

Hintergrund

August 2006

Rentenindizes –
Das unbekannte Wesen

©2006. 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.

Rentenindizes – Das unbekannte Wesen

- ◆ Seit der Einführung des Euro war die Entwicklung des Rentenmarktes gekennzeichnet durch eine immer breitere Auswahl von Indizes unterschiedlichster Anbieter. Die Markt- und Segmentabgrenzung der unterschiedlichen Indexanbieter nähert sich aber allmählich an und es etabliert sich schrittweise ein Standard. So richten sich fast alle Indizes heute nach der Marktkapitalisierung.
- ◆ Dennoch war und ist nicht jeder Index als Benchmark im Portfoliomanagement geeignet, sondern dient(e) eher als allgemeine Information über die Entwicklung eines Marktes. Synthetische Indizes wie der REX-P verlieren zwar an Bedeutung, aber sind trotz vieler Probleme für manche Anleger eine Alternative.
- ◆ Für Anleger von besonderer Bedeutung bei der Indexauswahl sind Kennzahlen wie Rentabilität und Sicherheit. Beide konkurrieren letztlich miteinander. Ein Anleger sollte daher nur einen Index als Benchmark wählen, den er vom Risiko auch verkraften kann.
- ◆ Eine Benchmark selbst kann man auch als Disziplinierungsinstrument beschreiben, welches um so erfolgreicher arbeitet, je klarer es einem Anleger als Auftraggeber ist, dass eine Benchmark nur dann geändert werden sollte, wenn sich die längerfristigen Anlageziele tatsächlich ändern. An dieser Stelle ist jeweils der Portfoliomanager als Berater gefragt, um Missverständnissen vorzubeugen.
- ◆ Die Welt der Indizes wird sich weiter entwickeln. Allein die rechtlichen Rahmenbedingungen für Anleger und deren Auswirkungen sind ein Treiber dafür, aber auch die Weiterentwicklung der Rentenmarktsegmente.

Rentenindizes – Das unbekannte Wesen

Der Einsatz von Rentenindizes als Benchmark im Portfoliomanagement

Das Thema Indizes und ihre Funktion im Portfoliomanagement stand schon mehrfach im Mittelpunkt unserer Publikationsreihen. Dabei haben wir auch speziell das Thema der Auswahl einer geeigneten Benchmark im Rahmen der Barwertsteuerung eingehender betrachtet.¹ Mit der nun vorliegenden Publikation wollen wir das Thema Indizes und hier vor allem Rentenindizes erneut aufgreifen und auf Neuerungen, die sich zwangsläufig seit der letzten Publikation zu Rentenindizes im September 1999 ergeben haben, näher eingehen.²

Zwar liegt die Einführung des Euro schon mehrere Jahre zurück, und für viele Kapitalmarktteilnehmer gibt es fast keine Zeit davor, doch mit der Währungsunion ist einer der größten Rentenmärkte der Welt entstanden. Viele nationale Rentenindizes haben dadurch im Gegensatz zu nationalen Aktienindizes an Bedeutung verloren. Die Anzahl der Anbieter und die Anzahl der Rentenindizes ist seit Einführung des Euro enorm gewachsen. Diese können sich zum einen auf reale Portfolios beziehen, aber auch auf synthetischen Bondkonzepten beruhen.

Bevor man sich mit der Frage beschäftigt, welche Indexkonzepte und welche Arten von Rentenindizes existieren, muss man zuerst klären, was einen Rentenindex eigentlich ausmacht und wofür man ihn benötigt. Rentenindizes haben heutzutage im Management von Rentenportfolios eine große Bedeutung. Der Einfachheit halber kann man sich darunter ein Instrument zur Messung der Wertentwicklung der Rentenmärkte mittels eines Musterportfolios vorstellen. Mit dessen Hilfe lassen sich die Kursschwankungen, die sich aus Zinsveränderungen ergeben, ablesen. Mittels einer Rentenindexkonstruktion wird der gewichtete Durchschnittskurs des aus synthetischen oder real existierenden Rentenportfolios bestehenden Indexes, zu einem bestimmten Zeitpunkt errechnet.

Ein Rentenindex ist schwieriger abzubilden, als es auf den ersten Blick erscheint. Es wird wie im Bereich der Aktien zwischen Kurs- und Perfor-

manceindizes unterschieden, aber das Problem eines Rentenindex ist die sich verkürzende Laufzeit der einzelnen Anleihen. Die Alterung ist ein natürlicher Prozess und aus der Natur als ein wohlbekanntes Phänomen mit vielen Unannehmlichkeiten bekannt, obwohl Schönheitschirurgen es manchmal besser aussehen lassen, als es tatsächlich ist. Das natürliche Altern von Anleihen führt bei der Indexkonstruktion u. a. dazu, dass diese spätestens mit ihrer Endfälligkeit ersetzt werden müssen. Hier kann es aufgrund von Emissionstätigkeit der Staaten, Banken und Unternehmen zeitweise zu Engpässen kommen, z. B. bei ungünstigen Emissionsbedingungen für die Emittenten. Ein anderer Grund, warum Anleihen ersetzt werden müssen, ist das Nichteinhalten von Indexregeln, wie z. B. Ratingverschlechterungen.

Innerhalb der Rentenindizes unterscheidet man zum einen nach realen, also tatsächlich vorhandenen Portfolios und zum anderen nach synthetischen Portfolios. Kennzeichen eines synthetischen Rentenindex sind ein konstanter Kupon sowie die konstante Restlaufzeit, während tatsächliche Portfolios im Zeitablauf Veränderungen in der Restlaufzeit, im Kupon und im Rating aufweisen.

Die synthetischen Indizes werden nach dem sogenannten Notional-Bond-Konzept errechnet. Dabei werden fiktiv geschaffene Anleihen mit standardisierten Merkmalen, wie gleicher Kupon und gleiche Restlaufzeit, zu einem Index zusammengefasst. Umgesetzt wird dieses Konzept in bekannten Rentenindizes wie dem REX oder PEX. Während der REX den Markt der Staatsanleihen auf Grundlage aller existierenden Anleihen, Obligationen und Schatzanweisungen der Bundesrepublik abbildet, indem 30 idealtypischer synthetischer Anleihen abgebildet werden, beschreibt der PEX den Markt für Pfandbriefe. Jede der 30 Anleihen wird dabei mit ihrem Marktanteil gewichtet. Die Berechnung des REX erfolgt in fünf Schritten. Dazu werden aus den Schlusskursen aller Anleihen, Obligationen und Schatzanweisungen die Renditen berechnet und die Zinsstruktur ermittelt. Aus der ermittelten Zinsstruktur werden die Renditen der ganzzahligen Laufzeiten abgelesen und in die Kurse der 30 Indexanleihen umgerechnet. Danach wird jeder Kurs

mit seinem Gewicht multipliziert. Die Summe hiervon ergibt den REX Gesamtindex.³ Für die synthetischen Anleihen des REX-P Indexportfolios existieren keine tatsächlichen Kuponzahlungstermine, sondern es wird bei der Berechnung unterstellt, dass Stückzinsen in Höhe des Kupons, bereinigt um Zinseszinsseffekte, zeitanteilig täglich ausgeschüttet werden. Aufgrund der täglichen Gewinn- oder Verlustrealisierung entstehen Zinseffekte, die bei steigenden Kursen zu einer Überschätzung und bei fallenden Kursen zu einer Unterschätzung der Performance führen. Für synthetische Anleihenindizes kann man festhalten, dass diese innerhalb einer Periode einen Verstärkereffekt bezüglich der Kursentwicklung haben können, der sich jedoch in der langfristigen Betrachtung wieder ausgleicht. Er führt aber dazu, dass die Ergebnisse einzelner Performanceperioden verzerrt werden und trotz einer niedrigeren Duration oft eine höhere Volatilität aufweisen.⁴

Viele Indizes werden heute aufgrund real existierender Portfolios erstellt. Häufig erfolgt dies durch große Wertpapieremissionshäuser wie die Citigroup, Morgan Stanley, JP Morgan, Lehman Brothers oder Merrill Lynch. Dabei werden die Kursveränderungen immer relativ zum Periodenanfang berechnet. Hier kommt das Problem der sich verkürzenden Laufzeit der Wertpapiere besonders zum Tragen. Die Anleihen müssen durch neue Emissionen ersetzt werden, wenn sich die Laufzeiten soweit verkürzt haben, dass sie gemäß Indexregel nicht mehr zum Indexuniversum gehören.

Index = Benchmark?

Im Rahmen der Asset Allocation werden Index und Benchmark häufig als Synonym verwendet. Jedoch bestehen zwischen beiden Begriffen einige Unterschiede, die einer Verwendung im gleichen Zusammenhang entgegenstehen. In der traditionellen Asset Management Industrie kommen Benchmarks häufig zum Einsatz, um die Leistung des Portfoliomanagers zu bewerten. Bei der Suche nach Gemeinsamkeiten und Unterschieden zwischen Index und Benchmark fällt auf, dass beide eigentlich nur eine wesentliche Gemeinsamkeit haben: Sie beziehen sich auf ein genau definiertes Wertpapierportfolio und unterliegen dabei der gleichen Anforderung: die Wertentwicklung eines Portfolios unverzerrt abzubilden. Eine Benchmark kann zusätzlich aus der Renditevorstellung eines Anlegers, z. B. im Rahmen von Absolut Return-Mandaten bestehen.

Einem Index wird häufig nur ein beschreibender Charakter zugewiesen, während eine Benchmark einen vergleichenden Charakter hat. Mit der Wahl einer Benchmark durch den Anleger erfolgt die Vorgabe des Anlageuniversums und des möglichen Risikos für den Fondsmanager. Passive Indexanleger gehen in der Regel davon aus, dass Kapitalmärkte effizient sind. Das bedeutet, dass sich alle Informationen sofort in den Preisen widerspiegeln. Diese These trifft nicht immer zu, da sogenannte Marktanomalien häufig auftreten können.⁵

Die Einsatzmöglichkeiten einer Benchmark sind vielfältig. Grundsätzlich kann man diese in vier Gruppen einordnen: nach der Ausrichtung der strategischen Asset Allocation, der Aufgabenformulierung und Strukturierung von Asset Management-Mandaten, der Messung der Leistung des Portfoliomanagers und der Zuteilung von Risikobudgets, Risikosteuerung und Overlay Management.⁶

Tauglichkeit eines Indexes als Benchmark

Wird einem Portfoliomanager im Rahmen eines Asset Management-Mandates ein Index als Benchmark vorgegeben, so sollte dieser in Zusammenarbeit mit dem Kunden auf die allgemeine Verwendbarkeit überprüft werden. Dazu muss vom Anleger das relevante Marktsegment genau abgegrenzt werden, mit dem die Leistung des Fondsmanagers verglichen wird. Geläufige Kriterien zur Auswahl der Benchmark sind dabei Punkte wie Währung, Produkt, Emittent, Laufzeit und das Rating der im Index enthaltenen Papiere. Die Segmenttiefe ist davon abhängig, wie groß die Liquidität im gewählten Marktsegment sein soll. Indikationen hierfür sind Geld-Brief-Spannen, Emissionsvolumina oder ob eine laufende Aktualisierung der Preise für die einzelnen Anleihen erfolgt. Neben der Indexkonstruktion, die genau betrachtet werden muss, gibt es aber auch rechtliche Restriktionen, die einer exakten Abbildung einer Benchmark entgegenstehen. So unterliegt der Fondsmanager Vorschriften bezüglich Anlagegrenzen, Mischung und Streuung des Fondsvermögens.

Die genaueste Abbildung eines Marktes erfolgt im Regelfall über einen Index, der alle am Markt verfügbaren Anleihen beinhaltet, was aber nur für homogene und liquide Märkte wie z. B. dem Jumbopfandbriefmarkt zielgerichtet umsetzbar ist. Wird dieser umfassende Index als Benchmark genutzt, kann dies für einen Anleger ineffizient und

damit auch nicht zielgerichtet sein (zu hohe Geld/Brief Spannen, Illiquidität der Anleihen, etc.).

Indexnutzer dagegen haben ein besonderes Interesse daran, einen möglichst umfassenden Blick über den Gesamtmarkt zu erhalten. Für einen Benchmarknutzer ist dies jedoch eher von untergeordneter Bedeutung. Gründe hierfür liegen vor allem in den Anlagevorstellungen eines Benchmarknutzers. Eine anlegerorientierte Benchmark zeichnet sich meist durch eine geringere Anzahl von Anleihen sowie durch hohe Anforderungen an die Liquidität der einzelnen Papiere aus. Auch hier können sich Probleme auftun, da Benchmarknutzer häufig Restriktionen unterliegen, wie den erwähnten Anlagegrenzen, die durch interne und externe Vorschriften vorgegeben werden.

Auswahl der Benchmark

Eine optimale Benchmark für einen Anleger zu finden, ist nicht immer einfach. Zu häufig sind die tatsächlichen Anforderungen des Anlegers an den Fondsmanager viel höher, als es durch die Benchmark ausgedrückt wird. Zusätzliche Anforderungen schränken einen Fondsmanager in seiner Arbeit häufig ein und begrenzen damit auch das erreichbare Ergebnis.

Mit der Wahl einer Benchmark legt der Anleger große Teile des Anlageuniversums für seinen Fondsmanager fest. Daher sollte er sich bewusst sein, dass er hiermit auch die Risiko/Ertrags-Konstellation bestimmt. Eine gewählte Benchmark sollte im Normalfall immer so gewählt sein, dass eine gute Beurteilung der Leistung des Fondsmanagers erfolgen kann, aber der Anleger auch das Risiko der Benchmark tragen kann. Letztlich bestimmt der Anleger durch die Auswahl der Benchmark einen wesentlichen Teil seiner möglichen Wertentwicklung und übernimmt damit auch Performanceverantwortung. Der Portfoliomanager ist hingegen „nur“ für die relative Abweichung zur Benchmark verantwortlich.

Ein weiteres wesentliches Kriterium bei der Wahl einer Benchmark ist, ob es sich bei dem gewählten Index um einen Performance- oder Kursindex handelt. Als Benchmark kommt im Segment der Renten nur ein Performanceindex in die engere Betrachtung. Grund hierfür ist, dass ein Rentenkursindex nur Rückschlüsse auf das derzeitige Zinsniveau aber nicht auf die historische Performance zulässt, da er stets um seinen Basiswert 100

schwankt.⁷ Dies gilt zumindest für reale Indizes, während sich für synthetische Indizes wie den REX der Kurs anders entwickeln kann. Im Gegensatz zu den realen Kursindizes misst ein Performanceindex den gesamten Anlageerfolg der im Portfolio befindlichen Wertpapiere, der durch Preisänderungen und Zinserlöse determiniert ist. Mittels der Wahl einer geeigneten Benchmark kann ein realistischer Vergleich der Wertentwicklung eines Portfolios erfolgen.

Anforderungen an einen Rentenindex

Gerade im Rahmen der strategischen Asset Allocation werden mittels Rentenmarktindizes die Märkte und Marktsegmente festgelegt, in die ein Anleger investieren möchte. Anleger in Deutschland und „im Rest der Welt“ haben unterschiedliche Anforderungen an ihre Geldverwalter. Ist z. B. für Sparkassen neben der Erzielung einer guten Rendite häufig auch die Erzielung von ordentlichen Erträgen (Zinsen und Dividenden) ein wesentlicher Aspekt, ist es für andere institutionelle Kunden ausreichend, „nur“ eine auskömmliche Rendite zu erzielen. Diese Anforderungen seiner Kunden zwingen einen Portfoliomanager auch dazu, Forderungen an Rentenindizes zu stellen, um für ihn als Benchmark im Portfoliomanagement in Frage zu kommen. Wesentliche Anforderungen, denen ein Rentenindex genügen muss, um für den Einsatz im Portfoliomanagement in Frage zu kommen, sollten daher neben der Transparenz, der Marktnähe und der Nachbildbarkeit⁸ auch Punkte wie die Stabilität eines Index oder das Erfüllen von Kundenanforderungen sein.⁹

Was bedeutet dies für die Praxis?

Transparenz und Benutzerfreundlichkeit eines Indexes

Jeder Portfoliomanager hat ein natürliches Interesse an frei zugänglichen Informationen. Dabei ist er zum einen an der Portfoliokonstruktion des Index interessiert und zum anderen an den marktbeschreibenden Daten. Mit Hilfe der Daten zum Aufbau des Portfolios ist es ihm möglich, gleiche oder annähernd gleiche Risiko/Ertragsprofile wie die des Indexes aufzubauen. Gleichzeitig hat er dadurch die Chance, Szenarien bei Veränderungen der Zinskurve und deren Auswirkungen auf sein Portfolio zu rechnen und damit z. B. aktive Positionen gegen einen Index einzugehen. Messprobleme können

dabei bei mangelnder Transparenz eines Indexes auftreten und führen dann dazu, dass die aus dem Index abgeleiteten Risikokennzahlen überschätzt werden.

Marktnähe und Nachbildbarkeit eines Indexes

Eine wesentliche Anforderung des Fondsmanagers an einen Index ist die Duplizierungsmöglichkeit des Indexes mit den vorhandenen Anlageinstrumenten. Waren in der Vergangenheit häufig europäische Indizes gefragt, sind heute, im Zuge der strategischen Asset Allocation und im Rahmen einer von Anlegern geforderten größeren Diversifikation, internationale Indizes im Kommen. Internationale Indizes können einen Portfoliomanager vor allem bezüglich der Nachbildbarkeit des jeweiligen Index vor erhebliche Probleme stellen. So können in einem globalen Rentenindex unterschiedliche Marktsegmente oder Subindizes enthalten sein, deren Liquidität und Markttiefe nicht ausreichend sind. Vor dem Hintergrund des beliebten Customizing oder zu deutsch, der Individualisierung von Benchmarks, kann dies einen Portfoliomanager vor größere Herausforderungen stellen. In diesem Zusammenhang muss auch darauf geachtet werden, welche Indizes zu einer individuellen Benchmark zusammengefasst werden, denn die Berechnungsweise der verschiedenen Anbieter kann sich in erheblichem Maße unterscheiden. Ein ebenso entscheidender Punkt für einen Fondsmanager ist die Anzahl der Wertpapiere, die in einem Index enthalten sind. Mit einem kleinem Portfoliovolumen ist es aufgrund der Positionsgröße und der damit verbundenen Kosten pro Position nicht zielführend, einen breiten Index als Benchmark zu wählen.

Stabilität eines Indexes

Ein Index sollte die vorhandenen Anlagemöglichkeiten eines definierten Marktsegments zu jeder Zeit realitätsnah abbilden. Neuemissionen sollten termingerecht dem Index zugeführt und auslaufende Emissionen dem Index entzogen werden.¹⁰ Wenn man das zyklische Neuemissionsgeschäft von Anleihen betrachtet, ist ersichtlich, dass es hier unter Umständen durch nicht genügend vorhandenes Material zu Engpässen kommen kann. Beispielfähig kann hier das Emissionsgeschäft von Unternehmensanleihen in den vergangenen Jahren herangezogen werden. Ein zusätzlicher und nicht zu vernachlässigender Aspekt ist die Stabilität der Kriterien zur Indexkonstruktion.

Im Folgenden wollen wir einen Überblick über gebräuchliche Indizes im Rentenbereich geben. In diesem Überblick können wir jedoch nur einen begrenzten Teil der vorhandenen Indizes betrachten und beschränken uns daher auf die aus unserer Sicht wesentlichen Indizes.

Die Welt der Indizes

Seit unserer letzten Publikation zu den Rentenindizes hat sich viel getan. So war damals der Bereich der Unternehmensanleihen trotz einer großen Dynamik eher unterentwickelt und nur die Staatsanleihen und Pfandbriefe konnte man als wirklich liquide Bereiche bezeichnen. Ein Pendant zu dem ehemals unterentwickelten Bereich der Unternehmensanleihen ist heute der Bereich der ABS/MBS, welcher eine stürmische Entwicklung durchläuft. Unternehmensanleihen und die damit verbundenen Strukturen kann man heute als reifen Markt bezeichnen. Reine Indizes auf ABS/MBS-Basis sind jedoch rar gesät und weisen erhebliche Probleme bei der Nachbildbarkeit, der Stabilität und dem Pricing auf.

Betrachtet man die Gesamtheit der vorhandenen Rentenindizes, fällt auf, dass mittlerweile eine fast unüberschaubare Vielfalt und auch Anzahl existiert. Alle großen und kleinen Brokerhäuser haben mittlerweile einen Index für jedes Segment des Rentenmarktes. Neben den bekannten Brokerhäusern bieten auch die Börsen Indizes zur Kundenbindung an. Bemerkenswert ist, dass die meisten Indexanbieter keine einheitlichen Kriterien für die Konstruktion ihrer Indizes in Anwendung bringen.

In der folgenden Tabelle haben wir Indizes für das Segment der internationalen Staatsanleihen herausgegriffen. Ziel dabei war nicht, alle vorhandenen Unterschiede aufzulisten, sondern wesentliche Punkte an Gemeinsamkeiten und Unterschieden der aus unserer Sicht wichtigsten Indexgruppen zu zeigen.

Tabelle 1: Internationale Staatsanleihenindizes¹¹

	JP Morgan GBI Global	Citigroup WGBI	MSCI World Sovereign Debt Index	Lehmann Brothers Global Treasury Index
Markt	nur festverzinsliche Staatsanleihen und vergleichbare Anleihen	nur festverzinsliche Staatsanleihen und vergleichbare Anleihen	nur festverzinsliche Staatsanleihen und vergleichbare Anleihen	nur festverzinsliche Staatsanleihen und vergleichbare Anleihen
Gewichtung	Marktkapitalisierung	Marktkapitalisierung	Marktkapitalisierung	Marktkapitalisierung
Länder	ca. 13	ca. 22	ca. 21	ca. 34
Länderauswahl	Market Maker Position bei Einführung	unterschiedliche Mindest-Volumina pro Anleihe, z. B. USA 1 Mrd. USD ausstehendes Volumen	unterschiedliche Mindest-Volumina pro Anleihe, z. B. USA 2 Mrd. USD ausstehendes Volumen	unterschiedliche Mindest-Volumina pro Anleihe, z. B. USA 300 Mrd. USD ausstehendes Volumen
Rating		Mindestrating der Anleihen ist BBB-	Mindestrating der Anleihen ist BBB-	Mindestrating der Anleihen ist BBB-
Laufzeiten	≥1Jahr	≥1Jahr	≥1Jahr	≥1Jahr
Währung	lokale Währungen	lokale Währungen	lokale Währungen	lokale Währungen
Startzeitpunkt	01.11.1999	31.01.1985	31.12.1993	01.04.1992
Datenanbieter	JP Morgan, Bloomberg	Citigroup, Bloomberg	MSCI, Bloomberg	Lehman Brothers, Bloomberg, Reuters
Anleiheanzahl	ca. 571	ca. 705	ca. 661	ca. 1066
Mod. Duration	6,07 Jahre	5,86 Jahre	5,75 Jahre	5,86 Jahre

Die hier gezeigten internationalen Staatsanleihenindizes kann man in vielen weiteren Variationen bekommen. So existieren sogenannte Subindizes, die nach unterschiedlichen Laufzeitbändern, nach verschiedenen Ratingklassen und auch nach einzelnen Ländern segmentiert sind. Für jede Ausrichtung eines Investors besteht ein Index.

Internationale Staatsanleihen zeigen nur einen kleinen Ausschnitt der Rentenmärkte. Die tatsächliche Vielfalt ist um einiges größer. So gibt es neben dem Staatsanleihensegment auch den Bereich der ABS/MBS, Corporates, inflationsgeschützte Anleihen, Pfandbriefe und anderes. Dieser Vielfalt wurde durch die Konstruktion von Multisektoren-Indizes Rechnung getragen. Diese enthalten ein größeres Spektrum des Rentenmarktes, können aber auch

nicht allumfassend sein. Im Nachfolgenden stellen wir Indizes vor, die Anleger in Erwägung ziehen sollten, wenn sie in ein möglichst breit diversifiziertes Portfolio im Euroraum investieren wollen.

Tabelle 2: Europäische breite Rentenindizes¹²

	iBoxx-€ overall	Citigroup EuroBIG	Merril Lynch EMU-Broad Market	Lehmann Brothers Euro Aggregate Index
Markt	Festverzinsliche Wertpapiere und Nullkuponanleihen sowie Unternehmensanleihen die „Event Driven“ sein können	festverzinsliche Wertpapiere sowie kündbare Papiere die nicht endfällig sein müssen	Festverzinsliche Anleihen	nur festverzinsliche Wertpapiere, keine Warrant linked Bonds oder Floater, Nicht EU-Länder sind erlaubt, wenn sie die Kriterien erfüllen
Gewichtung	Marktkapitalisierung	Marktkapitalisierung	Marktkapitalisierung	Marktkapitalisierung
Auswahlbedingungen	Gestaffelt nach Emittenten, 2 Mrd. EUR für Staatsanleihen, 1 Mrd. EUR Agencies und Pfandbriefe, 500 Mio. EUR für besicherte Anleihen (Collateralized) und Unternehmensanleihen	1 Mrd. EUR für Staatsanleihen, 500 Mio. EUR für alle anderen	1 Mrd. EUR für Staatsanleihen, alle anderen 100 Mio. EUR	Mindest-Volumina ausstehender Bonds ≥300 Mio. EUR
Rating	Investmentgrade	Investmentgrade sowie ungeratete Pfandbriefe mit einem Schattenrating sowie staatsgarantierte Anleihen	Investmentgrade	Investmentgrade
Laufzeiten	≥1Jahr	≥1Jahr	≥1Jahr	≥1Jahr
Währung	EUR	EUR	EUR	EUR
Startdatum	31.12.1998	01.01.1999	31.12.1995	01.06.1998
Datenanbieter	Deutsche Börse, Bloomberg, Reuters	Citigroup, Bloomberg, Reuters	Merril Lynch, Bloomberg, Reuters	Lehman Brothers, Bloomberg, Reuters
Anleiheanzahl	ca. 1550	1632	2602	2608
Mod. Duration	5,57	5,65	5,62	5,45

Im Rahmen der breit diversifizierten Euro-Indizes gibt es ähnlich wie bei den weltweit anliegenden Indizes eine ganze Reihe von Unterteilungen in Subindizes und anderen Kategorien. Beispielhaft haben wir hier den Citigroup EuroBIG mit seinem entsprechenden Aufbau herausgegriffen.

Citigroup EuroBIG¹³

Nach Emittenten

- Staatsanleihen
- Supras
- Quasi-Staatsanleihen und Agencies
- Unternehmensanleihen
- Staats- und Quasi-Staatsanleihen
- Gebietskörperschaften

Nach Laufzeitbändern

- 1-3 Jahre
- 3-5 Jahre
- 5-7 Jahre
- 7-10 Jahre
- 10-15 Jahre
- 15+ Jahre

Nach Ratingklassen

- ◆ Unterteilt nach allen Investmentgrade-Ratingklassen, zusammengefasst nach Unternehmensanleihen und den übrigen Emittenten

Corporate Sektor

- ◆ Industrie, Versorger, besichert, Finanzen, unbesichert sowohl in Lokalwährung als auch in Dollar oder Yen

Eigenständige Subindizes

- ◆ Jumbo-Pfandbrief Index mit einer Unterteilung nach Laufzeiten, geratete und ungeratete Pfandbriefe, EGBI (Euro Government Bond Index)

Abbildung 1: EuroBIG Ratingstruktur

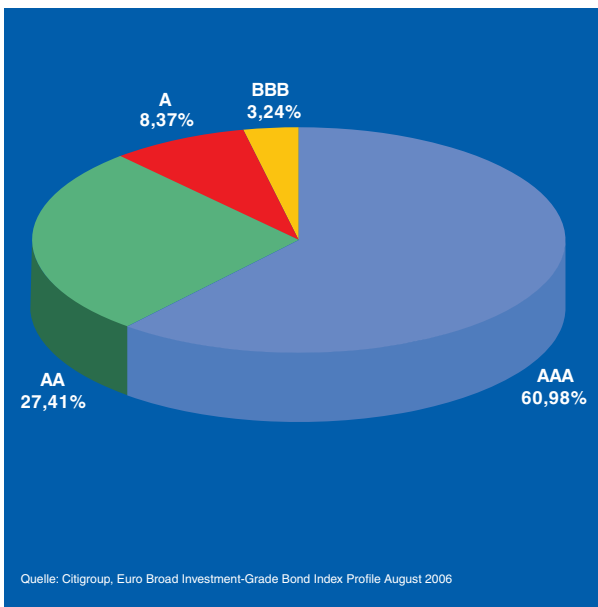


Abbildung 2: EuroBIG Laufzeitenstruktur

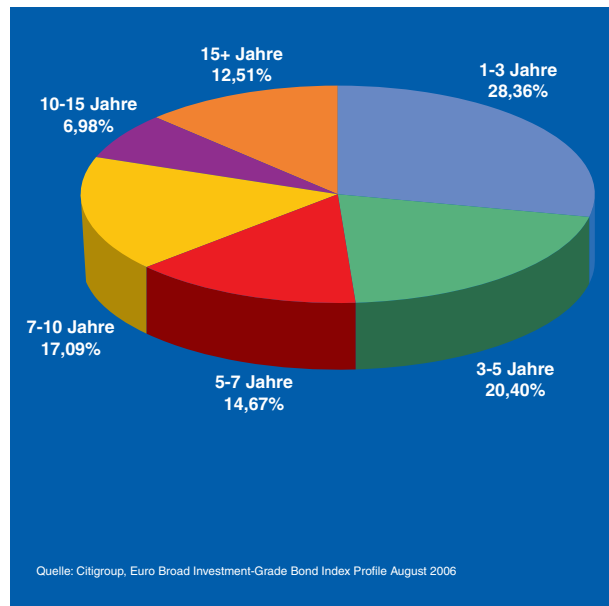
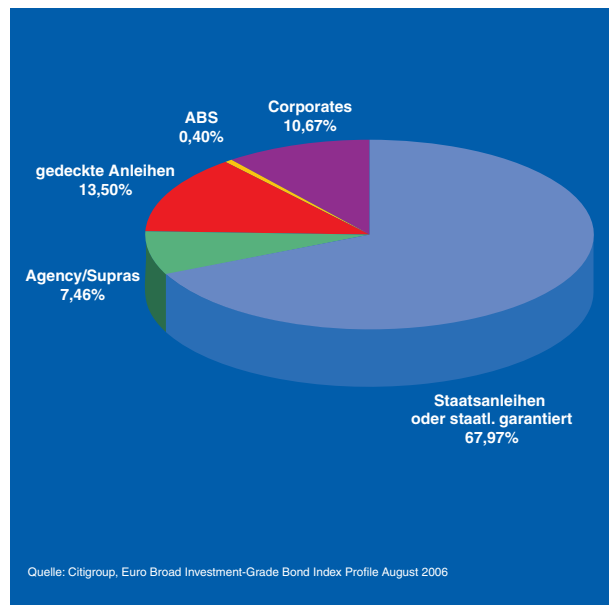


Abbildung 3: EuroBIG Branchenaufteilung



Neben den hier gezeigten umfassenden Indizes gibt es auch eine ganze Reihe von Länderindizes oder reinen Segmentindizes. Ebenso werden Bereiche als Index gestaltet, die nicht den Investmentgradeanforderungen vieler Anbieter genügen. Im High Yield-Segment ist der Aufbau jedoch ähnlich gestaltet wie im Bereich der Investmentgradeindizes.

Weitere Kriterien bei der Auswahl eines Indexes als Benchmark

Wählt ein Anleger eine bestimmte Benchmark im Rahmen seiner Asset Allocation und verfolgt eine aktive Anlagestrategie, so entstehen häufig zwischen seinem Portfolio und der Benchmark Performanceunterschiede. Diese rühren daher, dass kaum ein Portfoliomanager versucht, Rentenindizes aufgrund der Vielzahl der enthaltenen Anleihen genau abzubilden. Hauptargument hierfür ist neben der Transaktionskostenseite die teilweise geringe Liquidität einiger im Index enthaltenen Anleihen. Daher ist ein Portfoliomanager häufig dazu gezwungen, aktive Positionen gegenüber einer Benchmark einzugehen (vom Anleger kann dies durch die Indexauswahl bewusst herausgefordert worden sein). Mit welchen Abweichungen ein Anleger für sein Portfolio gegenüber einer Benchmark rechnen muss, hängt vom gewählten Marktsegment und vom Anlagestils des Vermögensverwalters ab. So ist ein internationaler Rentenindex nicht unbedingt liquider als ein rein europäischer Index oder ein rein deutsches Segment wie z. B. deutsche Staatsanleihen oder Jumbo-Pfandbriefe.¹⁴ Weitere Punkte, warum ein Portfolio eine unterschiedliche Performance als die Benchmark haben kann, sind Kriterien wie der Zeitpunkt der Anlage von Zinserträgen, wo diese geparkt werden sowie zu welchem Zeitpunkt ein Index readjustiert wird.

Ausblick und Zusammenfassung

Mit der Einführung des Euros nahm die Entwicklung des Rentenmarktes und damit auch die der Rentenindizes eine stürmische Entwicklung. Diese Entwicklung war gekennzeichnet durch eine immer breitere Auswahl von Indizes unterschiedlichster Anbieter. Dabei war und ist nicht jeder Index als Benchmark im Portfoliomanagement geeignet, sondern dient(e) eher als allgemeine Information über die Entwicklung eines Marktes. Die Markt- und Segmentabgrenzung der unterschiedlichen Indexanbieter nähert sich weiter an. Heute richten sich fast alle Indizes nach der Marktkapitalisierung. Synthetische Indizes wie der REX-P verlieren zwar an Bedeutung, aber sind trotz der beschriebenen Probleme für viele Anleger eine Alternative.

Für Anleger von besonderer Bedeutung bei der Indexauswahl sind Kennzahlen wie Rentabilität und Sicherheit. Beide konkurrieren letztlich miteinander. Portfoliotheoretisch wird Risiko und Ertrag meist einperiodisch dargestellt und betrachtet, während dies in der Praxis eher nicht anzutreffen ist. Ein Anleger sollte daher nur einen Index als Benchmark wählen, den er vom Risiko auch verkraften kann.

Eine Benchmark selbst kann man auch als Disziplinierungsinstrument beschreiben, welches um so erfolgreicher arbeitet, je klarer es einem Anleger als Auftraggeber ist, dass eine Benchmark nur dann geändert werden sollte, wenn sich die längerfristigen Anlageziele tatsächlich ändern. An dieser Stelle ist jeweils der Portfoliomanager als Berater gefragt, um Missverständnissen vorzubeugen.

Die Welt der Indizes wird sich weiter entwickeln. Vor allem die rechtlichen Rahmenbedingungen für Anleger und deren Auswirkungen sind ein Treiber dafür, aber auch die Weiterentwicklung der Rentenmarktsegmente.

Verfasser: Björn Bahlmann
Tel.: 069 / 50 60 6 - 142

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

¹ Bahlmann, B., Vogt, T., Benchmarks im Kontext einer barwertigen Zinsbuchsteuerung, Lazard Asset Management Deutschland GmbH, November 2005

² Vgl. W. Kraemer, Europäische Rentenindizes, Lazard Asset Management Deutschland GmbH, September 1999

³ Vgl. Mella, F., Deutscher Rentenindex REX, Deutsche Börse AG, Juni 1991

⁴ Vgl. Siemßen, S. J., Rentenindizes als Benchmarks im Bondmanagement, S. 458, Mai 2002, Bad Soden

⁵ Vgl. Krämer, W., Kapitalanlage und Benchmarks, Lazard Asset Management Deutschland GmbH, September 2004

⁶ ebenda

⁷ Vgl. Steiner, M. / Bruns, M. (2000), "Wertpapiermanagement", S. 151, Stuttgart

⁸ Vgl. Krämer, W., Europäische Rentenindizes, Lazard Asset Management Deutschland GmbH, September 1999

⁹ Vgl. Fixed-Income Index Group (2005), Citigroup Global Fixed Income Index Catalog – 2005 Edition

¹⁰ Vgl. Welge, R. Dr., Rentenindizes, S.6, Commerzbank, Januar 2002

¹¹ Stand 31.03.2006

¹² Stand 31.03.2006

¹³ Quelle Citigroup, Euro Broad Investment-Grade Bond Index Profile August 2006

¹⁴ Vgl. Siemßen, S. J., Rentenindizes als Benchmarks im Bondmanagement, Mai 2002, Bad Soden

Weitere Lazard Publikationen

Standpunkt Mai 2005

„Der Spezialfonds – no future?“

Hintergrund Juni 2005

„Der Bondholder Value als Bestimmungsfaktor der Unternehmensbewertung“

Investment Perspektive III/2005

- Feiertage – Wem die Stunde schlägt

- Asien – A never ending story

Hintergrund August 2005

„Shareholder Value in der Sackgasse?“

Standpunkt September 2005

„Asset Backed Securities für die öffentliche Hand in Deutschland“

Standpunkt November 2005

„Benchmarks im Kontext der barwertigen Zinsbuchsteuerung“

Investmentperspektive IV/2005

– Alternative Treibstoffe –

Gib Bio-Gas, ich will Spaß!

Hintergrund Februar 2006

„Basel II – Willkommen im Zentralstaat“

Hintergrund April 2006

„Risikoadjustierte Rendite – No Risk, No Return“

Investmentperspektive I/2006

„... Dicksein ist 'ne Quälerei...“

Klimawandel – Etwas Warmes braucht der Mensch???

Standpunkt Juni 2006

„Investments in die lokalen Geldmärkte der Emerging Markets – Lazard Emerging Income“

Standpunkt Juli 2006

Eine neue Investmentstrategie für die

Emerging Markets – Emerging Markets Balanced

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