



• HINTERGRUND JULI 2025

Anlagealternativen im globalen Rentenmarkt

Verfasser:

Werner Krämer

Managing Director

Macro-Economic Analyst

Editor:

Michael Weidner

Managing Director

Co-Head Global Fixed Income

Dr. Benjamin Dietrich

Director

Co-Head Global Fixed Income

LAZARD
ASSET MANAGEMENT

©2025. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Neue Mainzer Straße 75, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten.

Dieses Dokument gibt die Ansicht von Lazard Asset Management LLC oder verbundener Unternehmen ("Lazard") wieder und beruht auf Informationen, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als verlässlich eingeschätzt wurden. Es kann jedoch keine Zusicherung gegeben werden, dass geäußerte Prognosen oder Annahmen tatsächlich eintreten. Dieses Dokument wird von Lazard Asset Management LLC oder verbundenen Unternehmen ("Lazard") ausschließlich für informative Zwecke zur Verfügung gestellt. Keine Aussagen in diesem Dokument stellen eine Anlageberatung oder eine Empfehlung zum Handel eines Wertpapiers, Derivates, Sachwertes oder sonstigen Vermögenswerten oder einer Investmentdienstleistung dar. Anlagen in Wertpapiere, Derivate und Sachwerten enthalten Risiken, die sich unter anderem in Preisschwankungen äußern und zu Verlusten führen können. Bestimmte Vermögenswerte, die in Lazards Portfolios gehalten werden, insbesondere im Falle sogenannter Alternativer Investmentfonds, enthalten höhere Risiken und die Wertschwankungen können größer ausfallen als bei anderen Vermögenswerten. Dementsprechend können einzelne Vermögenswerte nur an weniger liquiden oder effizienten Märkten gehandelt werden, was die Wertentwicklung der Portfolios negativ beeinflussen kann. Die vergangene Wertentwicklung erlaubt keine Prognose der zukünftigen Wertentwicklung. Alle Ansichten, die hier geäußert wurden, können sich jederzeit ändern und von denen anderer Mitarbeiter von Lazard abweichen.

Dieses Dokument darf nur durch Personen zur Kenntnis genommen werden, die sich in einem Land aufhalten, in welchem die Verbreitung dieses Dokuments im Einklang mit dem örtlichen Recht zulässig ist und im Einklang steht mit den von Lazard gehaltenen lokalen Registrierungen.

Bitte informieren Sie sich auf www.lazardassetmanagement.com über die jeweiligen Gesellschaften der Lazard Gruppe, die dieses Dokument herausgegeben haben und den Umfang der jeweiligen erlaubten Tätigkeiten.

Kernpunkte

Seit der Finanzmarktkrise 2008 ist eine verstärkte Globalisierung der Rentenanlagen zu beobachten, wegen des für einige Jahre extremen Niedrigzinsumfeldes insbesondere in Europa und Japan. Damit wollen die Anleger ein größeres Anlageuniversum, die höheren Renditen im Ausland und zusätzliche Performancequellen erschließen, in vielen Bereichen attraktive historische Risiko-Ertrags-Profile nutzen, generell breiter diversifizieren und damit Klumpenrisiken senken sowie Zugang zur zusätzlichen Ertragsquelle Währungsmanagement erhalten. Betrachtet man die Renditen von Papieren verschiedener Emittenten über unterschiedliche Währungsräume, sind zudem Ineffizienzen feststellbar, so dass der Investor über globale Selektion zusätzliche Arbitrageerträge generieren kann.

Der Bloomberg Global Aggregate ist eine weltweit anerkannte Indexbenchmark als globaler, marktkapitalisierungsgewichteter (Total Return)-Rentenindex, der ein Anlageuniversum von Anleihen mit Investmentqualität aus 71 Ländern mit 27 Währungen bzw. Zinsstrukturkurven und einem gewissen Mindestemissionsvolumen (entsprechend 300 Mio. USD oder 300 Mio. EUR) abdeckt. Seit der Finanzmarktkrise hat sich dieser globale Rentenindex, in Euro betrachtet, deutlich besser entwickelt als der Bloomberg Euro Aggregate oder der iBoxx Euro Overall.

Bei globalen Anlagen ergibt sich die Frage, wie der Anleger mit den Währungen umgeht. Dabei ist ganz wichtig, dass die Wertentwicklung der währungsgehedgten globalen Rentenbenchmark (z. B. Bloomberg Global Aggregate Euro Hedged) fast immer wesentlich weniger volatil verläuft als die der ungehedgten (Bloomberg Global Aggregate in Euro). In EUR gehedgte globale Rentenportfolios konnten in der Vergangenheit als Diversifikation aus den Renten im Euroraum die Portfoliovolatilität senken und die Sharpe Ratios verbessern.

Wir empfehlen den meisten Euroland-Anlegern, wenn sie über keinen eigenen Währungs-Overlay verfügen und die offenen Währungen nicht als bewusste Diversifikationsentscheidung gegen den Euro ansehen, ihre an einer Benchmark orientierten Anlagen wegen der geringeren Volatilität eher an einer Euro-gehedgten Alternative auszurichten, dem aktiven Manager aber eine offene Währungsquote von bis zu 20 % zu erlauben, um in Phasen einer Euroschwäche durch selektive offene Positionen Zusatzerträge auf der Währungsseite generieren zu können. Wegen der in den letzten Jahren deutlich gestiegenen Hedgekosten aus USD in EUR ist das teilweise Offenlassen von Währungsanlagen zumindest im Dollarraum noch attraktiver geworden, da man Hedgekosten spart.

Problematisch an einer Indexausrichtung am Bloomberg Global Aggregate ist der prozyklische, vergangenheitsbezogene Charakter der Ausrichtung und der Gewichtung gemäß der Marktkapitalisierung. Diese impliziert eine wachsende Gewichtung hoch verschuldeter Emittenten, eine wachsende Gewichtung von Papieren mit starkem Kursanstieg / Zinsrückgang, eine automatische Durationsverlängerung in einer Rentenhausse und eine hohe Abhängigkeit von sich stetig verschlechternden Credit Ratings.

In der Praxis erlauben Fondssponsoren bei der Vergabe globaler Rentenmandate häufig einen recht großen Tracking Error (zur am häufigsten genutzten Benchmark Bloomberg Global Aggregate, währungsgehedgt) mit einer gleichzeitigen Verknüpfung zu einer gewissen Total Return-Ausrichtung, wobei nicht unbedingt ein Total Return-Ziel explizit formuliert wird, auch wenn dies manchmal der Fall ist. Damit sollen die große Abhängigkeit von der Benchmark und die Nachteile der Prozyklik reduziert werden.

Generell erscheint heute ein aktiver Management-Ansatz weitab von Indexnachbildung zwingender denn je. Die Rentenmärkte erlebten in den vier Jahrzehnten bis 2021 eine historisch einmalige Hausse, die fast alle Renditen im globalen Rentenmarkt auf Tiefniveaus gedrückt haben, gefolgt in 2022 von der (nominal betrachtet) größten Rentenbaisse aller Zeiten. Seitdem hat sich der Markt stabilisiert, aber gleichzeitig sind die Risiken hoch, denn die Kreditqualität hat sich über Jahre deutlich verschlechtert, von (geo-)politischen Risiken ganz zu schweigen. Ein solches Umfeld gedämpfter Ertragserwartungen und hoher Risiken erfordert unserer Meinung nach eine aktive Risikosteuerung und kein passives Abbilden von kapitalisierungs-gewichteten Indizes wie beispielsweise über ETFs.

Unsere Publikumsfondslösung, der Lazard Global Bond Fund, greift auf den Bloomberg Global Aggregate als Referenzbenchmark zurück, verfolgt jedoch eine Total Return-Strategie mit einem Anlageuniversum, das weit über den Bloomberg Global Aggregate hinausgeht. Höher verzinsliche Sektoren wie globale Hochzinsanlagen und Emerging Markets-Anleihen, die im Bloomberg Global Aggregate nicht oder gering inkludiert sind, werden mit Augenmaß aktiv beigemischt, während die Duration des Portfolios strukturell unter der Duration der Referenzbenchmark liegen wird. Die Beimischungen dienen der Erhöhung der laufenden Verzinsung und steigern die möglichen Ausschüttungen, während die kürzere Duration das Risiko eindämmen soll. Insgesamt erhöhen die Maßnahmen die zu erwartende Sharpe Ratio.

Anlagealternativen im globalen Rentenmarkt

„Home Bias“

In den Portfolios der Investoren lässt sich in nahezu allen Regionen der Welt trotz des Fortschreitens der Globalisierung auch über die letzten Jahrzehnte ein ausgeprägter „Home Bias“ nachweisen, eine Bevorzugung von Investments in die Kapitalanlagen des Heimatlandes, auch wenn diese Anlagen unter Risiko-Ertrags-Aspekten oder Risikokonzentrationskriterien selten optimal sind.¹ Auch die neue US-Administration und die dortige MAGA-Bewegung haben jüngst eine gewisse Vorliebe für die Home Bias-Denkweise zur Schau gestellt.

Diese in der Wissenschaft viel diskutierte und analysierte Vorliebe für den Heimatmarkt („Home Bias Puzzle“) ist sowohl im Fixed Income-Segment wie auch auf der Aktienseite nachweisbar. Phasenweise hielten die Anleger vielerorts mehr als 70 Prozent ihrer Kapitalanlagen zumindest in der Heimatwährung, meist aber auch tatsächlich in Assets ihrer Heimatregion.² Dies hat sich erst durch das Niedrigzinsumfeld in vielen Ländern nach der Finanzmarktkrise allmählich verändert. In der Eurozone wurden die Kapitalanlagen nach der Euroeinführung zwar stark internationalisiert, aber in erster Linie beispielsweise durch Umschichtungen aus nationalen Assets in Euroassets. Dies bedeutet aber immer noch eine Art „Home Bias“, wenn auch nicht mehr so eng wie in der Vergangenheit („Near Bias“).

Dabei gibt es neben der Tatsache, dass die heimischen Rentenanlagen über Jahrzehnte sehr auskömmliche, für die meisten Anleger durchaus ausreichende und stabile Erträge generiert haben, sicher eine ganze Reihe weiterer Gründe, die zu einer Erklärung des Home Bias der Anleger beitragen können. Wirklich entscheidend ist aber unserer Meinung nach der bei institutionellen Investoren dominante Einsatz der Kapitalanlagen im Rahmen des Asset-Liability-Matchings (im angelsächsischen Sprachraum spricht man oft auch von „Liability Driven Investments“, LDI).

Mit ihren Kapitalanlagen verfolgen die meisten institutionellen Anleger in allererster Linie das Ziel, vorgegebene Verpflichtungen zu erfüllen, die im Zeitablauf und in der Höhe als fix angesehen werden. Zur Verpflichtungserfüllung müssen die Assets daher möglichst deckungsgleich die „Liabilities“ abbilden. Diese Notwendigkeit wird durch die staatlichen Regularien und die vom Regulator geforderte höhere Risikokapitalunterlegung bei Assetklassen, die diesem Asset-Liability-Matching nicht eindeutig dienen, stark hervorgehoben.

Die Funktion der Deckungsgleichheit der Aktiva mit den Passiva können in erster Linie Fixed Income-Anlagen in der Heimatwährung erfüllen, denn von dort rühren in der Regel auch die Verpflichtungen her. Im Gegensatz dazu sind die unsicheren

Erträge von Aktienanlagen und volatilen Währungen bei globalen Investments wegen ihrer höheren erwarteten Returns theoretisch zwar langfristig attraktiv, verkomplizieren aber das Asset-Liability-Management.

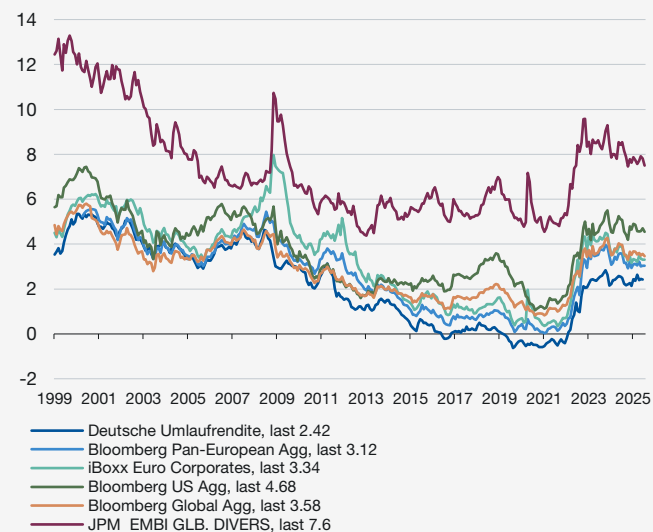
Die Funktion von Kapitalanlagen im Sinne der Verpflichtungserfüllung hat somit fast automatisch zur Folge, dass der Schwerpunkt der Kapitalanlagen über Jahrzehnte auf dem heimischen Rentenmarkt lag, zumindest dann, wenn er tief und umfassend genug ist wie in den USA, Japan und den großen europäischen Ländern.

Dennoch haben sich die Kapitalanlagen bei den meisten institutionellen Anlegern seit der Finanzmarktkrise stark gewandelt. Das ausgeprägte Niedrigzinsumfeld in fast allen OECD-Ländern hat es ihnen immer schwerer gemacht, die Verpflichtungen allein auf Basis von Anlagen des heimischen Rentenmarktes zu erfüllen.³

Viele Anleger haben sich daher in den letzten Jahren vorsichtig geöffnet und auf eine globalere Ausrichtung der Rentenanlagen bzw. auf Erstinvestments in die Rentenmärkte der Emerging Markets, das sogenannte Emerging Markets Debt, gesetzt.⁴ Dieser Trend war allerdings bei (regulierten) Anlegern in Deutschland trotz der niedrigen Zinsen deutlich zurückhaltender als beispielsweise in der Schweiz, Italien oder Belgien.

Mit der Globalisierung der Rentenanlagen setzen die Anleger dabei darauf, sich ein größeres Anlageuniversum und zusätzliche Performancequellen zu erschließen, in vielen Bereichen attraktive historische Risiko-Ertrags-Profile zu nutzen, generell breiter zu diversifizieren und damit Risiken zu senken, in die im Ausland häufig höheren laufenden Renditen zu investieren sowie Zugang zur zusätzlichen Ertragsquelle Währungsmanagement zu erhalten. Betrachtet man die Renditen von Papieren verschiedener Emittenten über unterschiedliche Währungsräume, sind zudem bei der Preisbildung Ineffizienzen feststellbar, so dass der Investor durch globale Selektion von Papieren gleicher Emittenten zusätzliche Arbitrageerträge generieren kann (vgl. Abbildung 1).⁵

Abbildung 1

Laufende Rendite von Rentenanlagen

Stand: 15. Juli 2025. Quelle: LSEG Datastream

Wie immer bei einer solchen Öffnung für neue Ideen ist es eine wichtige Entscheidung, wie man die neuen Kapitalanlagen konkret umsetzen soll. Insbesondere stellen sich zwei Fragen:

1. Soll man bei globalen Rentenkonzepten eher an einer Indexbenchmark orientierte Anlagen umsetzen oder im Sinne eines Total Return-Konzeptes vorgehen?
2. Wie soll man mit den Währungen umgehen?

Zur Beantwortung dieser Fragen verschaffen wir uns zunächst einen Überblick darüber, welche Funktionen eine Indexbenchmark im Kapitalanlageprozess erfüllt.

Funktion und Nutzen von Indexbenchmarks

Übersichtsartig kann man die Funktionen von Indexbenchmarks bei der Vergabe und dem Managen von Portfoliomanagement-Mandaten in vier Gruppen zusammenfassen.⁶

1. Ausrichtung der strategischen Asset Allocation
2. Aufgabenformulierung und Strukturierung der Asset Management-Mandate
3. Messung der Leistung des Portfoliomanagements
4. Zuteilung von Risikobudgets, Risikosteuerung und Overlay Management

Wenn sich ein Anleger mit einer Assetklasse vertraut machen will, ist es naheliegend, sich zunächst mit den generellen Eigenschaften der Anlageform zu beschäftigen. Man untersucht das Anlage-

universum, analysiert die Diversifikation innerhalb der Assetklasse, verfolgt die Risiko- und Ertragsentwicklung im Zeitverlauf, beobachtet die historischen Korrelationen mit anderen Anlagen im Portfolio und berechnet sonstige Kennziffern des neu geplanten Investments. All diese Berechnungen und Analysen erfolgen meist auf Basis einer repräsentativen Indexbenchmark, weil die Informationen einer einzelnen Assetklasse so verdichtet werden können.

Damit hat der Anleger gedanklich mögliche Veränderungen der strategischen Asset Allocation auf Basis der Eigenschaften einer Benchmark untersucht. Dann ist es für viele Anleger auch naheliegend, die genaue Aufgabenformulierung für den Assetmanager und die Strukturierung der Asset Management-Mandate unter Einbezug einer Indexbenchmark vorzunehmen. Dies legt es nahe, auch die Leistung des Portfoliomanagements auf Basis eines Indexvergleichs zu messen. Schließlich nutzen die meisten Anleger die Indexbenchmarks dazu, die notwendigen Risikobudgets, die Risikosteuerung und den Einsatz eines möglichen Overlay Managements unter Verwendung eines Bezugs zur Benchmark zu definieren.

Nach dieser Beschreibung der Rolle der Indexbenchmark im Asset Management-Prozess werfen wir nun einen Blick auf den Bloomberg Global Aggregate (ehemals Barclays Global Aggregate), die Indexbenchmark, die sich bei Mandaten in globalen Renten am Markt durchgesetzt hat. Wir untersuchen, welche Charakteristika diesen Index kennzeichnen.⁷

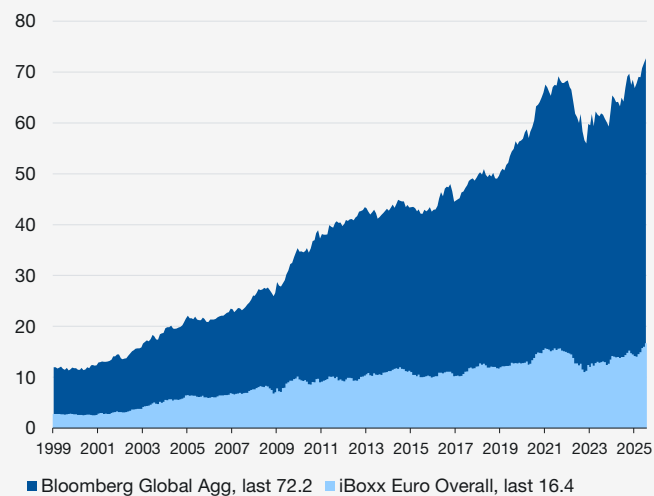
Zusammensetzung des Bloomberg Global Aggregate

Der Bloomberg Global Aggregate ist ein globaler, marktkapitalisierungsgewichteter Total Return-Rentenindex, der ein Anlageuniversum von festverzinslichen Anleihen mit Investmentqualität (auf Basis des Durchschnittsratings von Moody's, S&P und Fitch) mit Emittenten aus 71 Ländern über 27 Währungen bzw. Zinsstrukturkurven und einem gewissen Mindestemissionsvolumen (300 Mio. USD bzw. 300 Mio. EUR) weitgehend abdeckt.

Die Zahl der Titel und das Marktvolumen der Anleihen im Bloomberg Global Aggregate-Index sind in den letzten Jahren regelrecht explodiert. Im Juni 2025 enthielt der Index mehr als 31.000 Anleihen mit einer Marktkapitalisierung von etwa 70 Bio. USD, während das Volumen des gesamten investierbaren globalen Rentenmarkts auf etwas mehr als 140 Billionen USD geschätzt wird.⁸ Damit umfasst der Bloomberg Global Aggregate rund die Hälfte des investierbaren Rentenmarktes der Welt. Er umspannt das mehr als vierfache Volumen vergleichbarer Euroland-Rentenindizes (vgl. Abbildung 2).⁹

Abbildung 2

Marktkapitalisierung Bloomberg Global Aggregate vs iBoxx Euro Overall



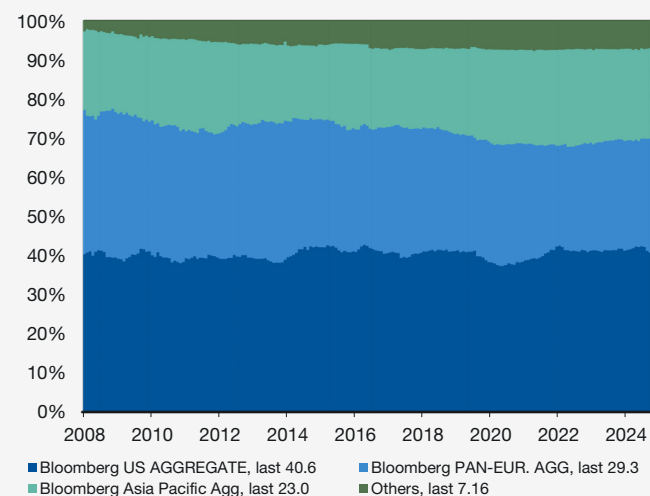
Stand: 15. Juli 2025. Quelle: LSEG Datastream

Dem globalen Marktvolumen entsprechend spiegelt der Index im Schwerpunkt die drei Regionen USA (US Aggregate), Europa (Pan-European Aggregate; Unterindex Euro Aggregate) und Asien (Asian-Pacific Aggregate) wider, während die sonstigen Regionen nur einen geringen Teil des Index ausmachen.

Aus den USA, Europa und Asien kommen zusammen (gemäß Marktkapitalisierung) rund 93 % der Emissionen im Index, bei allerdings leicht fallender Tendenz. Der Index enthält auch Emissionen aus den Emerging Markets, wenn sie groß genug und investierbar sind und Investmentqualität erreicht haben (beispielsweise China, Mexiko, Polen, Südafrika, Südkorea, Singapur, Thailand und Malaysia, Teil der jeweiligen regionalen Indizes, vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3

Regionale Verteilung des Bloomberg Global Aggregate



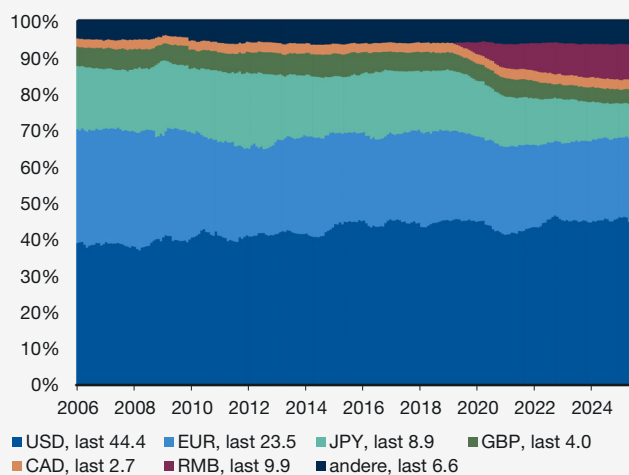
Stand: 15. Juli 2025. Quelle: LSEG Datastream

Entsprechend ergibt sich die Verteilung des Bloomberg Global Aggregate auf die verschiedenen Währungen. USD, EUR, RMB, JPY, GBP und CAD machen mit rund 93 % den Löwenanteil am Index aus, der relativ kleine Rest verteilt sich auf neunzehn andere Währungen.

Die größte strukturelle Veränderung der Indexzusammensetzung in den letzten Jahren haben der Aufstieg Chinas und die allmählichen Öffnung der dortigen Kapitalmärkte ausgelöst. Chinesische Anleihen in Renminbi (Rating A1/A+) wurden seit 2019 schrittweise in die verschiedenen globalen Rentenindizes aufgenommen, so auch in den Bloomberg Global Aggregate. Chinesische Anleihen in Renminbi (RMB) machen mit 9,9 % mittlerweile die drittgrößte Währungsgewichtung nach USD und EUR aus (vgl. Abbildung 4).¹⁰

Abbildung 4

Währungsgewichtung im Bloomberg Global Aggregate

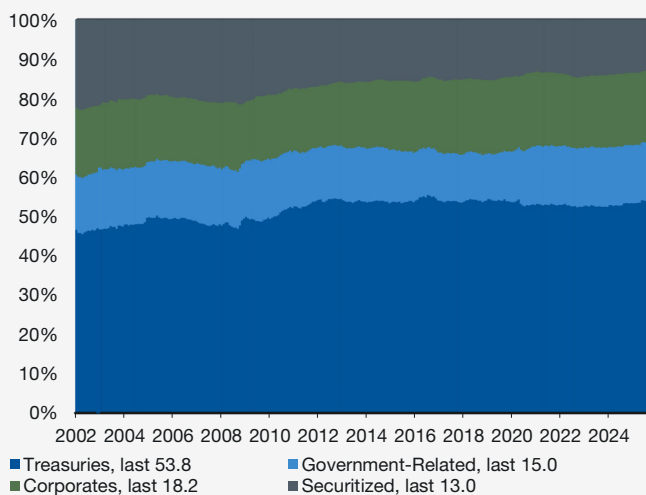


Stand: 15. Juli 2025. Quelle: LSEG Datastream

Der Bloomberg Global Aggregate umfasst alle Arten von Emittenten. Den Schwerpunkt machen Staatsanleihen (54 %) und Anleihen staatsnaher Emittenten (15 %) aus. Dieser Anteil ist über die Jahre trotz des vielen Geredes über die Austerität des Staates auch nach der Finanzmarktkrise stetig angestiegen (Inflationsindexierte Anleihen sind nicht Bestandteil des Index). Dazu kommen mit einer seit der Finanzmarktkrise fallenden Gewichtung die besicherten Anleihen (ABS, MBS, Pfandbriefe, Covered Bonds, 13 %) sowie in wachsendem Maße Unternehmensanleihen (aktuell 18 %, vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5

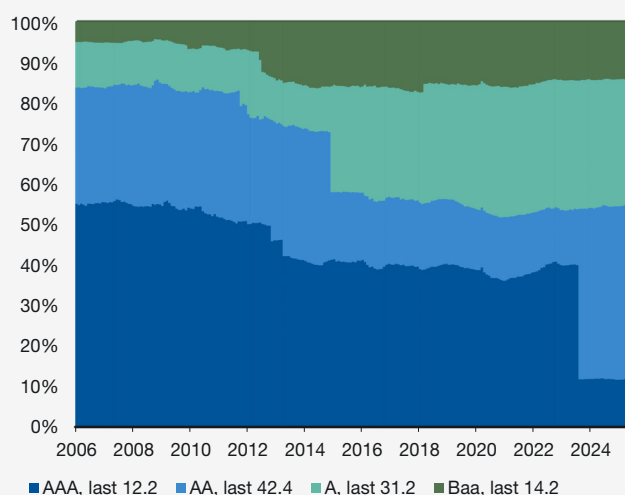
Sektorale Verteilung des Bloomberg Global Aggregate



Stand: 15. Juli 2025. Quelle: LSEG Datastream

Abbildung 6

Rating-Verteilung des Bloomberg Global Aggregate



Stand: 15. Juli 2025. Quelle: LSEG Datastream

Von besonderem Interesse ist für viele Investoren die Ratingverteilung des Indexes. Hier sollte es nicht allzu stark verblüffen, dass sich die Ratingqualität des Indexes seit Beginn der Finanzmarktkrise stetig verschlechtert hat.

Interessant ist, dass der Anteil der AAA gerateten Anleihen auf zuletzt nur noch 12 % stetig gefallen ist, weil die USA als größtes Indexgewicht ihr AAA-Rating verloren haben, nachdem schon in der Eurozone Frankreich, Finnland und Österreich ihr AAA-Rating eingebüsst haben, so dass dort nur noch Deutschland, Luxemburg und die Niederlande ein AAA-Rating aufweisen (dazu kommen Norwegen, Schweden, Schweiz, Dänemark, Australien und Singapur als weitere AAA-Länder). Auch der Anteil der AA-Länder war in Folge der Staatsschuldenkrise in der Eurozone (insbesondere in 2012) und wegen des Downgrades von Japan zu „A“ in 2014 stark zurückgegangen, aber zuletzt wieder angestiegen, nachdem Euroländer wie Frankreich, Finnland und Österreich, insbesondere aber die USA, neu zum AA-Bereich hinzukamen.

Dahingegen ist der Anteil der niedriger gerateten Papiere immer mehr angestiegen, so dass A-Emittenten aktuell mehr als 31 % und BBB-Emittenten 14 % des Indexes ausmachen (vgl. Abbildung 6).

Rendite, Risiko und Währungen im Bloomberg Barclays Global Aggregate-Index

Die globalen Rentenmärkte waren von 1981 bis 2021 durch eine historisch beispiellose Hausse gekennzeichnet, verursacht durch sinkende nominale Wachstumsraten in der entwickelten Welt („säkulare Stagnation“), hohe Sparquoten, die „Jagd nach sicheren Anlagen“ und explodierende Wertpapierkäufe der Zentralbanken im Rahmen ihrer QE-Programme.

Die Renditen in allen Segmenten des globalen Fixed Income-Markts sind trotz der explodierenden Marktvolumina und einer stetigen Qualitätsverschlechterung in dieser Zeit stetig gefallen.

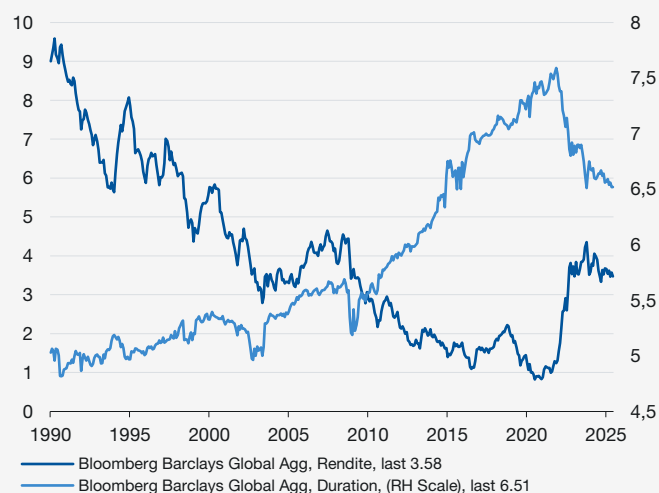
Erst durch die Inflationskrise im Zuge der Coronapandemie und des Ukrainekrieges kam es 2022 zu einem heftigen globalen Zinsanstieg, so dass der Rentenmarkt heute wieder „normale“ Renditen bietet. 2020 erreichte der Bloomberg Global Aggregate sein historisches Renditetief bei etwa 0,8 %, nachdem die Renditen in den 1970er und 1980er Jahren noch zweistellig waren. Seitdem sind die Renditen im Index aber wieder auf etwa 3,5 % gestiegen.

Eng damit zusammen hängt die für manche vielleicht etwas überraschende Entwicklung, dass die Duration im Index von 1981 bis 2020 stetig angestiegen ist. Während sie noch 1991 etwa bei 4,8 Jahren lag, betrug sie im Frühjahr 2020 mehr als 7,5 Jahre, während sie seitdem wieder auf 6,5 Jahre gefallen ist.

Dies liegt einerseits daran, dass die Duration einer Anleihe sich mathematisch invers zur Rendite verhält; je niedriger die Rendite, desto höher die Duration. Es rührt andererseits markttechnisch von einer allmählichen Verschiebung von Angebot und Nachfrage am Rentenmarkt in den letzten Jahrzehnten her.

In einem Regime niedriger Renditen wächst das Angebot an Langläufern, denn deren Emission ist für den Emittenten attraktiv, da er sich langfristig eine günstige Refinanzierung sichert. Gleichzeitig steigt bei niedrigen Zinsen aber auch die Nachfrage nach Langläufern, weil die Käufer verzweifelt nach Mehrrendite suchen und länger zu gehen bereit sind. So gab es in der absoluten Niedrigzinsphase 2018-2021 vermehrt 50-100jährige €-Emissionen von Österreich, Spanien, Italien, Argentinien und Mexiko. Zusätzlich hat die wachsende Bedeutung von LDI in vielen Ländern den Trend zur Verlängerung der Duration des Marktes unterstützt. Erst die Zinswende des Jahres 2022 hat hier wieder einen neuen Trend fallender Durationen gebracht (vgl. Abbildung 7).

Abbildung 7

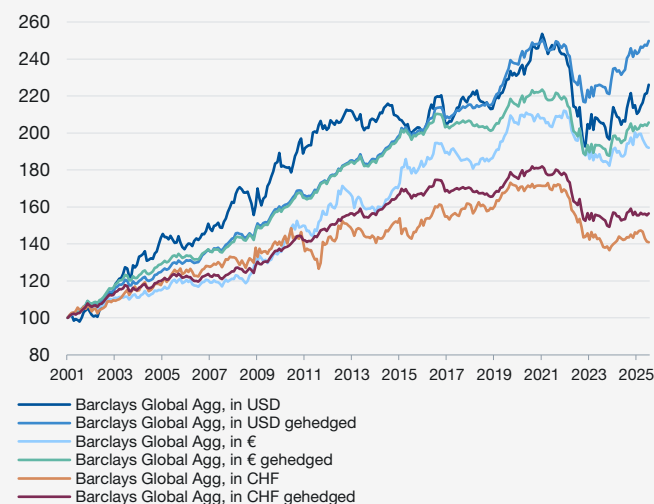
Rendite und Duration des Bloomberg Barclays Global Aggregate

Stand: 15. Juli 2025. Quelle: LSEG Datastream

Zum Abschluss dieses Abschnitts werfen wir einen Blick auf die Returns des Bloomberg Barclays Global Aggregate-Indexes über die letzten zwanzig Jahre, jeweils in unterschiedlichen Basiswährungen gerechnet, entweder mit einer 100 % offenen Währungsquote oder zu 100 % in eine bestimmte Währung gehedgt berechnet.

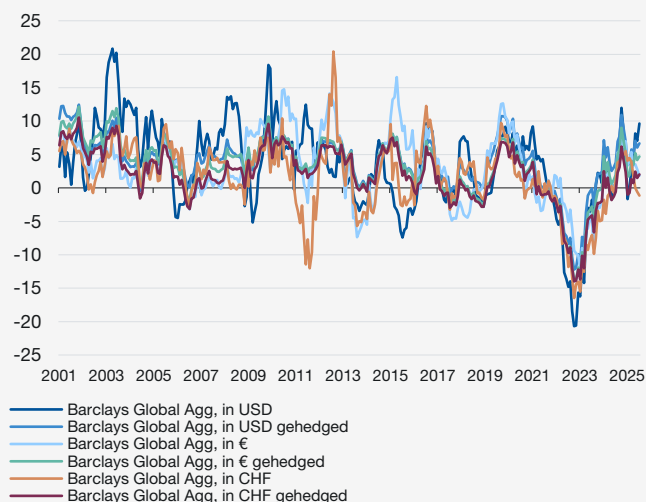
Aufgrund der Rentenhausse von 1981-2021 sollte es nicht überraschen, dass globale Rentenanlagen gemessen am Bloomberg Barclays Global Aggregate-Index dem Anleger hohe Erträge erwirtschaftet haben, unterbrochen nur durch das Rentenkrisejahr 2022. Dies gilt zumindest für all die Anleger, die nicht (wie die Schweiz) mit einer stark aufwertenden Heimatwährung konfrontiert waren (vgl. Abbildung 8 und Abbildung 9).

Abbildung 8

Bloomberg Barclays Global Aggregate TR, in verschiedenen Währungen

Stand: 15. Juli 2025. Quelle: LSEG Datastream

Abbildung 9

Bloomberg Barclays Global Aggregate 1J Rolling TR, in verschiedenen Währungen

Stand: 15. Juli 2025. Quelle: LSEG Datastream

Wichtig ist in dieser Abbildung die Erkenntnis, dass das Währungsmanagement bei globalen Renten eine erhebliche Rolle spielt. Der (jährliche) Ertrag des ungehedgten globalen Portfolios fällt in den unterschiedlichen Währungen gerechnet sehr unterschiedlich aus. Die Schwankungen der jährlichen Erträge in USD gerechnet waren zudem relativ gering, in den weniger stark im Index repräsentierten (und zudem volatileren) Währungen EUR, JPY und insbesondere GBP, CHF und CAD gerechnet aber viel höher.

Ein Blick auf die Jahreserträge des in die jeweiligen Währungen gehedgten Indexes zeigt überaus deutlich, dass deren Volatilität viel geringer ist als die der ungehedgten Variante. Der Großteil der Ertragsvolatilität von globalen Renten gemessen am Bloomberg Barclays Global Aggregate kommt also von der Währungsseite. Insbesondere waren die Negativausschläge in den letzten zehn Jahren für manche Anleger (beispielsweise in der Schweiz) meist durch die Währungsbewegungen verursacht.

Grenzen und Schwächen von Indexbenchmarks

Die Entscheidung eines Anlegers für oder gegen eine Indexbenchmark bei der Vergabe eines Portfolio Management-Mandates (im Sinne eines Standardindexes) ist eine der zentralen Entscheidungen der Kapitalanlageplanung. Auch wenn – wie vorher beschrieben – die Benchmarks eine Reihe wichtiger Funktionen haben und dem Fondssponsor großen Nutzen stiften können, erhält man diese positiven Eigenschaften nicht ohne Preis.¹¹

Der Einsatz von Indexbenchmarks im Portfoliomanagement hat Grenzen und Schwächen und muss letztlich wohlüberlegt sein. Die Hauptprobleme, die beim Einsatz von Benchmarks zum Tragen kommen, kann man in vier Gruppen einteilen.

1. Die Benchmarkauswahl ist (ungewollt) zentral für Performance und Risiko
2. Die Verwendung von Indexbenchmarks begrenzt aktives Management
3. Benchmarkportfolios sind wenig individuell und bergen die Gefahr einer impliziten Passivierung der Kapitalanlagen
4. Indexbenchmarks erschweren die Dynamisierung der Asset Allocation

Entscheidet sich der Anleger bei der Erteilung eines Anlagemandates für eine Indexbenchmark, die vielleicht sogar mit der Vorgabe eines engen Tracking Errors verbunden ist, so sind die Wertentwicklung des Mandates und das mit dem Mandat verbundene Risiko mehr durch die Benchmark als durch den Portfoliomanager bestimmt. Dann ist die Auswahl der Indexbenchmark die eigentlich aktive Entscheidung.

Aktives Management gegen eine Indexbenchmark ist je nach Tracking Error stark eingeschränkt und kann fast gar nicht mehr aktiv genannt werden. Dadurch geht die Individualität des Portfolios verloren. Selektiert ein Fondssponsor mehrere aktive Manager mit engen Tracking Errors, so ist das Risiko sehr hoch, dass er als Gesamtergebnis der Kapitalanlage ein passives Portfolio mit aktiven Fees erhält.

Damit wird dann auch die Asset Allocation weitgehend durch die Festlegung der Indexbenchmark bestimmt und die einzelnen Manager haben praktisch keinen Einfluss auf diese Allokation und das Gesamtrisiko. Diese muss dann entweder vom Investor selbst aktiv und dynamisch gestaltet werden oder es muss ein zusätzlicher Overlay Manager verpflichtet werden.

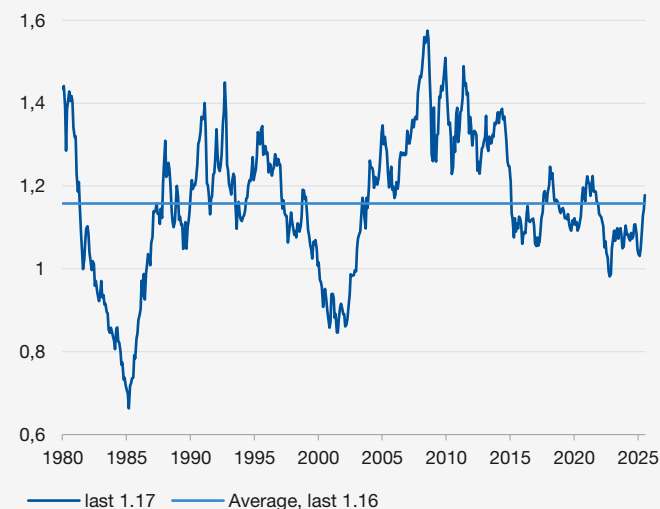
Währungsmanagement und Benchmarkauswahl in globalen Rentenmandaten

Die entscheidende Frage bei Investments in globalen Renten ist der Umgang mit den Währungen. Hier hat sich für die Anleger des ehemaligen „DEM-Blocks“ mit der Einführung des EUR eine wesentliche Veränderung ergeben. Während es in der Vergangenheit für Anleger aus dem DEM-Raum wegen des permanenten Aufwertungsdrucks der DEM schwer war, durch Kapitalanlagen im Ausland in DEM umgerechnet Geld zu verdienen, ist dies heute nicht mehr der Fall.

Der EUR ist zwar keine Weichwährung, aber auch bei weitem keine Starkwährung wie in der Vergangenheit die DEM (der EUR ist sozusagen eine Mischung zwischen der DEM und den ehemaligen südeuropäischen Währungen). Der EUR handelt langfristig betrachtet seit seiner Einführung in 1999 mehr oder weniger seitwärts, auch wenn sich mittelfristig Phasen der Stärke (2002-2008, 2023-2025) mit Phasen der Schwäche (1999-2002, 2008-2022) abwechselten. Dies macht es den Investoren im Euroraum auf lange Sicht naturgemäß einfacher als zu DEM-Zeiten, bei globalen Investments auch über längere Zeiträume mit Hilfe von Währungsgewinnen Geld zu verdienen oder zumindest keines zu verlieren (vgl. Abbildung 10).

Abbildung 10

Wertentwicklung des ECU/EUR zum USD

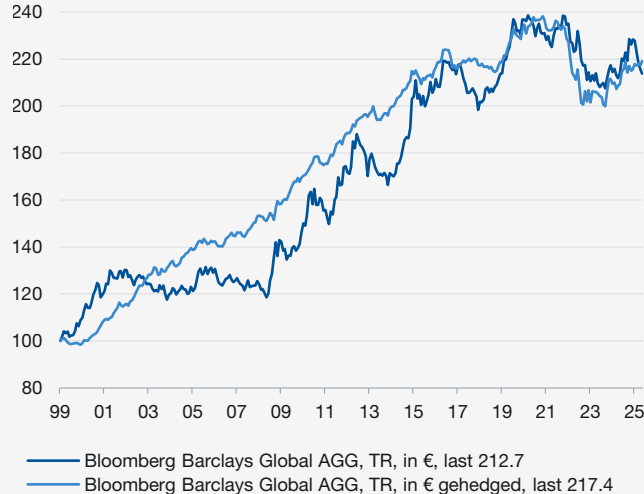


Stand: 15. Juli 2025. Quelle: LSEG Datastream

Eine Hauptentscheidung über eine mögliche Bloomberg Global Aggregate Benchmark ist daher die, ob man bei der Anlageentscheidung für globale Renten die Währungen völlig offenlässt; dann ist der Bloomberg Barclays Global Aggregate (in Euro gerechnet) die geeignete Benchmark. Alternativ kann man sich aber auch entscheiden, die Währungen generell in Euro zu hedgen, dann ist der Bloomberg Barclays Global Aggregate Euro hedged die geeignete Benchmark. Dies ist die zentrale Allokationsentscheidung überhaupt, denn mit der Entscheidung über das Währungsmanagement und den Benchmarktypus entscheidet der Anleger in weitem Maße über Chancen und insbesondere Risiken globaler Rentenanlagen (vgl. Abbildung 11).¹²

Abbildung 11

Bloomberg Barclays Global Aggregate TR, in Euro gehedgt und ungehedgt



Stand: 15. Juli 2025. Quelle: LSEG Datastream

Betrachtet man in Abbildung 11 die Wertentwicklung des Bloomberg Barclays Global Aggregate in EUR und vergleicht sie mit der des Bloomberg Global Aggregate in EUR gehedgt, so erzielen die beiden Indizes über 26 Jahre ein sehr ähnliches Ergebnis, jedoch ist der Verlauf in verschiedenen kürzeren Zeitabschnitten sehr unterschiedlich.

Die starke Euroaufwertung im Zeitraum 2002 bis 2008 – und die damit für den Euroanleger verbundenen Währungsverluste in Rentenanlagen außerhalb des Euroraums – glichen aus Sicht eines Anlegers in Euroland die (höheren) Zinserträge aus (ungehedgten) globalen Rentenportfolios weitgehend aus, so dass sich der TR-Index über sechs Jahre volatil seitwärts bewegt hat.

Der schwächere Euro in der Zeit von 2008-2022 reichte dann über die nächsten Jahre gerade aus, dass die Performance des ungehedgten globalen Rentenportfolios die des in Euro gehedgten globalen Rentenportfolios über den gesamten Zeitraum gerade hat erreichen können. Die Dollarschwäche von 2023-2025 ließ zuletzt die Performance des ungehedgten Portfolios in Euro zudem wieder deutlich einbrechen.

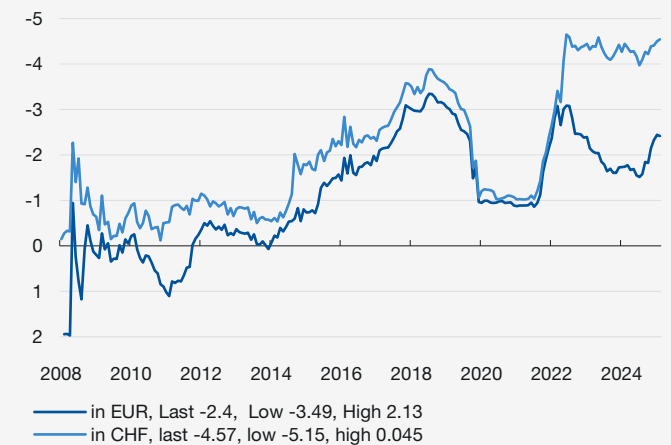
Der entscheidende Punkt ist hier, dass die Wertentwicklung der in Euro gehedgten Indexbenchmark wesentlich weniger volatil verlief als ihr ungehedgter Counterpart, so dass der Anleger über die 26 Jahre mit der währungsgehedgten Anlage sehr viel stabilere jährliche Erträge erzielte, auch wenn das Ergebnis über den gesamten Zeitraum ähnlich ausfiel. Obwohl der Eurorentenmarkt seit Beginn der EWU eine unglaubliche Hausse erlebte, konnte der in Euro gehedgte globale Rentenindex die Performance der europäischen Rentenmärkte sehr häufig sogar noch überbieten, in den meisten Phasen aber zumindest erreichen.

Die Vergangenheit wiederholt sich bekanntlich nicht, aber es spricht einiges dafür, dass die Währungen auch zukünftig die Hauptvolatilität in die globalen Rentenanlagen bringen. Wir empfehlen daher den meisten Euroland-Anlegern, wenn sie über keinen eigenen Währungs-Overlay verfügen und die offenen Währungen nicht als bewusste Diversifikationsentscheidung gegen den Euro ansehen, ihre an einer Benchmark orientierten Anlagen wegen der geringeren Volatilität eher an der währungsgehedgten Alternative auszurichten.

Allerdings hat sich für den Euroland-Investor die Frage, die Währungen bei globalen Renteninvestments zu hedgen oder nicht, in den letzten Jahren immer schwieriger gestaltet, weil die Hedgekosten aus USD in EUR (44 % des Indexes) wegen der steigenden Geldmarktzinsen in den USA stetig gestiegen sind. Nachdem der Euroland-Anleger seinen Kapitalanlagen in den USA vor einigen Jahren noch fast kostenlos währungssichern konnte, beliefen sich die annualisierten Hedgekosten zuletzt auf fast 2,5 %, was die Mehrerträge so mancher Kapitalanlage fast wieder kompensiert (vgl. Abbildung 12).¹³

Abbildung 12

Hedgekosten USD in EUR und CHF



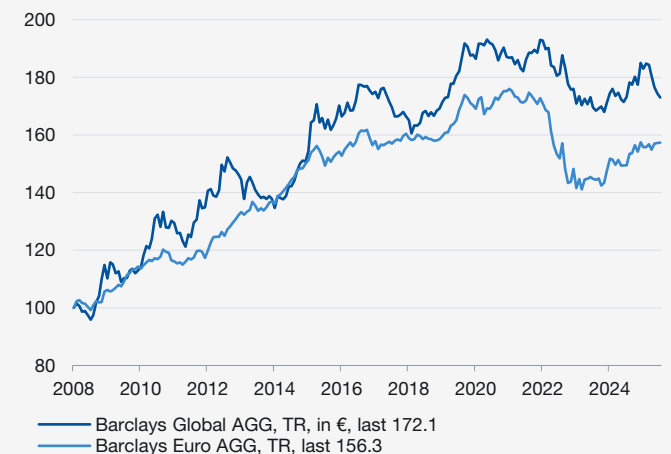
Stand: 15. Juli 2025. Quelle: LSEG Datastream

Auch wegen der hohen Hedgekosten heißt eine generelle Orientierung der globalen Rentenanlagen an der währungsgehedgten Indexbenchmark nicht, dass der Anleger Währungen grundsätzlich völlig meiden muss. Eröffnet man dem aktiven Manager eines globalen Rentenportfolios die Möglichkeit, trotz grundsätzlich währungsgehedgter Benchmark eine offene Währungsquote von bis zu 20 % zu halten, hat er die Möglichkeit, in gewissen Phasen (z. B. bei Annahme einer wiederkehrenden Schwäche der Heimatwährung) durch selektive offene Positionen Zusatzerträge auf der Währungsseite zu erzielen bzw. Hedgekosten zu vermeiden.

Dies wäre beispielsweise während der EWU-Krise von 2008 bis 2015 attraktiv gewesen, weil sich der Euro in gewissen Zeitabschnitten deutlich abschwächte und man durch Diversifikation in andere Währungen Risiken senken und Zusatzerträge generieren konnte. (vgl. Abbildung 13).¹⁴

Abbildung 13

Bloomberg Barclays Global Aggregate in Euro vs Euro Aggregate TR, seit 2008

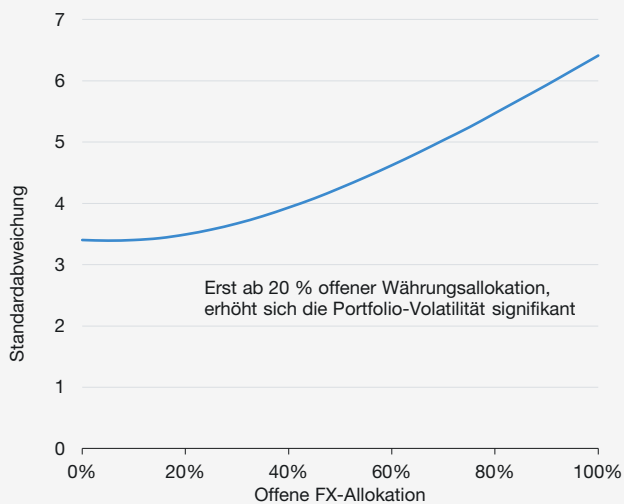


Stand: 15. Juli 2025. Quelle: LSEG Datastream

Eine offene Währungsquote von bis zu 20 % in globalen Rentenportfolios ist auch deshalb optimal, weil historische Daten zeigen, dass eine solche Währungsbeimischung die Volatilität eines Portfolios nicht erhöht, aber das Ertragspotenzial steigert. Offene Währungen über 20% hinaus führen hingegen zu stark steigender Volatilität des Portfolios (vgl. Abbildung 14).¹⁵

Abbildung 14

Risiko-Return-Diagramm von Währungsöffnungen



Stand: 1999 - 2017. Quelle: Lazard, Barclays

In einem Zinsanstiegsszenario, das man angesichts des historisch gesehen immer noch bestehenden Niedrigzinsumfeldes und wachsender Verschuldung in fast allen Ländern in den nächsten Jahren nicht ausschließen kann, können Währungsgewinne einen Notanker zur Stabilisierung der Rentenmarkterträge darstellen. Schließlich können Carry Trades in Emerging Markets-Währungen, in denen auch das Hedging teurer ist, in gewissen Phasen einen Zusatzertrag generieren.

Schwächen von kapitalisierungsgewichteten Indexbenchmarks

Abschließend stellt sich für den Anleger die generelle Frage, ob er bei globalen Renteninvestments überhaupt eine Benchmark wie den Bloomberg Barclays Global Aggregate wählt, oder ob er die Mandate nicht gleich als Total Return-Mandate vergibt (manchmal spricht man auch von „benchmark agnostic“ oder von „unconstrained“).

Positiv ist beim Bloomberg Barclays Global Aggregate-Index zu erwähnen, dass er eine weltweit anerkannte Benchmark darstellt, die eine breite Abdeckung des globalen Gesamtmarktes über unterschiedliche Wirtschafts- und Währungsräume, Marktsegmente und ein breites Bonitätsspektrum bietet und dem Fondsmanager wegen des riesigen Anlageuniversums ausreichend Spielraum für aktives Handeln gibt. Er ist daher grundsätzlich als Index für an einer Benchmark orientierte Investments geeignet.¹⁶

Auf der Negativseite der Indexbenchmarkausrichtung am Bloomberg Barclays Global Aggregate zu betonen, ist der prozyklische, vergangenheitsbezogene Charakter der Ausrichtung und der Gewichtung gemäß der Marktkapitalisierung, der die Bloomberg Barclays-Indizes wie die meisten Rentenindizes kennzeichnet. Diese Prozyklik einer Orientierung an einer kapitalisierungsgewichteten Benchmark kann man praktisch an vier Faktoren festmachen.¹⁷

1. Wachsende Gewichtung hoch verschuldeter Emittenten
2. Wachsende Gewichtung von Papieren mit starkem Kursanstieg / Zinsrückgang
3. Automatische Durationsverlängerung in einer Rentenhausse
4. Abhängigkeit von den Credit Ratings

Je mehr sich ein Emittent verschuldet, desto stärker ist er in einem kapitalisierungsgewichteten Index vertreten, weil der Marktwert der Emissionen steigt. Die kapitalisierungsgewichteten Indizes sind damit eigentlich verschuldungsgewichtete Indizes. Damit enthält der Index eine Risikokonzentration und ein übergroßes Exposure zu einzelnen Emittenten, die vom Anleger so nicht gewünscht sind (z. B. Staatsanleihen der USA, Japans oder Italiens).¹⁸

Gleichzeitig steigt auch die Indexgewichtung von Emissionen, deren Verzinsung – oft ohne eine Verbesserung der Fundamentaldaten – stark gefallen und deren Marktwert stark gestiegen ist. Man könnte auch sagen, überbewertete Assets sind in Benchmarks besonders stark gewichtet. Schließlich wird die Duration des Index immer länger, je tiefer die Renditen fallen. Auch dies zeigt, dass Indexinvestoren das Risiko immer mehr erhöhen, je stärker die Bewertung gestiegen ist.¹⁹

Alle diese drei Faktoren sind zutiefst prozyklisch. Investitionen gemäß dem Marktindex (insbesondere passive Kapitalanlagen und ETFs) laufen daher im Grunde den Vorstellungen der meisten (eher antizyklisch eingestellten) Investoren konträr entgegen, weil diese gering verschuldete Emittenten bevorzugen, nach starken Zinsrückgängen / Preisanstiegen Gewinne mitnehmen wollen und die Duration im Niedrigzinsumfeld verkürzen wollen. Auch die große Abhängigkeit von den Credit Ratings und die Tatsache, dass sich der Anteil niedrig gerateter Titel im Index in den letzten Jahren immer mehr erhöht hat, ist dem Anleger meist unwillkommen.

Alternativen zu kapitalisierungsgewichteten Indexbenchmarks

Will der Investor diesen ungewollten Charakter von marktkapitalisierungsgewichteten Fixed Income-Indizes als Benchmark bei der Kapitalanlage vermeiden, gibt es im Prinzip drei Lösungsmöglichkeiten.²⁰

Man kann erstens einen alternativen Index wählen, der nicht kapitalisierungsgewichtet ist. Diese sogenannten fundamentalgewichteten Indexbenchmarks werden mittlerweile von den meisten Indexanbietern berechnet. Bei ihnen beruhen die Indexgewichtungen auf anderen Faktoren als der Marktkapitalisierung.

So werden zum Beispiel nach der Größe der Volkswirtschaften (GDP) gewichtete Indizes oder sonstige nach Fundamentaldaten

gewichtete Indizes implementiert.²¹ Beispielsweise gibt es für globale Renten einen Bloomberg Global Aggregate GDP Weighted Bond Index und einen Bloomberg Global Aggregate Fiscal Strength Weighted Bond Index. Diese Benchmarkindizes haben sich bisher am Markt aber nicht durchgesetzt, sind im Gegensatz zur Marktkapitalisierungsgewichtung vom kapitalmarkttheoretischen Hintergrund (CAPM) schwer zu rechtfertigen und haben andere Nachteile.

Der Anleger könnte zweitens zwar eine marktkapitalisierungsgewichtete Benchmark wie den Bloomberg Global Aggregate mandatieren, aber dem Portfoliomanager einen großen Tracking Error und auch Investments außerhalb der Benchmark erlauben. Dann kann dieser sich sein Portfolio etwas unabhängiger von der Benchmark zusammenstellen, und die durch die Benchmark nahegelegten prozyklischen Gewichtungsnachteile vermeiden. So könnte ein Portfoliomanager beispielsweise US-Treasuries, japanische JGBs oder europäische Peripherieanleihen ganz im Portfolio vermeiden sowie eine viel niedrigere Duration als der Index fahren, wenn der erlaubte Tracking Error zur Benchmark groß genug ist.

Der Anleger könnte drittens natürlich vollständig auf eine Benchmark verzichten, eher mit einzelnen Investmentrestriktionen zur Risikosteuerung arbeiten (z. B. Mindestratings, Gewichtungsobergrenzen bei Ländern, Sektoren, Ratings, Laufzeiten oder

Emittenten) und ein Total Return-Ziel verfolgen (manchmal spricht man auch von Absolute Return-Zielen).²² Dann muss er allerdings akzeptieren, dass damit der Bezug zur Markt- und Benchmarkperformance tatsächlich verloren geht.

In der Praxis beobachten wir sehr oft eine Kombination aus den Vorgehensweisen zwei und drei. Globale Rentenmandate erlauben häufig einen recht großen Tracking Error (zur am häufigsten genutzten Benchmark Bloomberg Global Aggregate währungsgehedgt) mit einer gleichzeitigen Verknüpfung zu einer gewissen Total Return-Ausrichtung, ohne explizit ein Total Return-Ziel zu formulieren (mittlerweile spricht man manchmal von „Dynamic Benchmarking“).

Generell erscheint uns heute ein aktiver Management-Ansatz, relativ weitab von Indexbenchmarks, zwingender als jemals zuvor. Die Rentenmärkte erlebten von 1981-2021 eine historisch einmalige Hausse, die fast alle Renditen im globalen Rentenmarkt auf Tiefniveaus gedrückt haben, von dem sie sich in den letzten Jahren nur zum Teil entfernt haben. Gleichzeitig sind die Risiken so hoch wie nie, denn die Indexdurationsen sind stetig gestiegen und die Kreditqualität hat sich deutlich verschlechtert, von politischen Risiken ganz zu schweigen. Ein solches Umfeld niedriger Ertragserwartungen und hoher Risiken erfordert aktive Risikosteuerung, kein passives Abbilden von Indizes.²³

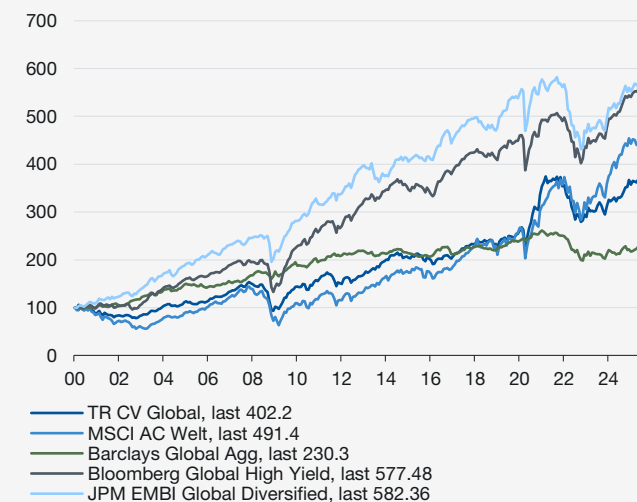
Lazard Global Bond Fund

Seit Mai 2025 bieten wir den Lazard Global Bond Fund als Publikumsfondslösung für Anleger in globalen Renten an (vergleichbare Strategien werden seit 13 Jahren als Spezialfonds gemanagt). Der Fonds greift auf den Bloomberg Global Aggregate als Referenzbenchmark zurück, verfolgt jedoch eine Total Return-Strategie mit einem Anlageuniversum, das weit über den Bloomberg Global Aggregate hinausgeht. Höher verzinsliche und auf längere Sicht ertragreichere (aber auch risikoreichere) Sektoren wie globale Hochzinsanlagen und Emerging Markets-Anleihen, die im Bloomberg Global Aggregate nicht oder gering inkludiert sind, werden mit Augenmaß aktiv beigemischt, während die Duration des Portfolios strukturell unter der Duration der Referenzbenchmark liegen wird. Diese Maßnahmen dienen der Erhöhung der laufenden Verzinsung, steigern die möglichen Ausschüttungen, und die niedrigere Duration senkt die Volatilität und erhöht die zu erwartende Sharpe Ratio (vgl. Abbildung 15).

Ziele des neuen Fonds sind es, ein verlässliches Einkommen zu generieren, eine zuverlässige Diversifikation im Rentenbereich zu garantieren, von global unterschiedlichen Zinszyklen zu profitieren, ein erweitertes Credit-Spektrum zu nutzen und durch die aktive Steuerung von Währungsquoten eine zusätzliches, mit dem Rentenertrag gering korreliertes Währungsexposure zu nutzen.

Abbildung 15

Performance von Assetklassen über 30 Jahre



Stand: 15. Juli 2025. Quelle: LSEG Datastream

Zusammenfassung

In den Portfolios der Investoren lässt sich ein ausgeprägter „Home Bias“ nachweisen, eine Bevorzugung von Investments in die Kapitalanlagen des Heimatlandes, auch wenn diese Anlagen unter Risiko-Ertrags-Aspekten oder Risikokonzentrationsüberlegungen selten optimal sind. Ursache hierfür ist die große Bedeutung von Asset-Liability-Überlegungen bei den Kapitalanlagen institutioneller Investoren.

Seit der Finanzmarktkrise ist allerdings eine verstärkte Globalisierung der Rentenanlagen zu beobachten. Damit wollen die Anleger die höheren Renditen als die im Heimatmarkt nutzen, ein größeres Anlageuniversum und zusätzliche Performancequellen erschließen, in vielen Bereichen attraktive historische Risiko-Ertrags-Profile zu nutzen, generell breiter diversifizieren und damit Klumpenrisiken senken sowie Zugang zur zusätzlichen Ertragsquelle Währungsmanagement erhalten. Betrachtet man die Renditen von Papieren verschiedener Emittenten über unterschiedliche Währungsräume, sind zudem bei der Preisbildung Ineffizienzen feststellbar, so dass der Investor durch globale Selektion von Papieren gleicher Emittenten zusätzliche Arbitrageerträge generieren kann

Wie immer bei einer solchen Öffnung für neue Ideen ist es eine wichtige Entscheidung, wie man die neuen Kapitalanlagen konkret umsetzen soll. Es geht um den Umgang mit den Währungen und die Entscheidung für oder wider Benchmarks bzw. Total Return-Konzepte.

In der Vergangenheit brachten die Währungen die Hauptvolatilität in die Returns der globalen Rentenanlagen. So verlief die Wertentwicklung der in Euro gehedgten Benchmark (Barclays Global Aggregate Euro Hedged) seit der Euroeinführung 1999 wesentlich weniger volatil als die ungehedgte (Barclays Global Aggregate in Euro) und konnte reine Euroanlagen oft outperformen. In EUR gehedgte globale Rentenportfolios konnten als Diversifikation aus den Renten im Euroraum zudem die Portfoliovolatilität von EUR-Anlegern senken und die Sharpe Ratios verbessern.

Wir empfehlen daher den meisten Euroland-Anlegern, wenn sie über keinen eigenen Währungs-Overlay verfügen und die offenen Währungen nicht als bewusste Diversifikationsentscheidung gegen den Euro ansehen, ihre an einer Indexbenchmark orientierten Anlagen wegen der geringeren Volatilität eher an einer Euro-gehedgten Alternative auszurichten, dem aktiven Manager aber eine offene Währungsquote von bis zu 20 % zu erlauben, um in gewissen Phasen durch selektive offene Positionen Zusatzerträge auf der Währungsseite generieren zu können. Diese Teilöffnung der Währungsseite ist durch die jüngst stark gestiegenen Hedgekosten von USD in EUR noch attraktiver geworden.

Grundsätzlich können Benchmarkkonzepte zielführend sein, denn Indexbenchmarks helfen bei der Ausrichtung der strategischen Asset Allocation, der Aufgabenformulierung und Strukturierung der Asset Management-Mandate, der Messung der Leistung des Portfoliomanagements und bei der Zuteilung von Risikobudgets, der Risikosteuerung und dem Overlay Management.

Der Bloomberg Global Aggregate ist ein globaler, marktkapitalisierungsgewichteter Total Return-Rentenindex, der ein Anlageuniversum von Anleihen mit Investmentqualität auf Basis von 27 Währungen bzw. Zinsstrukturkurven und einem gewissen Mindestemissionsvolumen (entsprechend 300 Mio. USD oder 300 Mio. EUR) sehr weitgehend abdeckt.

Der Bloomberg Global Aggregate ist eine weltweit anerkannte Indexbenchmark, die eine breite Abdeckung des globalen Gesamtmarktes über unterschiedliche Wirtschafts- und Währungsräume, Marktsegmente und ein breites Bonitätsspektrum bietet und dem Fondsmanager wegen des riesigen Anlageuniversums ausreichend Spielraum für aktives Handeln gibt. Er ist daher grundsätzlich als Index für an einer Indexbenchmark orientierte Investments geeignet.

Problematisch an einer Indexausrichtung am Bloomberg Global Aggregate ist der prozyklische, vergangenheitsbezogene Charakter der Ausrichtung und der Gewichtung gemäß der Marktkapitalisierung, der die Bloomberg Barclays-Indizes wie die meisten Rentenindizes kennzeichnet. Diese Prozyklik einer Orientierung an einer kapitalisierungsgewichteten Benchmark kann man praktisch an vier Faktoren festmachen, der wachsenden Gewichtung hoch verschuldeter Emittenten, der wachsenden Gewichtung von Papieren mit starkem Kursanstieg / Renditerückgang, der automatischen Durationsverlängerung in einer Rentenhausse und der Abhängigkeit von den Credit Ratings.

Will der Investor diesen ungewollten Charakter von marktkapitalisierungsgewichteten Fixed Income-Indizes als Benchmark bei der Kapitalanlage vermeiden, gibt es drei Lösungsmöglichkeiten.

Er kann erstens einen alternativen Index wählen, der nicht kapitalisierungsgewichtet ist. Diese sogenannten fundamentalgewichteten Indexbenchmarks werden mittlerweile von den meisten Indexanbietern berechnet. Bei ihnen beruhen die Indexgewichtungen auf anderen Faktoren als der Marktkapitalisierung (z. B. „GDP Weighted“).

Der Anleger könnte zweitens zwar eine marktkapitalisierungsgewichtete Benchmark wie den Bloomberg Barclays Global Aggregate mandatieren, aber dem Portfoliomanager einen großen Tracking Error und Investments außerhalb des Index erlauben, was ein Managen weitgehend unabhängig von der Benchmark vereinfachen würde.

Der Anleger könnte drittens natürlich vollständig auf eine Indexbenchmark verzichten, eher mit einzelnen Investmentrestriktionen zur Risikosteuerung arbeiten (z. B. Mindestratings, Limite bei Ländern, Sektoren, Ratings, Laufzeiten oder Emittenten) und ein Total Return-Ziel verfolgen.

In der Praxis erlauben Fondssponsoren bei der Vergabe globaler Rentenmandate häufig einen recht großen Tracking Error (zum am häufigsten genutzten Index Bloomberg Barclays Global Aggregate Euro Hedged) mit einer gleichzeitigen Verknüpfung zu einer gewissen Total Return-Ausrichtung, ohne in jedem Fall explizit ein Total Return-Ziel zu formulieren.

Generell erscheint heute ein aktiver Management-Ansatz weitab von Indexnachbildung zwingender denn je. Die Rentenmärkte erlebten in den letzten drei Jahrzehnten eine historisch einmalige Hausse, die fast alle Renditen im globalen Rentenmarkt auf Tiefniveaus gedrückt haben. Gleichzeitig sind die Risiken so hoch wie nie, denn die Indexdurationsen sind wie die Verschuldung stetig gestiegen und die Kreditqualität hat sich deutlich verschlechtert, von politischen Risiken ganz zu schweigen. Ein solches Umfeld moderater Ertragserwartungen und hoher Risiken erfordert unserer Meinung nach eine aktive Risikosteuerung und kein passives Abbilden von kapitalisierungsgewichteten Indizes.

Unsere Publikumsfondslösung, der Lazard Global Bond Fund, greift auf den Bloomberg Global Aggregate-Index als Referenzbenchmark zurück, verfolgt jedoch eine Total Return-Strategie mit einem Anlageuniversum, das weit über den Bloomberg Global Aggregate hinausgeht.

Höher verzinsliche Sektoren wie globale Hochzinsanlagen und Emerging Markets-Anleihen, die im Bloomberg Global Aggregate nicht oder gering inkludiert sind, werden mit Augenmaß aktiv beigemischt, während die Duration des Portfolios strukturell unter der Duration der Referenzbenchmark liegen wird. Die Beimischungen dienen der Erhöhung der laufenden Verzinsung und steigern die möglichen Ausschüttungen, während die kürzere Duration das Risiko eindämmen soll. Insgesamt erhöhen die Maßnahmen die zu erwartende Sharpe Ratio.

Verfasser:

Werner Krämer
Managing Director
Macro-Economic Analyst

Editor:

Michael Weidner
Managing Director
Co-Head Global Fixed Income

Dr. Benjamin Dietrich
Director
Co-Head Global Fixed Income

Informationen

Literaturverzeichnis

- 1 R. Vanpee / L. De Moor: Bond and Equity Home Bias and Foreign Bias – an International Study, Katholieke Universiteit Leuven, White Paper, 3. Mai 2012; W. Krämer: Going Global in Fixed Income Markets, Lazard Asset Management, Investment Focus, September 2011; O. Stotz: Studie – Ist der Home Bias eine gigantische Wertvernichtung?, institutional money.com, 26.1.2022.
- 2 W. Krämer: Globalisierung 2.0 – Warum man auch am Rentenmarkt global denken sollte, Lazard Asset Management, Hintergrund, Mai 2011; N. Coerdacier / P.-O. Gourinchas: When Bonds Matter – Home Bias in Goods and Assets, University of Berkeley White Paper, 8. März 2013.
- 3 nn: Negative Bond yields and the case for global fixed income, MacKenzie Investments, White Paper, Mai 2016.
- 4 C. Schniewind / A. de Mones: Putting the world into global bond funds, Ashmore, White Paper, Juni 2017.
- 5 Dreyfus: The Case for Global Fixed Income, BNY Mellon White Paper, Sommer 2013; BNY Mellon: Diversify your fixed income lineup – The Case for Going Global, BNY White Paper, 2015; T. Norris: The Case for International Fixed Income, Wells Capital Management, White Paper, Juni 2015; JPM: Building better fixed income portfolios, JPM Asset Management, White Paper, 1Q 2016; D.F. Hoffmann et al: Why Global Bonds?, Brandywine Global IM, White Paper, 17. September 2018; J. Epstein / E. Kiziltug / A. Rubin: Data and the global corporate bond market, Lazard Asset Management, White Paper, September 2018; P. Brugger / I. Schmitz: Wege aus dem Home Bias – Welche Strategien Portfolios wirklich besser machen, Union Investment, Studie Risikomanagement 2020.
- 6 W. Krämer: Benchmarks als zentrale Determinante des institutionellen Anlageerfolgs, in: V. Heinke / W. Krämer / B. Nürk: Handbuch Investmentfonds für institutionelle Anleger, Bad Soden, 2011; W. Krämer: Fixed Income Benchmarks im Asset Management – Markt iBoxx Indizes, Lazard Asset Management, Standpunkt, Mai 2010; nn: Measuring Success in Fixed Income, Hewitt Ennisknupp, White Paper, November 2012.
- 7 J. Bridge: Replicate Fixed Income's Most Coveted Index With Optimization, Bloomberg Markets, November 2015, S. 28-30.
- 8 SIFMA: 2024 Capital Market Fact Book, Juli 2024.
- 9 Bloomberg/Barclays: Global Family of Indices, White Paper, September 2018; Bloomberg: Bloomberg Barclays Global Aggregate Index, A Bloomberg Professional service offering, 9. März 2017; Barclays: The Benchmark in Fixed Income – Barclays Capital Indices, Barclays Capital Index Products, Dezember 2008; P. Galdi: World Bond Market Growth Trends, BofA ML Bond Index Almanac, 26. Januar 2016.
- 10 HKEO: The inclusion of China into global bond indices – current status and future development, Research Report, Juni 2018; J. Kyngje: Beijing finds unlikely anti-Trump weapon in global indices, Financial Times, 23.10.2018, S. 20; Bloomberg News: Bloomberg to add China to the Bloomberg Barclays Global Aggregate Indices, Newsletter, 23. März 2018; J. Veneau: China – Unpacking the world's third largest bond market, Axa IM, Research & Strategy Insights, Mai 2018.
- 11 W. Krämer, 2010, ebenda, S. 563-566.
- 12 E. Przybylinski: Global Bonds Position Paper, Marquette Associates, Juli 2012.
- 13 S. Sotiroff: The Currency-Hedging Dilemma, Morningstar Manager Research, 17. Oktober 2018.
- 14 Fixed Income Team: Negative bond yields and the case for global fixed income, Mackenzie Investments, White Paper, Mai 2016.
- 15 B. Dietrich: Lazard Global Fixed Income, Präsentation, Lazard Asset Management, November 2018.
- 16 O. Kunkel: Herausforderungen von Obligationenanlagen, Lunchpräsentation, PPCmetrics AG, Zürich, 5. Mai 2010.
- 17 M.B. Zelouf: Fixed-Income Portfolio Benchmarks – Time for Re-evaluation, White Paper, Western Asset Management, Januar 2012; D.J. Peebles, The Tyranny of Bond Benchmarks, AllianceBernstein White Paper, 12.3.2012; Sarah Speicher-Utsch: Aktive Anleihe-ETF sind im Kommen – zu Recht?, FAZ, 10.7.2025, S. 25.
- 18 Manulife: Fixed Income Benchmarks Today – Higher Risk, Missed Opportunities?, Manulife Asset Management, White Paper, Juni 2013; Y. Klevan: Reassessing Global Fixed Income Benchmarks – The Case for Active Investing, Lazard Asset Management, Letter from the Global Fixed Income Manager, März 2013.

- 19 D.W. Kohli: Thinking outside the index, Putnam Investments White Paper, Juli 2013.
- 20 nn: The landscape of benchmark-agonistic fixed income strategies, Mercer LLC, White Paper, Januar 2018.
- 21 R. Goldsticker / L. Bennett: Rethinking Bond Index Weightings and Concentration Risk, BNY Mellon Asset Management White Paper, Januar 2012; m.A. Faloon: Reconstructing Bond Investing to Align with New Global Debt Realities, BNY Mellon Asset Management White Paper, Mai 2012.
- 22 CalPERS: California Public Employees' Retirement System Statement of Investment Policy for Barclays Aggregate Programm, CalPERS White Paper, 14. Februar 2011; M. Collins: The Return of Absolute Return Fixed Income, PGIM Perspectives, Juni 2017.
- 23 BMO: The new fixed income environment, BMO Mutual Funds, 30. September 2014; Fixed Income Team: The Case for Unconstrained Fixed Income, Goldman Sachs Asset Management, White Paper, April 2013; D.F. Hoffmann: Why Global Bonds?, Brandywine Global Investment Management, White Paper, Juli 2016.

Weitere Lazard Publikationen

Standpunkt April 2021

„Die Welt im Wandel – Investieren in die Zukunft“

Standpunkt Mai 2021

„Investmentrestriktionen, Risikobudgets und Anlageerfolg“

Hintergrund September 2021

„Die Kombination von Style-Investing und Quality-Investing – eine häufig übersehene Handlungsalternative am Aktienmarkt“

Hintergrund März 2022

„Wie wird Inflation berechnet?“

Hintergrund April 2022

„Wandelanleihen – Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität“

Hintergrund Mai 2022

„Auf die Größe kommt es an: Small Cap = Large Opportunity?“

Hintergrund September 2022

„Ruhe bewahren – auf Bären folgen Bullen“

Standpunkt November 2022

„Den Blick Richtung Norden: Nordic High Yield – Wo High Yield noch High Yield bedeutet“

Hintergrund März 2023

„Multi-Asset-Strategien - ein Überblick“

Standpunkt Juni 2023

„Rückkehr in die Zinsnormalität – Die Renaissance von Rentenanlagen“

Hintergrund Januar 2024

Aktualisierung: „Wandelanleihen – Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität“

Standpunkt April 2024

Aktualisierung: „Den Blick Richtung Norden: Nordic High Yield – Wo High Yield noch High Yield bedeutet“

Standpunkt September 2024

„Investieren in skandinavische Anleihen – Mehr Sicherheit in Zeiten wachsender Verunsicherung“

Hintergrund Oktober 2024

„Quant, Fundamental oder Quantamental – Welcher Ansatz ist der Erfolgreichste?“

Standpunkt Dezember 2024

Aktualisierung: „Den Blick Richtung Norden: Nordic High Yield – Wo High Yield noch High Yield bedeutet“

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



Erfahren Sie mehr

www.lazardassetmanagement.com

Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH
www.lazardassetmanagement.com

Neue Mainzer Straße 75
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

Opernring 7
1010 Wien
Telefon +43-1 92 80 52 9