2.27%	New Zealand 5.34%	Norway 3.53%	Germany -0.36%	Sweden 1.79%
10	United States 10.89%	United Kingdom -6.89%	Japan 13.29%	Japan 13.29%	Japan 6.80%	Norway 4.42%	Italy -2.59%	Norway 6.45%	United Kingdom 3.05%	Canada 8.03%	United Kingdom 2.09%	United States 3.53%	United States 2.80%	France -0.44%	France 1.72%	
11	United States 2.73%	Germany 6.16%	Japan 0.50%	France -2.95%	Japan 2.13%	Sweden 3.06%	Japan 3.19%	Japan -0.74%	Japan 1.28%	Japan 0.72%	Italy -0.65%	Italy 1.59%				

The above are annual total returns of 11 major components of the Citigroup World Government Bond Index (WGBI), in local currency terms. Citigroup World Government Bond Index unhedged (WGBI unhedged) covers the most significant and liquid government bond markets, currently including 22 government bond markets, worldwide.

Credit: Callan Associates Inc. and the Callan Periodic Table of Investment Returns

Data Source: Citigroup

An investment cannot be made directly in an index. Indices are unmanaged and have no fees. The performance quoted represents past performance. Past performance does not guarantee future results.

Keine eindeutige Antwort aus der Historie heraus gibt es auch auf die Detailfrage, wie man im Rahmen globaler Portfolios das Währungsrisiko managen sollte.²² Es ist ja auch keineswegs überraschend, wenn beispielsweise für US-Investoren festgestellt wird, dass es während einer langen Phase der Dollarstärke am besten gewesen wäre, die Währungen systematisch in USD zu hedgen, während seit Etablierung des Euros (USD-Schwäche) offene Währungspositionen erfolgreicher gewesen wären.²³ Die Crux all dieser Analysen ist immer, dass sie auf Basis historischer Währungsentwicklungen erfolgen, und man nicht wissen kann, inwieweit sich dies auf die Zukunft übertragen lässt.

Jedoch könnte man prinzipiell argumentieren, dass ein Teil der Rechtfertigung, global zu gehen, die diversifizierende Wirkung der Währungen ist; deshalb hält man im Prinzip Währungspositionen offen. Man sollte nur dann Hedging-Entscheidungen treffen, wenn man ganz fundamentale Bedenken gegenüber gewissen Währungen hegt oder eine starke Aufwertung der Heimatwährung erwartet. Ein Währungsoverlay kann also Teil des Rentenportfoliomanagements sein.²⁴ In diesen Zusammenhang passt die Erkenntnis, dass die Anlage in „Währungen“ mittlerweile sogar als eigene Assetklasse (unabhängig vom Fixed Income-Teil) Akzeptanz findet.²⁵

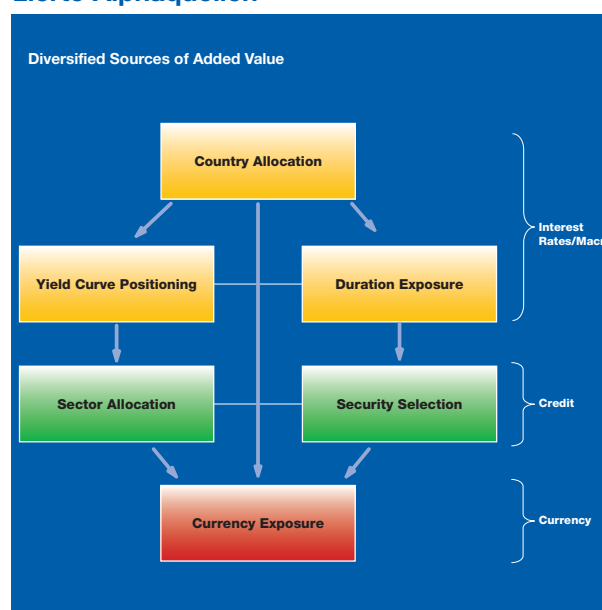
Der globale Rentenansatz bei Lazard

Lazard Asset Management versucht in seinen globalen Rentenportfolios, die Erkenntnisse aus Theorie und Praxis im Investmentprozess zu berücksichtigen.²⁶ Wir verfolgen eine aktive Management-Strategie, bei der Top-Down-Überlegungen auf Basis unserer Makroeinschätzungen zur Auswahl von Ländern, Rentenassetklassen und Währungen kombiniert werden mit einem disziplinierten Prozess der Einzeltitelselektion, der auf Bottom Up-Analysen auf Basis unseres Relative Value-Konzeptes beruht. Wir versuchen, für alle Marktphasen konsistente Ergebnisse zu erzielen. Ziel ist die Outperformance über einen vollen Marktzyklus und ein möglichst weitgehender Schutz der Assets in Schwächephasen des Marktes.

Dabei greifen wir auf so viele Alphaquellen wie möglich zurück. Dies erfordert, dass wir uns nicht zu stark an Benchmarks ausrichten, sondern Zins-

risiken, Creditrisiken und Währungsrisiken in einem dynamischen Prozess effektiv managen. Durch die diversifizierten Alphaquellen wollen wir das Risiko reduzieren und den Ertrag verstetigen (vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5: Investmentprozess und diversifizierte Alphaquellen



Wir halten es aus Diversifizierungsgründen für sinnvoll, das Anlageuniversum so breit wie möglich zu fassen. So nutzen wir beispielsweise in unserem Konzept „Lazard Global Core Plus“ auch Investments in die Emerging Markets (Lokal- und Hartwährungen) und in das High Yield-Segment. Dabei ist zu bedenken, dass viele Emerging Markets (z. B. Mexiko, Chile, Ungarn oder Südafrika) im Rahmen der stetigen Weiterentwicklung des Fixed Income-Universums inzwischen Teil von Rentenindizes wie dem „Lehman Global Aggregate“ sind. Mittlerweile sind diese also nicht mehr als absolut exotisch anzusehen.

Die Ausweitung des Anlageuniversums halten wir für attraktiv, weil durch die Beimischung niedrig korrelierter Märkte Diversifikationspotenziale erschlossen werden. Diese Investments setzen wir aber nicht im Rahmen einer Benchmarkorientierung um, sondern treffen aktive Allokationsentscheidungen im Sinne einer Sektorrotation auf Basis fundamentaler Überlegungen (vgl. Abbildung 6).

Abbildung 6: Die Bedeutung der Sektorallokation

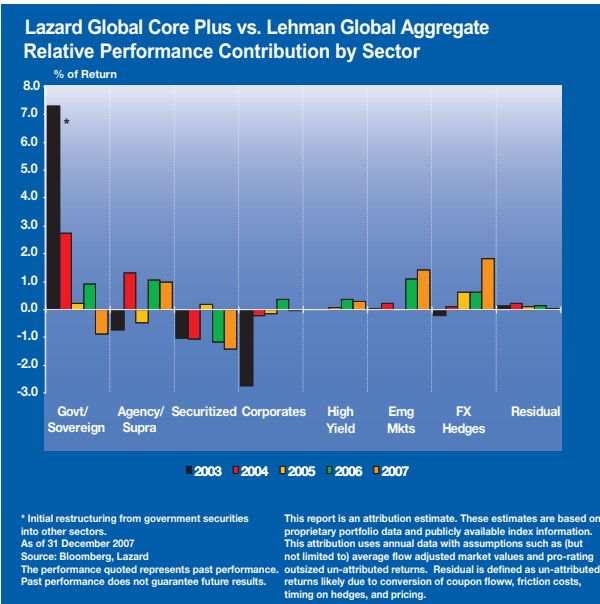
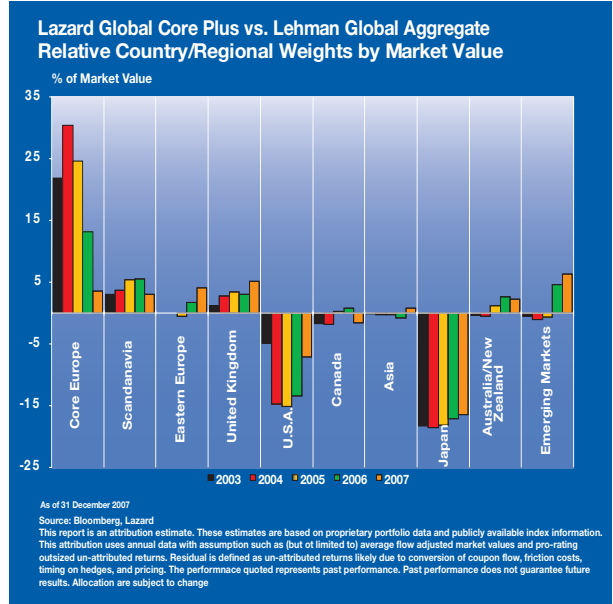


Abbildung 7: Aktive Länderrotation



Ein wichtiger Bestandteil unserer globalen Rentenkonzepte ist die aktive Länderrotation, die Über- und Untergewichtung der Zinsmärkte einzelner Länder und Regionen in Abhängigkeit von deren Positionierung im Zinszyklus. Dabei kann es vorkommen, dass gewisse Märkte aus Risikoüberlegungen heraus über lange Zeit strategisch über- oder untergewichtet werden, während andere aus eher taktischen Bewertungsgründen in ihrer Gewichtung im Zeitverlauf stark schwanken (vgl. Abbildung 7).

Wie wichtig für die Fixed Income-Manager die Möglichkeit ist, taktische oder strategische Investitionsentscheidungen in die Emerging Markets oder in den High Yield-Markt zu treffen, zeigt ein Blick in die jährlichen Erträge von Fixed Income-Indizes von 1992 bis 2007. Die High Yield-Märkte und die Emerging Markets waren oft ein treibender Faktor, um in globalen Rentenmärkten die klassischen Rentenanlagen des Euroland- oder des US-Investors zu schlagen (vgl. Abbildung 8):

Abbildung 8: Performance von Rentenindizes (annualisierte Returns 2002-2007, in USD)

RANK	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1	Merrill LynchHY CashPay 18.16%	Merrill LynchHY CashPay 17.16%	JPMELMI+ (USD) 5.95%	JPMEMB + (USD) 26.77%	JPMEMB + (USD) 39.31%	JPMEMB + (USD) 13.03%	JPMELMI+ (USD) 18.39%	JPMEMB + (USD) 25.99%	JPMEMB + (USD) 15.55%	Lehman U.S. Agg 8.44%	Citigroup WGBI Unhedged 19.49%	JPMEMB + (USD) 28.82%	JPMELMI+ (USD) 14.79%	JPMEMB + (USD) 11.86%	JPMELMI+ (USD) 12.31%	JPMELMI+ (USD) 15.95%
2	Citigroup WGBI Hedged 7.86%	Citigroup WGBI Unhedged 13.27%	Citigroup WGBI Hedged 2.34%	Merrill LynchHY CashPay 19.91%	Merrill LynchHY CashPay 11.06%	Merrill LynchHY CashPay 12.83%	Citigroup WGBI Unhedged 15.30%	JPMELMI+ (USD) 12.47%	Lehman U.S. Agg 11.63%	Lehman GlobalAgg Hedged 7.24%	Lehman GlobalAgg Hedged 16.52%	Merrill LynchHY CashPay 27.23%	JPMEMB + (USD) 11.77%	Citigroup WGBI Hedged 5.10%	Merrill LynchHY CashPay 11.64%	Citigroup WGBI Unhedged 10.95%
3	Lehman U.S. Agg 7.40%	Citigroup WGBI Hedged 12.40%	Lehman GlobalAgg Unhedged 0.23%	Lehman GlobalAgg Unhedged 19.66%	JPMELMI+ (USD) 10.37%	Citigroup WGBI Hedged 10.58%	Lehman GlobalAgg Unhedged 13.71%	Merrill LynchHY CashPay 1.57%	Citigroup WGBI Hedged 10.67%	Citigroup WGBI Hedged 6.27%	JPMEMB + (USD) 14.24%	JPMELMI+ (USD) 15.80%	Merrill LynchHY CashPay 10.76%	Lehman GlobalAgg Hedged 4.28%	JPMEMB + (USD) 10.49%	Lehman GlobalAgg Unhedged 9.48%
4	Lehman GlobalAgg Hedged 7.11%	Lehman GlobalAgg Hedged 11.25%	Merrill LynchHY CashPay -1.17%	Citigroup WGBI Hedged 19.04%	Citigroup WGBI Hedged 8.69%	Lehman GlobalAgg Hedged 10.17%	Citigroup WGBI Hedged 11.00%	Citigroup WGBI Hedged 1.31%	Lehman GlobalAgg Hedged 10.34%	Merrill LynchHY CashPay 6.21%	JPMELMI+ (USD) 11.38%	Citigroup WGBI Hedged 14.91%	Citigroup WGBI Hedged 10.35%	JPMELMI+ (USD) 3.21%	Lehman GlobalAgg Hedged 6.64%	Lehman U.S. Agg 6.97%
5	Lehman GlobalAgg Unhedged 5.80%	Lehman GlobalAgg Unhedged 11.08%	Lehman U.S. Agg -2.92%	Lehman U.S. Agg 18.47%	Lehman GlobalAgg Hedged 7.07%	Lehman U.S. Agg 9.65%	Lehman GlobalAgg Hedged 9.77%	Lehman GlobalAgg Hedged 0.79%	Lehman GlobalAgg Hedged 3.17%	JPMELMI+ (USD) 3.21%	Lehman U.S. Agg 10.25%	Lehman GlobalAgg Unhedged 12.51%	Lehman GlobalAgg Unhedged 9.27%	Merrill LynchHY CashPay 2.83%	Citigroup WGBI Unhedged 6.12%	JPMEMB + (USD) 6.42%
6	Citigroup WGBI Unhedged 5.53%	Lehman U.S. Agg 8.75%	Lehman GlobalAgg Hedged -3.58%	Citigroup WGBI Hedged 19.06%	Lehman GlobalAgg Unhedged 4.91%	Lehman GlobalAgg Unhedged 3.78%	Lehman U.S. Agg 8.69%	Lehman U.S. Agg -0.82%	JPMELMI+ (USD) 2.00%	Lehman GlobalAgg Unhedged 1.57%	Lehman GlobalAgg Hedged 8.45%	Lehman U.S. Agg 4.10%	Lehman GlobalAgg Hedged 4.89%	Lehman U.S. Agg 2.43%	Lehman U.S. Agg 4.33%	Citigroup WGBI Hedged 5.71%
7		Citigroup WGBI Hedged -3.73%	Lehman GlobalAgg Hedged 18.01%	Lehman U.S. Agg 3.63%	Citigroup WGBI Unhedged 0.23%	Merrill LynchHY CashPay 3.66%	Citigroup WGBI Unhedged -4.27%	Citigroup WGBI Unhedged 1.59%	JPMEMB + (USD) -0.79%	Citigroup WGBI Hedged 7.97%	Lehman GlobalAgg Hedged 3.11%	Citigroup WGBI Hedged 4.84%	Lehman GlobalAgg Unhedged -4.48%	Lehman GlobalAgg Hedged 3.64%	Lehman GlobalAgg Hedged 5.33%	Lehman GlobalAgg Hedged 5.33%
8	JPMEMB + (USD) -18.93%	JPMELMI+ (USD) 11.09%	Citigroup WGBI Hedged 3.62%	JPMELMI+ (USD) -7.38%	JPMEMB + (USD) -14.35%	Lehman GlobalAgg Unhedged -5.17%	Merrill LynchHY CashPay -3.79%	Citigroup WGBI Unhedged -0.99%	Merrill LynchHY CashPay -1.14%	Citigroup WGBI Hedged 1.97%	Lehman U.S. Agg 4.34%	Citigroup WGBI Hedged -6.88%	Citigroup WGBI Hedged 3.10%	Merrill LynchHY CashPay 2.17%		

Source: Callan Associates Inc. and the Callan Periodic Table of Investment Returns.

Data Sources: J.P. Morgan, Citigroup, Lehman Brothers, Merrill Lynch/Russell/Mellon Analytical Series.

An investment cannot be made directly in an index. Index are unmanaged and have no fees. The performance quoted represents past performance. Past performance does not guarantee future results.

Eine gute Zusammenfassung über die Art der Allokationsentscheidung unseres globalen Fixed Income-Ansatzes zeigt unsere Marktanalyse am Beispiel des Standes Ende Mai 2008, mit deren Hilfe wir uns eine Übersicht über die Einschätzung der einzelnen investierbaren Marktsegmente verschaffen. Diese generelle Top Down-Analyse wird im letzten Schritt ergänzt durch die Einzeltitelselektion, die wir auf Basis unseres Bottom Up getriebenen Relative Value-Ansatzes vornehmen (vgl. Abbildung 9).

Abbildung 9: Beispielübersicht über Portfoliostrategie

Portfolio Strategy Summary				
Market	Country Allocation	Yield Curve Positioning	Spread Product	Currency
Core Europe	🟢	Intermediate Maturities	🟡	🟡
Scandinavia	🟢	Short/Intermediate Maturities	🔴	🟡
Eastern Europe	🟢	Short/Intermediate Maturities	🔴	🟢
United Kingdom	🟡	Short/Intermediate Maturities	🟡	🔴
United States	🟡	Short/Intermediate Maturities	🟡	🟡
Canada	🔴	Long Maturities	🟡	🔴
Asia	🟡	Short/Intermediate Maturities	🔴	🟡
Japan	🔴	Long Maturities	🟡	🔴
Australia/New Zealand	🟢	Intermediate	🟡	🟡
Emerging Markets	🟢	Short/Intermediate Maturities	🟡	🟢

As of 31 May 2008
Allocations are subject to change

Mit unserer Strategie, bei der Umsetzung unseren globalen Rentenportfolios auf so viele Ertragsquellen wie möglich zurückzugreifen, die Anlageuniversen - wenn möglich - weit zu fassen und im Rahmen eines aktiven Managements Top Down- mit Bottom Up-Entscheidungen zu kombinieren, sind wir in den vergangenen Jahren sehr gut gefahren. Wir können auf eine lange Phase der Outperformance gegenüber gängigen globalen Rentenindizes bei unterdurchschnittlichem Risiko (also eine hohe Sharpe Ratio) zurückblicken.

Zusammenfassung

Die Globalisierung hat sich in den letzten Jahren auf immer mehr Bereiche des Lebens ausgedehnt (Stichwort „Globalisierung 2.0“). Daher ist es erstaunlich, dass gerade die Kapitalanleger den Entwicklungen der Realwirtschaft weit hinterher-

hinken. Eigentlich sollten sie ja Vorreiter des Geschehens sein und die Zukunft früh diskontieren. Aber obwohl der Anteil von Auslandsanlagen an den gesamten Kapitalanlagen bei den meisten Anlegergruppen in den letzten Jahren stetig angewachsen ist, weisen die Investments in allen Assetklassen noch immer einen ausgeprägten Home Bias, eine überprozentuale Gewichtung des Heimatmarktes, auf. Diese Bevorzugung der Heimatwährung ist im Bereich Fixed Income besonders ausgeprägt. Die Wissenschaft hat sich in vielen Artikeln mit dem Home Bias der Investoren auseinandergesetzt („Home Bias Puzzle“). Am plausibelsten erscheint uns zur Erklärung des Verhaltens institutioneller Investoren die Argumentation, dass die Anleger wegen des Versuchs, ein gewisses Asset-Liability-Matching zwischen Verbindlichkeiten und Aktiva zu gewährleisten, ihre Anlagen auf die Heimatwährung konzentrieren, um den „Mismatch“ mit den Verbindlichkeiten auch auf der Währungsseite gering zu halten. Sie sind nur dann bereit, Auslandsanlagen zu tätigen, wenn sie dort wesentlich höhere Erträge als im Inlandsmarkt erwarten, oder wenn die Auslandsinvestments für eine deutliche Risikodiversifikation in Frage kommen.

Aus unserer Sicht sprechen diese Argumente aber dafür, auch im Fixed Income-Bereich zumindest mit Teilen des Portfolios global zu gehen. Globale Rentenportfolios bieten im Vergleich zum reinen Inlandsinvestment sowohl die Möglichkeit, die Erträge zu steigern, als auch Möglichkeiten, durch Streuung die Risiken zu senken. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Zinsen im Inland niedrig und die Zinsstrukturkurve sehr flach ist, weil dann die Menge der Handlungsmöglichkeiten im Inland beschränkt ist. Die Weite der globalen Rentenmärkte mit ihrer Vielfalt an Anlagealternativen lockt (insbesondere dann) durch ihr Diversifikationspotenzial, aber auch durch die Möglichkeit, sich vom Zinszyklus des Heimatmarktes zu lösen. In der jüngsten Kapitalmarktkrise konnten globale Rentenportfolios oft deutlich besser abschneiden als reine Euroland- oder reine US-Fixed Income-Konzepte.

Der Inlandsrentenmarkt macht immer nur einen kleinen Teil des Weltrentenmarkts aus. Außerhalb des Heimatmarktes findet der Anleger eine Fülle von Anlagealternativen, die er zu Hause nicht findet. So macht beispielsweise aus Sicht eines Euroland-Investors der heimische Rentenmarkt nur rund ein Drittel des Weltrentenmarkts aus. Viele

Teilsegmente wie der High Yield-Markt oder Inflation-Linked-Bonds gibt es außerhalb von Euroland in einer ganz anderen Fülle und Tiefe. Emerging Markets Debt, eine besonders attraktive Variante der Risikodiversifizierung, existiert naturgemäß nur außerhalb der entwickelten Märkte.

Die historischen Erfahrungen zeigen, dass es an den globalen Rentenmärkten auf aktives Management ankommt. Durch die Kombination einer begrenzten Anzahl verschiedener internationaler Rentenmärkte, die miteinander gering korreliert sind, lässt sich auf Dauer eine deutlich bessere Performance oder ein niedrigeres Risiko erzielen als durch ein „naives, auf der Marktkapitalisierung basiertes Going Global“ (vollständige Diversifikation in globale Portfolios ist suboptimal) oder durch eine Konzentration auf den Heimatmarkt. Wegen der Komplexität der Entscheidungen kommt dem Portfoliomanager und dem Investmentprozess für ein erfolgreiches „Going Global“ von Rentenportfolios eine zentrale Bedeutung zu. Lazard Asset Management war hierbei in den letzten Jahren äußerst erfolgreich.

Verfasser: Werner Krämer
Tel.: 069 / 50606 - 141

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- ¹ H. Gold / G. Bavendamm / B. Burkard: Globalisierung 2.0, Ausstellungskatalog des Museums für Kommunikation in Frankfurt am Main, 2007.
- ² P. Kemper / U. Sonnenschein: Globalisierung im Alltag, November 2002.
- ³ A. Bounds: Health tourism plan put forward, Financial Times, 3. Juli 2008, S. 2.
- ⁴ J. Trudgian: A New Global Environment, Williams Inference Business Intelligence Service, Volume 35#9, 10. Juni 2008.
- ⁵ T. Hammer: Investieren in die globale Herausforderung, new investor, Nr. 2/08, S. 8-16.
- ⁶ K. French / J. Poterba: Investor Diversification and International Equity Markets, American Economic Review, Papers and Proceedings 81, 1991, S. 222-226.
- ⁷ S. Van Nieuwerburgh / L. Veldkamp: Information Immobility and the Home Bias Puzzle, Working Paper, NY University, Stern School of Business, 19. April 2008.
- ⁸ B.E. Sorensen / Y.T. Wu / O. Yosha / Y. Zhu: Home Bias and International Risk Sharing – Twin Puzzles Separated at Birth, CEPR Discussion Papers, Dezember 2004.
- ⁹ M.M. Aurelio: Going Global – The Changing Pattern of US Investment Abroad, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, 3. Quartal 2006.
- ¹⁰ P. Arestis / S. Basu: Is Financial Globalisation Truly Global, The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief, No. 85, 2003.
- ¹¹ R.A. De Santis / B. Gerard: Financial Integration, International Portfolio Choice and the European Monetary Union, ECB Working Paper, No. 626, 2006; P. R. Lane: Global Bond Portfolios and EMU, IHS Discussion Paper, No. 168, Juni 2006.
- ¹² M. Fidora / M. Fratzscher / C. Thimann: Home Bias in Global Bond and Equity Markets – The Role of Real Exchange Rate Volatility, ECB Working Paper Series, No 685, Oktober 2006.
- ¹³ P. Galdi: Growth Trends in the World Bond Markets, Merrill Lynch Bond Index Almanac, Januar 2008.
- ¹⁴ W. Krämer: Kapitalanlagen in Europa, Gabler Studentexte, Wiesbaden 1996, S. 1-7.
- ¹⁵ W. Krämer, ebenda, S. 4-5.
- ¹⁶ S.M.Bartram / G. Dufey: International Portfolio Investment – Theory, Evidence and Institutional Framework, Mai 2001.
- ¹⁷ J. Mariathan: Going global in fixed income, IPE, Februar 2008, S. 61-62.
- ¹⁸ K.M. Hogan / R.J. Kish / J.A. Greenleaf: Global Fixed Income Portfolio Management, Journal of Financial and Strategic Decisions, Volume 13, Number 3, Frühjahr 2000, S. 49-62.
- ¹⁹ S. Polwitton / O. Tawatnuntachai: Diversification benefits and persistence of US-based global bond funds, Journal of Banking & Finance, Volume 30, Issue 10, Oktober 2006, S. 2767-2786.
- ²⁰ L. Baele / G. Bekaert / K. Inghelbrecht: The determinants of stock and bond return comovements, Working Paper Research, no 119, National Bank of Belgium, Oktober 2007.
- ²¹ R.A. De Santis / L. Sarno: Assessing the Benefits of International Portfolio Diversification in Bonds and Stocks, ECB Working Paper, No 883, März 2008.
- ²² J.D. Burger / F.E. Warnock: Diversification, Original Sin and International Bond Portfolios, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, April 2003.
- ²³ J.Y. Campbell / K. Serfaty-de Medeiros / L.M. Viceira: Global Currency Hedging, NBER Working Paper No. 13088, Mai 2007.
- ²⁴ D. Caplinger: Going Global With Bonds, The Motley Fool.com, 3. Januar 2007; S. Ramaswamy: Global Asset Allocation in Fixed Income Markets, BLZ, Working Papers No. 46, September 1997.
- ²⁵ J. Segal: Gaining Currency, Institutional Investor, Juni 2008, S. 117.
- ²⁶ Y. Klevan: Lazard Global Fixed Income, Präsentation, Juni 2008.

Weitere Lazard Publikationen

Investment Perspektive I/2007

„Mikrokredite und Mikrofinanz –The Future is Now“

Investment Perspektive II/2007

„Islamic Banking und Sharia-Investments“

Standpunkt April 2007

„Der Charme von Dividendenstrategien in schwierigen Aktienmärkten – Lazard World Dividend Equity Strategy“

Hintergrund Juni 2007

„Die Portable Alpha-Revolution – Wer trägt was warum wohin?“

Investment Perspektive III/2007

„Hochhäuser und Konjunkturzyklen – Up, Up to the Sky!!“

Standpunkt Juli 2007

„Die Situation der Sparkassen in Deutschland und deren Rolle am Kapitalmarkt“

Hintergrund August 2007

„Investieren in Infrastruktur – Lazard Global Listed Infrastructure“

Investment Perspektive IV/2007

„Wasserinvestments – die wahren Blue Chips“

Hintergrund Oktober 2007

„Credit Default Swaps – Waffen und Pflugscharen“

Hintergrund November 2007

„Rückblick auf das Investment-Forum November 2007“

Hintergrund Januar 2008

„Private Equity – quo vadis?“

Hintergrund März 2008

„Der Charme des Absoluten – Lazard Euroland Equity Absolute Return“

Standpunkt Juni 2008

Das Jahrzehnt der Kapitalmarktblasen – Zwischen “Stairway to Heaven” und “Highway to Hell”

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29