

# Alternative Ansätze für Rentenindizes gesucht

## Umdenken festzustellen – Modifizierte Ländergewichtung durch neue Methodik

**Börsen-Zeitung, 24.11.2012**

Bei der Konstruktion von Indizes galt die Marktkapitalisierung über Jahrzehnte hinweg als das zentrale Kriterium. Während dessen Bedeutung im Bereich der Aktienindizes schon seit geraumer Zeit nicht mehr in Stein gemeißelt ist, deutet sich

Auch BayernInvest forciert die Abkehr von marktgewichteten Indizes und entwickelt eine alternative Benchmark, welche die tatsächliche Güte des Emittenten widerspiegeln soll. Im Zentrum der Überlegung steht die fiskalische Stärke eines Landes, also die Beurteilung eines Staates als Wirtschaftssubjekt bzw. dessen Fähigkeit, seine Schulden zurückzahlen zu können. Für die entsprechende Analyse werden insgesamt sechs Schlüsselfaktoren eingehend untersucht.

Zunächst erfolgt der Blick auf das Haushaltsdefizit, also den negativen Saldo zwischen Einnahmen und Ausgaben. Hieraus ergeben sich erste wichtige Hinweise

zur aktuellen Lage der Staatsfinanzen sowie zur künftigen fiskalischen Perspektive eines Landes. Zur Bewertung der qualitativen Verschuldungssituation reicht diese Betrachtung allerdings nicht aus. Um die tatsächliche Schuldentragfähigkeit und die Nachhaltigkeit der Fiskalpolitik eines Landes zu beurteilen, erweist sich die Berücksichtigung des sogenannten Primärsaldos als hilfreich. Dieser signalisiert, wie der Staatshaushalt aussehen würde, wenn es keine Zinszahlungen auf Staatsschulden und keine Vermögensveränderungen etwa durch Schuldentilgungen geben würde.

### Bedeutsame Kenngröße

Die Relevanz dieser Kenngröße macht folgendes Beispiel deutlich. Der Internationale Währungsfonds (IWF) schätzt das Defizit von Belgien in diesem Jahr auf  $-2,88\%$ , das von Australien auf  $-2,48\%$ . Diese Schätzungen legen die Vermutung nahe, dass Belgien weniger sparsam wirtschaftet als Australien. Betrachtet man jedoch die um die Zinsen bereinigten Werte, also den Primärsaldo, so zeigt sich, dass Belgien im Jahr 2012 wahrscheinlich einen Überschuss erwirtschaften wird (Primärsaldo  $0,53\%$ ), während Australien in 2012 wohl „nachfinanzieren“ muss (Primärsaldo  $-1,99\%$ ).

Unerlässlich für die qualitative Bewertung der fiskalischen Stärke ist zudem der Blick auf das strukturelle Staatsdefizit, eine vor allem um konjunkturelle Einflussfaktoren bereinigte Kennzahl. So lässt sich das Defizit eines jeden Landes in einem strukturellen und einem konjunkturellen Kontext betrachten. Die konjunkturbedingte Neuverschuldung, etwa zur Ankurbelung der Wirtschaft oder zur vorübergehenden Stützung der Sozialhaushalte, ist mit Blick auf eine nachhaltige Fiskalentwicklung allerdings weniger problematisch. Gravierender hingegen sind strukturbedingte Defizite. Sie zeugen von einer grundsätzlichen Fehlentwicklung und implizieren lang anhaltende sowie schwer abzubauenende Haushalts-schiefen, welche die Stabilität der Volkswirtschaft langfristig gefährden können.

### Saldo der Leistungsbilanz

Für die Bewertung der fiskalischen Stärke wird als weiteres Kriterium der Saldo der Leistungsbilanz herangezogen. Die Leistungsbilanz umfasst internationale Güterströme wie Übertragungen zwischen In- und Ausland im Rahmen der volks-

*„Auch BayernInvest forciert die Abkehr von marktgewichteten Indizes und entwickelt eine alternative Benchmark.“*

wirtschaftlichen Zahlungsbilanz und stellt eine wichtige ökonomische Größe zur Bewertung der Leistungsfähigkeit einer Volkswirtschaft dar. Als problematisch gilt, wenn ein Leistungsbilanzdefizit mit einem Haushaltsdefizit einhergeht, in diesem Sinne also ein Doppeldefizit vorliegt.

Neben der Staatsverschuldung als Indikator unter anderem für die Haushaltsdisziplin berücksichtigt das

**Fortsetzung Seite B 8**



Von  
**Oliver Schlick**

Chief Investment  
Officer der BayernInvest

ein Umdenken nun auch im Rentenbereich an.

Ist die Gewichtung nach Marktkapitalisierung für einen Global Government Bond Index in Zeiten krisenhafter Verschuldung tatsächlich noch zielführend? Auf der Suche nach Alternativen zur bisherigen Länderallokation stellen sich Investoren und Asset Manager diese Frage neuerdings mit Nachdruck. Denn unverkennbar weist die traditionelle, auf die Marktkapitalisierung fokussierte Methodik einen gravierenden Nachteil auf. Innerhalb der gängigen Indizes erhalten nämlich solche Länder einen besonders hohen Stellenwert, welche die meisten Anleihen begeben und somit in der Regel auch über eine hohe Verschuldung gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) verfügen.

Ergo: Große Schuldner werden übergewichtet, kleinere Emittenten mit geringerer Verschuldung hingegen untergewichtet. Benchmarknahe Investoren orientieren sich somit an einem zwar hochliquiden, aber aus Risiko-Rendite-Gesichtspunkten problematischen Markt. Vor diesem Hintergrund kann nicht verwundern, dass verschiedene Asset Manager gegenwärtig neue, alternative Methoden für eine optimierte Indexgewichtung erarbeiten.

# Alternative Ansätze gesucht

Fortsetzung von Seite B 6

alternative Index-Modell von Bayern-Invest schließlich noch den sogenannten Ease of Doing Business Index. Dieses von der Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) 2002 entwickelte Instrument quantifiziert das Geschäftsumfeld eines Landes und lässt so Schlussfolgerungen auf die künftige Entwicklung des Geschäftsklimas und damit einhergehend auf die künftige wirtschaftliche Entwicklung zu.

Bevor die Gewichtung im alternativen Rentenindex bestimmt wird, erfolgt jedoch zunächst eine Liquiditätsanalyse. Dabei werden solche Länder vom Anlageuniversum ausgeschlossen, deren Volumen an ausstehenden Anleihen einen gewissen Schwellenwert unterschreitet. Dieser Prozessbestandteil ist wichtig, um Investitionen in illiquide Märkte zu vermeiden. In einem zweiten Schritt erhalten die ausgewählten Fundamentalfaktoren eine individuelle Benotung auf einer Skala von 1 bis 10. Während 10 den höchsten Wert darstellt, repräsentiert 1 den niedrigsten Wert. Die so ermittelten Ergebnisse werden dann in einen gewichteten Mittelwert pro Land überführt, aus dem sich in einem vierten Schritt schließlich die Ländergewichtung im Index ergibt.

Auf Basis dieser Methodik zeigen Tests mit einem globalen Staatsanleihen-Portfolio deutliche Unter-

schiede im Vergleich zu einem nach dem Grundsatz der Marktkapitalisierung konstruierten Index. Fiskalstarke Länder wie vor allem Schweden, Australien, Dänemark oder Belgien werden nun höher gewichtet, während US-amerikanische und japanische Staatsanleihenpapiere erheblich weniger Gewicht in den Index einbringen.

## Verbesserungen denkbar

Mit der adjustierten Gewichtung im alternativen Index verändern sich bei global investierten Anleiheportfolien auch deren Risiko/Rendite-Profile im Vergleich mit einem herkömmlichen Index. Erste Berechnungen unter Einbeziehung des J.P. Morgan GBI Global zeigen in einem Zeitraum von März 2004 bis August 2012 eine nahezu halbierte Volatilität p.a., während die Rendite sich p.a. um knapp 0,8 Prozentpunkte verbessern konnte. Wenngleich sich dieses zunächst noch provisorische Ergebnis unter Berücksichtigung eines modifizierten Investment-Universums bei Staatsanleihen oder bei Berücksichtigung eines anderen Referenz-Index möglicherweise noch leicht verändern könnte, zeigen die Überlegungen dennoch, dass neue Wege bei der Indexkonstruktion auch im Rentensektor grundsätzlich zu einer Verbesserung des Risiko/Rendite-Verhältnisses im Bereich von globalen Staatsanleihen-Portfolien führen können.