

Keine Angst vor Deflation, keine Angst vor Inflation

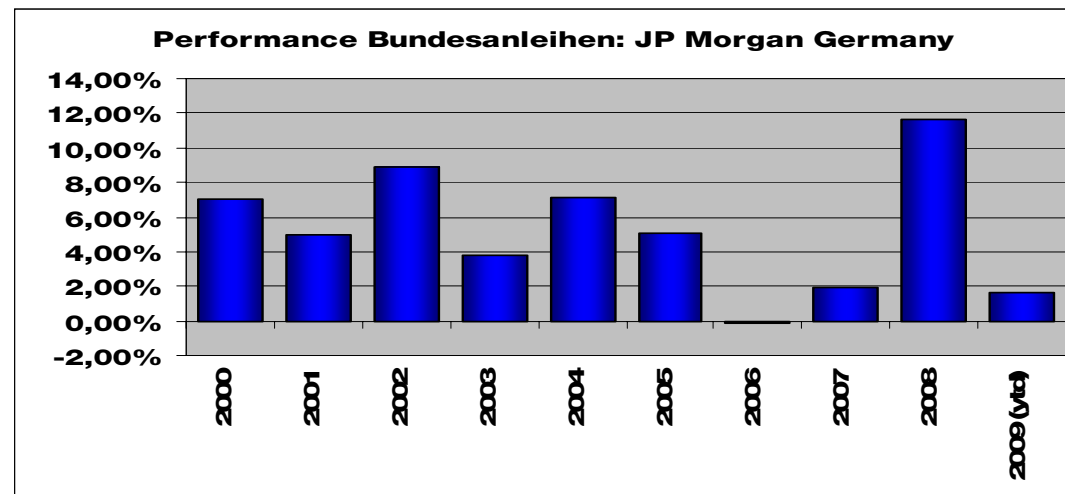
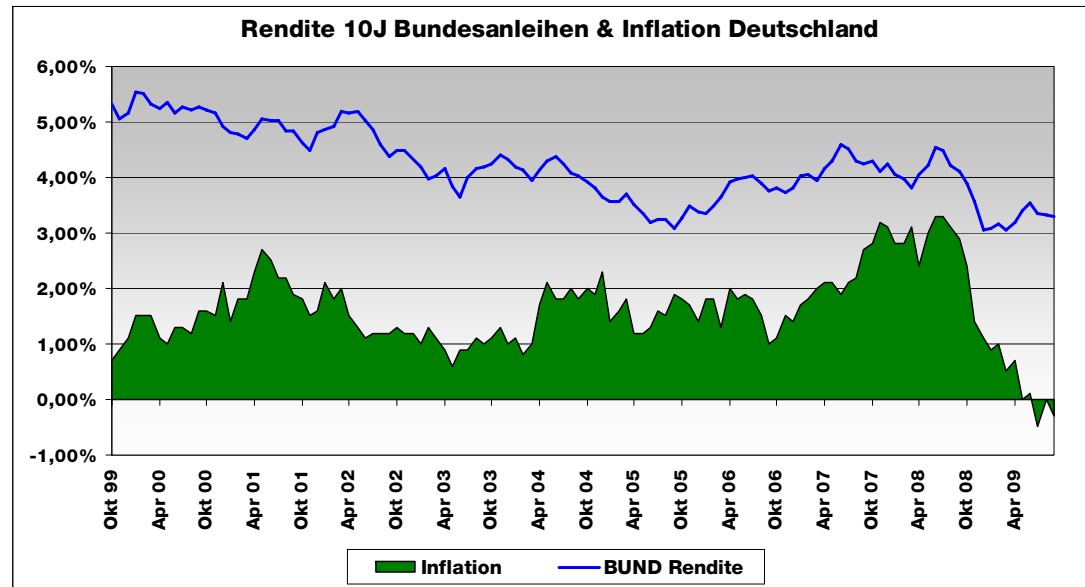
- Absolute Return mit Lazard Long Short FI Dynamic

Carsten Vennemann, Global Director
Lazard Asset Management

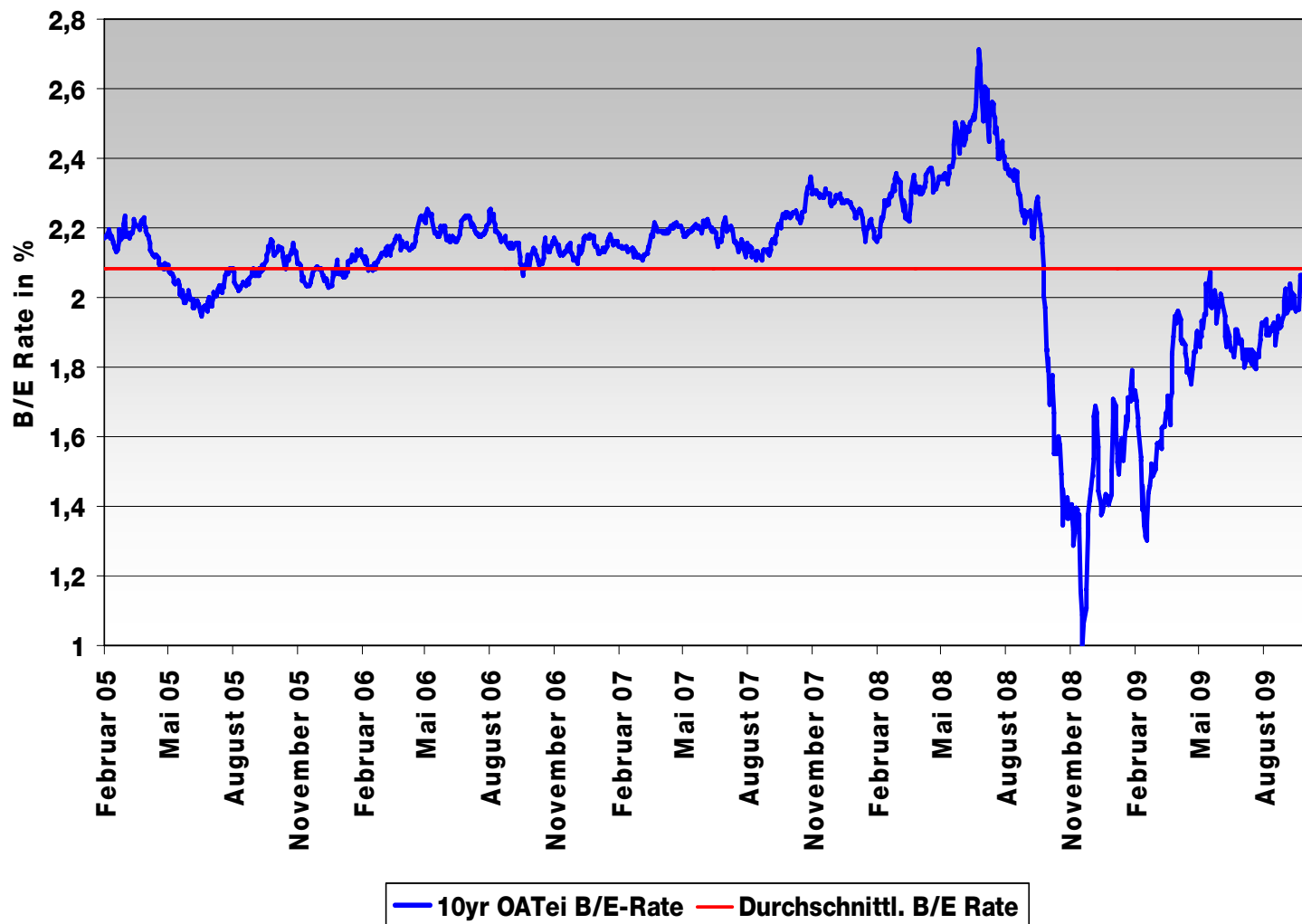
November 2009

Die Renten sind sicher ... auch in 2010?

Der Charme des „Absolute Return“



Inflationserwartungen anhand der Break-Even-Rates



Warum Absolute Return-Konzepte?

- ◆ Kombination erfolgreicher Strategien möglich (Portable Alpha)
- ◆ Hohe Flexibilität im Portfoliomanagement (keine Benchmark-Einschränkungen)
 - ➔ Fokus auf spezielle Investmentthemen
- ◆ Flexible Umsetzung von direktionalen und Relative-Value-Strategien durch Kombination von Bottom-up und Top-down-Ideen
 - ➔ **Das Absolute-Return-Konzept reduziert die Abhängigkeit der Erträge von der generellen Marktrichtung**

Das Lazard Long Short FI Dynamic Konzept

Investmentstrategie

Ziel des Konzeptes ist es, im Rahmen eines Absolute-Return-Ansatzes einen kontinuierlichen Wertzuwachs zu erzielen und eine risiko-adjustierte Mehrrendite gegenüber dem Geldmarkt/Rentenmarkt (mittlere Laufzeiten) zu erzielen. Dies geschieht mittels einer:

- ◆ Kombination von quantitativen, selbstentwickelten Modellen zum aktiven Durationsmanagement
- ◆ Diskretionärem Renten-Portfoliomanagement, insbesondere Zinsstrukturkurvenmanagement sowie Inter- und Intra-Markt-Spread-Strategien
- ◆ Kernportfolio mit Anleihen hoher Qualität, ergänzt um aktives Management mittels Derivaten, um den gewünschten Investitionsgrad zu erreichen

Investmentziel


- ◆ Unser primäres Ertragsziel liegt bei Euribor + 500bp
- ◆ Darüber hinaus orientieren wir uns in der Zielsetzung auch am absoluten Renditeniveau und beabsichtigen, die doppelte Rendite 5-jähriger Bundesobligationen (im Jahresdurchschnitt) als Ertrag zu erreichen
- ◆ Wir beabsichtigen, zumindest eines der beiden obigen Ziele jährlich zu erreichen

Disclaimer:

Das Investmentziel ist keine Wertentwicklungszusage und stellt auch keine Anlagerestriktion dar. Vielmehr dient das Investmentziel nur der strategischen Steuerung des Portfolios. Es kann von Jahr zu Jahr erreicht oder übertroffen werden oder unerreicht bleiben. Insbesondere enthält die hier vorgestellte Strategie keine explizite Wertsicherung, so dass auch Jahre mit negativer Performance möglich sind.

Der Investmentansatz und Unterscheidungsmerkmale

Ziel: Nachhaltige Alpha-Generierung

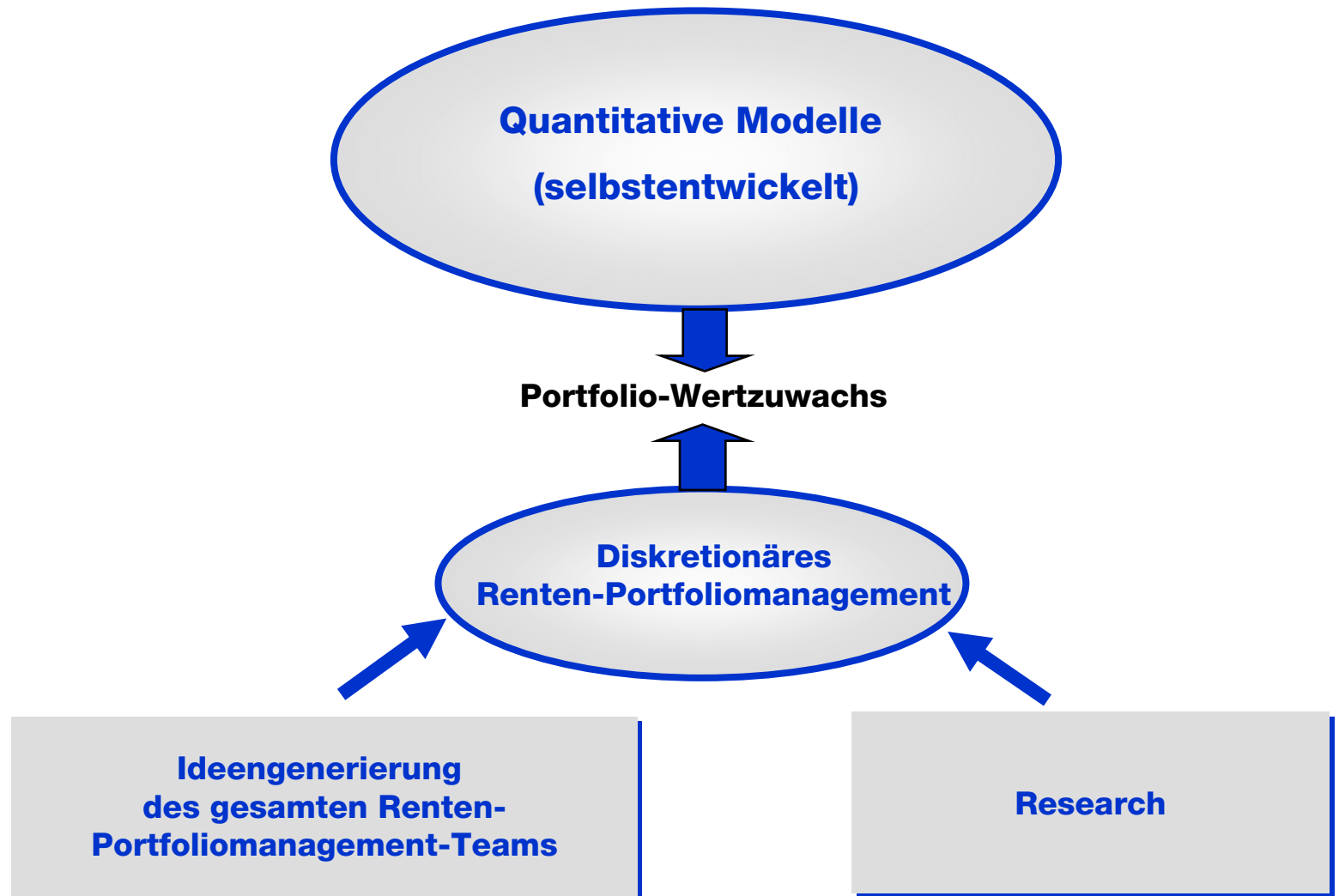


Das Team	Der Prozess
Erfahrenes Portfoliomanagement-Team	Quantitative Modelle mit umfangreichem Back-Testing und Out-of-Sample-Track-Record zum Teil seit September 2005
Globale Kooperation der Analysten	Globaler Makro/Mikro Research-Input
Lazards Erfahrung im Zinsmanagement	Intensive Research-Arbeit zur Neu- und Weiterentwicklung unserer Modelle
Fixed Income-Mitarbeiter sind Analyst und Portfoliomanager	Disziplinierter Risikomanagement-Ansatz

Warum das Lazard Long Short FI Dynamic Konzept?

- ◆ Durationsstrategie, die auf einer bereits seit 4 Jahren im Realeinsatz erprobten Strategie aufbaut
- ◆ Die Finanzmarktkrise zeigt die Bedeutung von Strategien mit streng limitiertem Kreditrisiko
- ◆ Wir erwarten für die nächsten 1-2 Jahre eine neue Marktphase mit hoher Zinsstrukturkurvenvolatilität
- ◆ Stringenter Investmentprozess und separate Überwachung durch unser globales Risikomanagement
- ◆ Input durch Globale Research-Plattform und Europäisches Fixed Income Team, tägliches Management durch zwei erfahrene Portfolio Manager mit zusammen ca. 30 Jahren Markterfahrung

Investmentprozess: Ideengenerierung



I. Quantitative Modelle

1. Das Lazard-Durationsmodell
2. Das Lazard-Kalender-Modell
3. Das serielle Lazard-Modell
4. Das Lazard-Momentum-Modell

1. Warum sind quantitative Ansätze sinnvoll?

Viele Investoren wenden erhebliche Ressourcen auf, um die Qualität der Prognosen zu verbessern. Nur wenige hinterfragen die Methodik der Prognoseerstellung.

Quantitative Modelle in unserem Konzept

- Durationsmodell
 - Kalendarmodell
 - Serielles Modell
 - Momentum Modell
-

- ◆ Prognosen sind nicht einfach. Die eigene (und fremde) Prognosegüte wird weit überschätzt
- ◆ Trends sind ohne Hilfe oft schwer zu erkennen, da zufällige und unwichtige Kursbewegungen den Blick auf das Wesentliche versperren
- ◆ Der Mensch als Entscheider ist nicht frei von Emotionen
- ◆ Ein Modell darf keine Black Box sein. Im Prinzip repliziert das Modell das emotionslose Wissen der Experten
- ◆ Modelle sind einfacher zu adjustieren als Menschen
- ◆ Menschen handeln nicht immer rational, auch oder besonders nicht beim Thema Geld

1. Lazard Durationsmodell

- ◆ In praxi bereits Teilbestandteil unserer Rentenkonzepte
- ◆ Prognoseunabhängiges Durationssteuerungsmodell
- ◆ Graduelle Positionen zwischen definierten Extremen
- ◆ Einsatz als Duration Overlay
- ◆ Strategie gering korreliert mit Rentenportfolios, daher zusätzliches unabhängiges Management-Tool zur Risikoreduktion
- ◆ Einsetzbar ohne zusätzliche Kapitalbindung
- ◆ Im Backtesting über 15 Jahre durchschnittlich 50 BP Performancebeitrag p. a. pro Durationsjahr

1. Durationsmanagement in der Praxis

Durationsmanagement seit Auflegung

Auflegung: 30. Sep 05

Per: 30. Sep 09

Bund Rendite	3,220
Position	0,5

Performance pro Durationsjahr

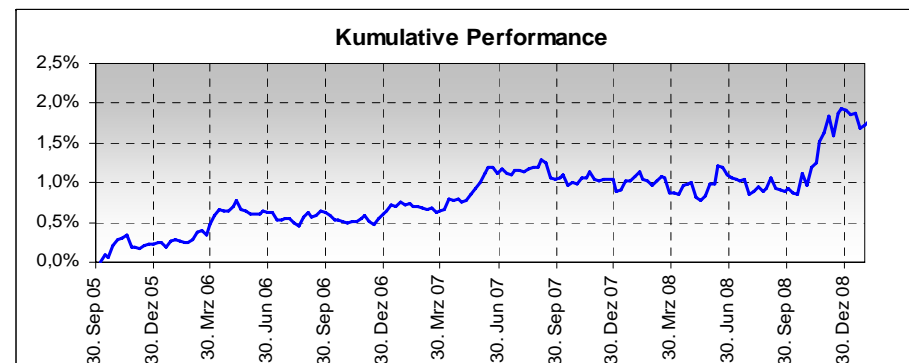
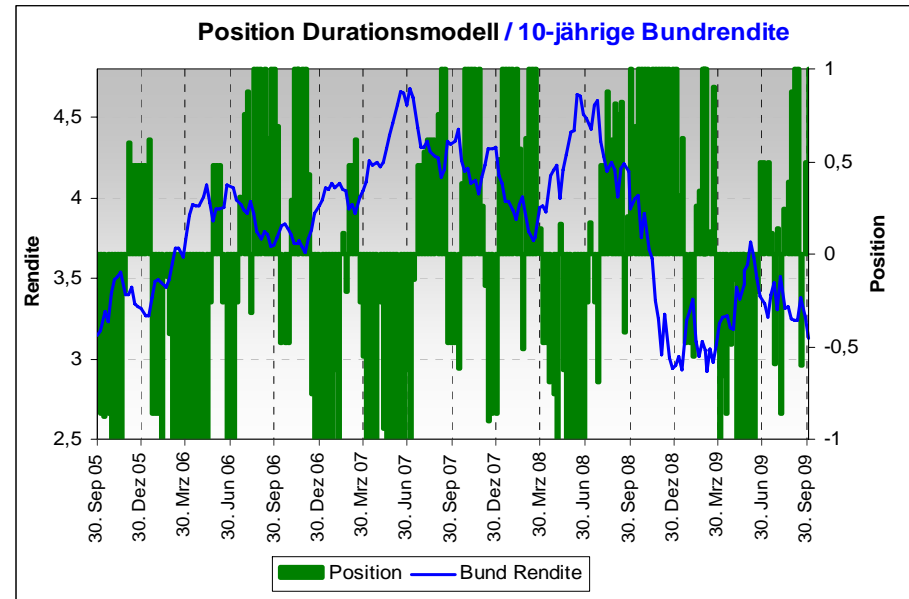
YTD	-0,80%
Seit Auflegung (p.a.)	0,29%
Dez 05	0,22%
Mrz 06	0,24%
Jun 06	0,17%
Sep 06	0,00%
Dez 06	-0,02%
Mrz 07	0,03%
Jun 07	0,48%
Sep 07	-0,06%
Dez 07	-0,02%
Mrz 08	-0,16%
Jun 08	0,31%
Sep 08	-0,27%
Dez 08	1,00%
Mrz 09	-0,41%
Jun 09	0,07%
Sep 09	-0,47%

Unsere Markt-betrachtung basiert auf einer makro-ökonomischen Analyse.

Trotzdem spielt der Zeitfaktor eine große Rolle und Kapitalmärkte werden oft von Faktoren beeinflusst, die in makro-ökonomischen Analysen nicht vorkommen.

Deshalb haben wir ein Modell entwickelt, das die Implementierung unserer Durationsmeinung unterstützt.

Dieses Modell wurde in dem Zeitraum von 1990 bis 2004 getestet und generierte eine durchschnittliche Jahresperformance von 50 Basispunkten.



Stand 30. September 2009

Die hier ausgewiesene Wertentwicklung des Durationsmodells beruht auf einer Kombination aus der Modellposition und der Rendite 10jähriger Bundesanleihen jeweils freitags um 18:00 Uhr. Die tatsächliche Wertentwicklung der Bund-Future-Transaktionen, welche zur Umsetzung des Durationsmodells eingesetzt werden, kann hiervon u. a. aufgrund des Spreads zwischen der Rendite 10jähriger Bundesanleihen und der Rendite des Bund-Futures, welche u. a. auf der jeweils günstigsten lieferbaren Bundesanleihe beruht, abweichen. Weitere Effekte, wie u. a. zeitliche Verzögerungen bei der Umsetzung, Kosten u. ä. können ebenfalls zu einer abweichenden Performance führen.

2. Lazard Kalender-Modell

Kalender-Modell	
Ann.Ertrag/Jahr Dur-Abw	0,62%
Korrelation zum Dur-Modell	0,08
Volatilität p. a.	0,49%

- ◆ Unsere Analysen zeigen einen signifikanten saisonalen Trend, der die Rentenmärkte beeinflusst
- ◆ Unser quantitativer Ansatz nutzt diese Trends
- ◆ Zweiwöchiger Signalrhythmus
- ◆ Modell ist nicht statisch, sondern wird jährlich um aktuelle Daten ergänzt

3. Das serielle Lazard-Modell

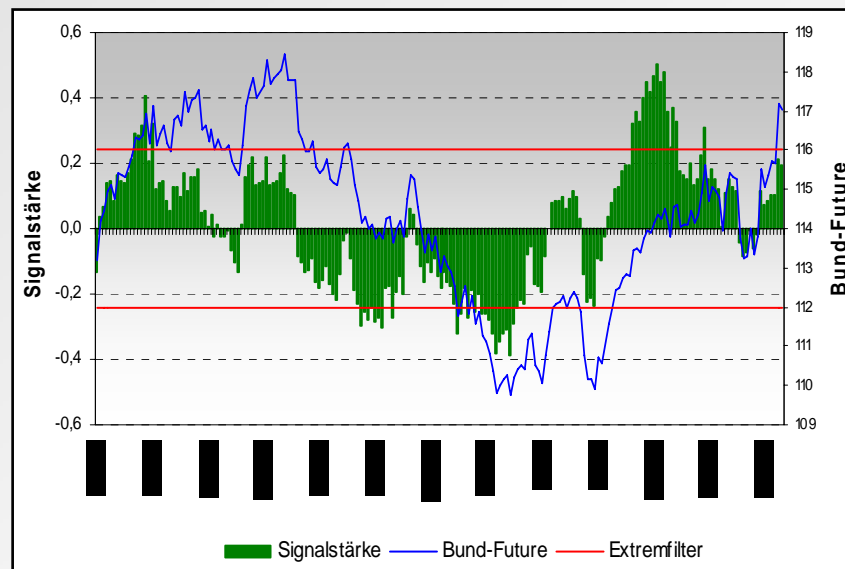
Serielles-Modell	
Ann.Ertrag/Jahr Dur-Abw	0,42%
Korrelation zum Dur-Modell	0,29
Volatilität p. a.	0,24%

- ◆ Kombination eines Mean reversion-Regressionsmodells (Ermittlung eines fairen Wertes) mit einem Trendmodell
- ◆ Anwendung eines Volatilitätsfilters, um die Signalqualität zu verbessern
- ◆ Niedrige Korrelation zu den anderen Durationsstrategien
- ◆ Positionierung nur, wenn beide Indikatoren ein gleich-gerichtetes Signal geben und der Vola-Filter passt (potenziell täglich)
- ◆ Tagesmodelle nutzen Trends während einer Woche, die das Durationsmodell konzeptionell nicht greifen kann
- ◆ Ziel: Den "großen Trend" günstig nutzen, solange die Unterbewertung existiert

4. Lazard Momentum-Modell

Momentum-Modell	
Ann.Ertrag/Jahr Dur-Abw	0,49%
Korrelation zum Dur-Modell	0,56
Volatilität p. a.	0,53%

- ◆ Momentum-Strategie basierend auf exponentiellen, gleitenden Durchschnitten
- ◆ Inputfaktoren: Trendstärke täglicher Erträge aus Bund-Futures-Bewegungen sowie der Volatilität dieser Erträge werden in Beziehung gesetzt
- ◆ Extremfilter zur Vermeidung von Fehlsignalen
- ◆ Der Signalalgorithmus identifiziert somit auch Zonen erhöhter Trendumkehrwahrscheinlichkeit

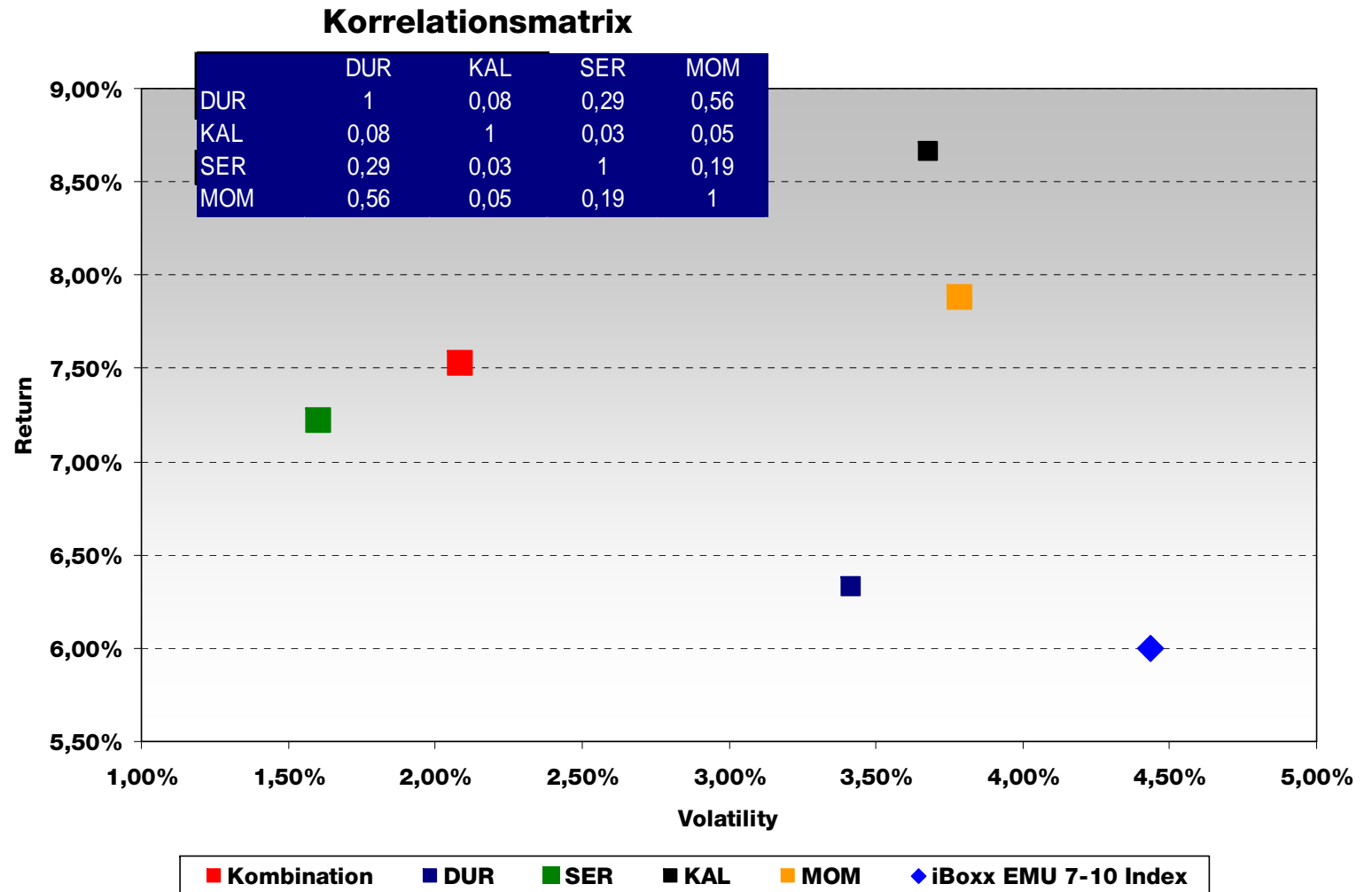


Zusammenfassung Durationsstrategien

 Faktor 7, d. h. 7 Durationsjahre maximales Exposure long oder short

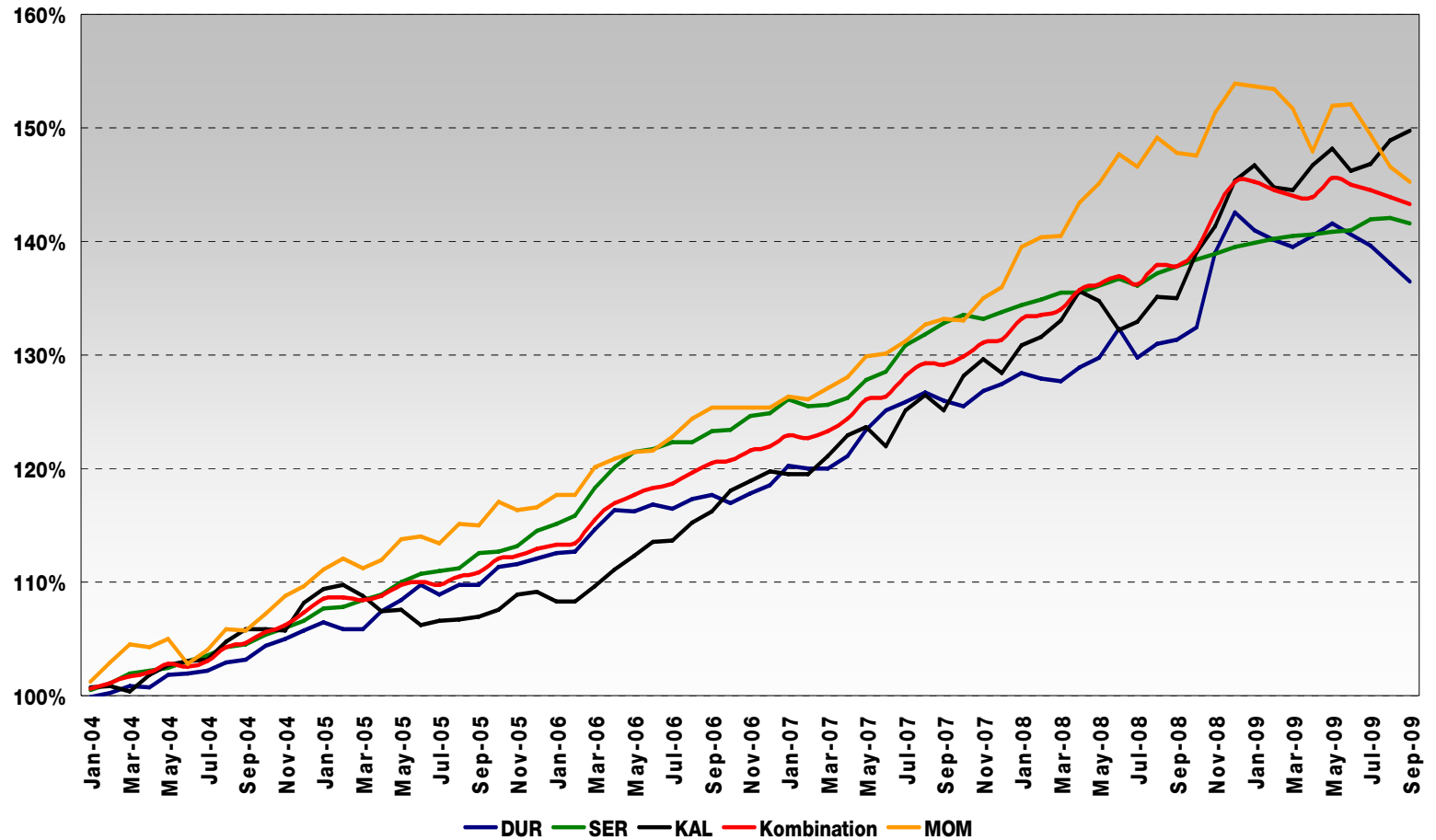
- ◆ Statt das gesamte Risikobudget auf das Durationsmodell zu übertragen, splitten wir in diesem Konzept das Risikobudget in das Durationsmodell, das Kalender-Modell, das serielle Modell und das Momentum-Modell
- ◆ Die Resultate dieser Simulation signalisieren einen robusteren, weniger volatilen Performanceverlauf
- ◆ Gewichtung: DUR = 0.4, KAL = 0.2, SER = 0.2, MOM = 0.2

Durationsstrategien im Risiko/Rendite Diagramm



Disclaimer: Die o. a. Graphik stellt Ergebnisse eines Back-testings (Daten seit 1.1.2004 bis heute) und keine real erzielten Performance-Daten dar.

Modellperformance



Disclaimer: Die o. a. Graphik stellt Ergebnisse eines Back-testings (Daten seit 1.1.2004 bis heute) und keine real erzielten Performance-Daten dar.

II. Diskretionäres Portfoliomanagement

II. Diskretionäres Bond Management

- ◆ Relative-Value Trading in Anleihen (z-score-basiert)
- ◆ Zinstrukturkurven-Management (steiler, flacher, Butterflies, etc.) – Swap- oder Futures-basiert
- ◆ Intra-Markt-Trades (Staatsanleihen, Swaps, Unternehmensanleihen, Covered Bonds)
- ◆ Inter-Markt-Trades (EMU, US, Japan, UK, Schweiz): I.d.R. währungsgesichert oder Derivate-basiert
- ◆ Direktionale, taktische Marktpositionierung

Ideengenerierung mit Derivaten – Welches Instrument für welche Strategie?

Am Beispiel: 2/10 flattener in EUR, durationsneutral

◆ Umsetzung mit

- Anleihen: Problematik Cash-Neutralität
- Futures: Standard
- Zinsswaps: Flexibilität hinsichtlich Laufzeit
- Forward Swaps: Welche Erwartungen werden gepreist?
- Swaptions: Berücksichtigung von Volatilität

Risiko Management

◆ Unabhängige Risikoanalysen (Quantax / Algorithmics)

- Analyse von Portfoliosensitivitäten, Value-at-Risk, erwartetem „Tail Risk“ sowie weiteren Risikoattributen
- Überwachung von Marktexposure, Hebel-(Faktoren), Liquidität sowie allgemeinen Marktbedingungen
- Stresstests und Szenarioanalysen
- Ermittlung von Risikobudgets für unterschiedliche Strategiearten
- Erstellung von Risikoreports

Portfolio Management und Risk Control

◆ Risiko-Überwachung im Investmentprozess durch das Portfolio Management anhand von

- Citigroup Yield Book
 - UBS Delta
 - Factset (Performance Attributionsanalyse)
 - interne Risikomanagementsysteme
-
- ➔ Management von Durations-, Zinsstrukturkurvenrisiken, Kreditrisiken, Liquiditätsrisiken, Einzeltitelrisiken
 - ➔ Unterstützung bei der Portfoliokonstruktion und Optimierung
 - ➔ Vorbereitung der Risikobudgetierung

Zusammenfassung

- ◆ Hohe Ertragserwartung durch Kombination von quantitativen und diskretionären Strategien
- ◆ Zusammenführung von "state-of-the-art"-Zinsmodellen und der Erfahrung der beiden PMs
- ◆ Fokus auf Zins-/Durationsmanagement
- ◆ Effiziente Umsetzung durch Zinsderivate
- ◆ Diversifikation, rigorose Risikokontrolle und laufende Forschung
- ◆ Teamansatz

Anhang

Investmentinstrumente

- ◆ Als Steuerungsinstrumente finden neben herkömmlichen Anleihen im Investment-Grade-Bereich (Staatsanleihen, Quasi-Staats- oder staatsgarantierte Anleihen, Covered Bonds, Unternehmensanleihen, Inflation-Linked Bonds, Floating-Rate-Notes, etc.) vor allem börsennotierte Derivate (Futures, Optionen) Verwendung
- ◆ OTC-Derivate wie Zinsswaps, OTC-Swaps, Swaptions, Credit Default Swaps und Forward Rate Agreements können weiterhin im Rahmen der gesetzlichen Vorgaben genutzt werden
- ◆ FX-Geschäfte (Kassa- und Termingeschäfte) finden im Rahmen der Anleiheninvestitionen Anwendung
- ◆ Exchange-Traded-Funds können aus Diversifikationsgründen beigefügt werden

Portfolio Charakteristika

◆ Rechtlicher Rahmen

- Das Portfoliokonzept wird auf Basis des deutschen Investmentgesetzes/ Derivateverordnung oder eines vergleichbaren, UCITS III-konformen, europäischen Rechtsrahmens realisiert.
- Im Falle des Investmentgesetzes erfolgt das Risikomanagement auf Basis des qualifizierten Ansatzes; dadurch wird das maximale Marktexposure auf 200% des VaR des Vergleichsvermögens begrenzt

◆ Liquidität

- Mindestens 50% des Marktwertes des Basisportfolios muß in Benchmark-Anleihen mit mindestens EUR 1 Mrd Emissionsvolumen investiert sein

◆ Emittenten- und Währungs-Exposure:

- Mindestens 80% des Marktwertes des Basisportfolios muss in Anleihen von OECD-Emittenten investiert sein. Offene Währungspositionen, gemessen in der Basiswährung, dürfen 20% des Fondsvermögens nicht überschreiten

◆ Kredit-Rating

- Alle für das Konzept erworbenen Anleihen müssen Investment-Grade-Rating aufweisen

◆ Basiswährung

- Euro

Portfolio Charakteristika

◆ Portfolio-Struktur

- Je nach Marktlage bis zu 10-15 Strategien unterschiedlicher Art mit diversifizierten Zeithorizonten
- Wir separieren die Kernstrategie des Basisportfolios, die Implementierung unserer quantitativen Modelle durch börsennotierte Derivate sowie diskretionäre Strategien anhand von Anleihen, börsennotierten- oder OTC-Derivaten

◆ Quantitative und diskretionäre Strategien im Risiko-Budget

- Als grobe Richtlinie planen wir, dass im jährlichen Durchschnitt $\frac{2}{3}$ des Gesamtportfoliorisikos aus unseren quantitativen Modellen stammt, während das verbleibende Drittel aus diskretionären Strategien abzuleiten ist

Ideengenerierung mit Derivaten – Welches Instrument für welche Strategie?

Am Beispiel: 2/10 flattener in EUR, durationsneutral

Strategie	Bedingung	Kriterium
Barbell aus long 2y und 10y, short 5y Staatsanleihen	Kasse- und Durationsneutral	<ul style="list-style-type: none"> - Wenn keine Derivate eingesetzt werden können - Wenn keine ausreichende Liquidität im Derivatemarkt - Nachteil: Wenn kasseneutral, kein "echter" Flattener
Short 2y, long 10y	Durationsgewichtete Kontraktanzahl	Standardinstrument für Zinsstrukturkurvenstrategie
Spot: 2y Payer Swap, 10y Receiver Swap	Nominalbeträge durationsgewichtet	<ul style="list-style-type: none"> - Wenn exakte Laufzeiten gehandelt werden sollen - Wenn Marginzahlungen vermieden werden sollen
Forward: 2y Payer Swap, 10y Receiver Swap	Nominalbeträge durationsgewichtet	<ul style="list-style-type: none"> - siehe spot Swap - Wenn Forward-Kurve eine andere Erwartung preist - Wenn Cash-Flow vermieden werden sollen
z. B. Long 2y Payer Swaptions, short 10y Payer Swaptions	Nominalbeträge durationsgewichtet	<ul style="list-style-type: none"> - Wenn Optionen interessant bewertet - Wenn Forward-Kurve eine andere Erwartung preist

Disclaimer

Diese Präsentation wurde von Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Frankfurt am Main (im folgenden „LAM“) erstellt und herausgegeben. Sie ist ausschließlich zur Weitergabe an institutionelle Anleger, nicht jedoch an Privatanleger bestimmt.

Der Präsentation liegen Daten bzw. Informationen zu Grunde, welche LAM für verlässlich hält. Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten übernimmt LAM jedoch keine Gewähr. Die Präsentation ist weder ein Angebot, noch eine Aufforderung, noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Derivaten, etc. und sollte weder in ihrer Gesamtheit noch in Auszügen als Informationsgrundlage in Verbindung mit einem Vertragsabschluss verwendet werden. Sie dient ausschließlich der unverbindlichen Information. Die Geeignetheit in der Präsentation genannter Produkte muss jeder Anleger auf Basis eigener Analysen gegebenenfalls unter Hinzuziehung qualifizierter Berater klären. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch ohne Vorankündigung und ohne Mitteilung ändern.

Angaben zu vergangener Wertentwicklung erlauben keine Prognose für die zukünftige Wertentwicklung. Statistische Angaben haben nur für den jeweils genannten Zeitraum Aussagekraft; eine Projektion auf andere künftige oder vergangene Zeiträume ist nicht zulässig.

Diese Präsentation oder Teile von ihr dürfen ohne Erlaubnis von LAM weder reproduziert, noch weitergegeben werden. LAM ist in keiner Hinsicht dafür verantwortlich, dass Dritte eine Weitergabe vornehmen oder veranlassen.

Stand: Januar 2009