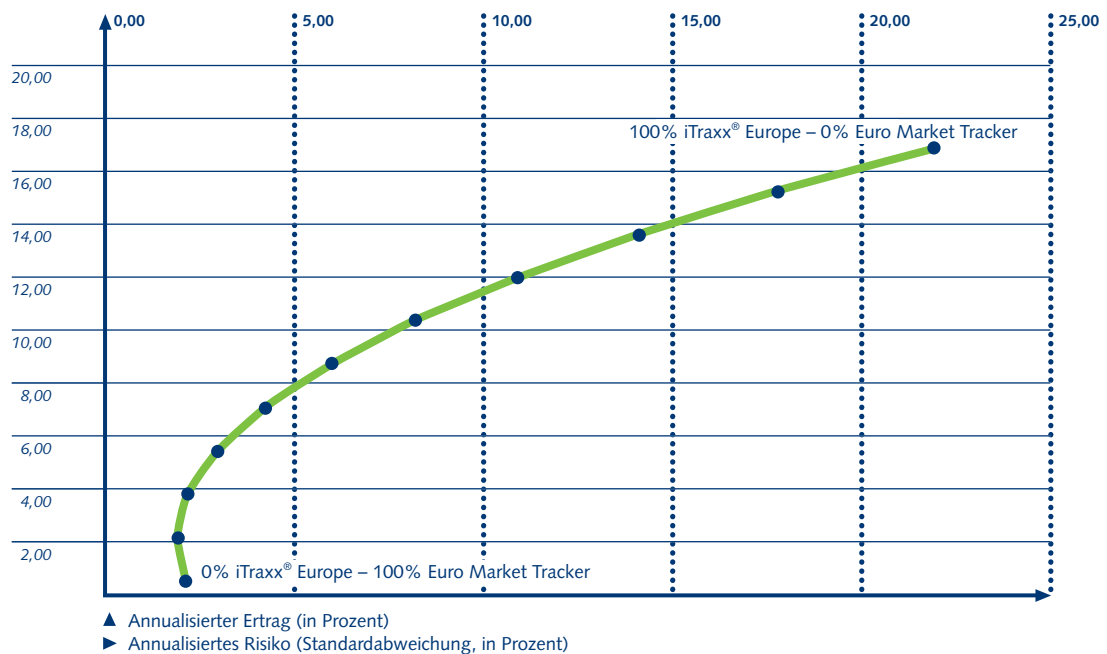


# Case Study: Portfolio Overlay-Strategie mit Eurex iTraxx®-Credit Futures: Erweiterte Möglichkeiten für europäische Fondsmanager

Mit der Einführung der iTraxx® Europe, Crossover und HiVol Index-Futures hat Eurex ihre Produktpalette auf die Kreditmärkte ausgeweitet. Zusammen mit den bestehenden Benchmark-Fixed Income Futures von Eurex erweitern die neuen iTraxx®-Credit Futures das Handelsspektrum europäischer Rentenfondsmanager. In diesem Artikel zeigt Byron Baldwin vom Eurex Institutional Investor Sales Team wie sich die Effizienz im Fondsmanagement durch die Beimischung von iTraxx®-Credit Futures im Rahmen so genannter „Overlay“-Strategien steigern lässt.

Die Vorteile der Beimischung von Kreditpositionen als separate Anlagekategorie verdeutlicht eine kürzlich veröffentlichte Studie von Brian Eales<sup>1</sup>: Eales untersucht hier die Vorteile der Beimischung von Kreditpositionen in einem Portfolio europäischer Staatsanleihen für den Zeitraum von September bis Dezember 2006. Im Rahmen der Studie wurde die Kreditposition über den iTraxx® Europe CDS Index dargestellt, während der Bloomberg/EFFAS Euro Market 3-5 Year Bond Index als Messlatte für ein Portfolio kurzfristiger europäischer Staatsanleihen herangezogen wurde.

## Effizienzgrenze: Euro Market Tracker Bloomberg/ EFFAS Euro Market 3-5 Year Bond Index

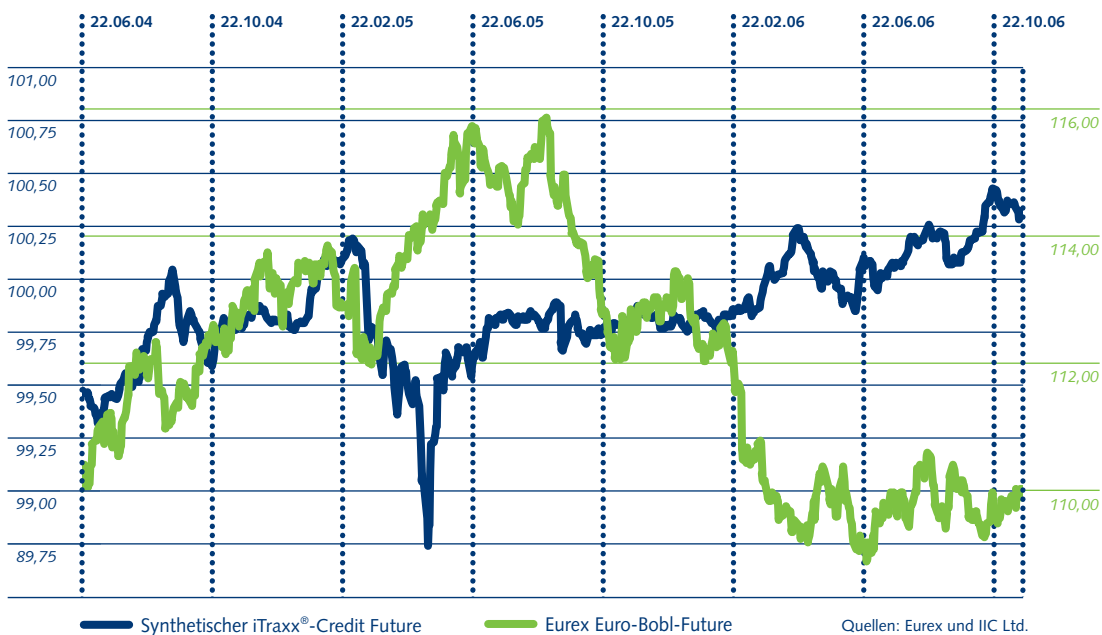


Wie die Analyse zeigt, ließ sich durch die Beimischung einer Kreditposition das Risiko eines Rentenportfolios senken und gleichzeitig der Ertrag steigern: Bei einer zehnpromzentigen iTraxx®-Beimischung

<sup>1</sup> B. Eales, London Metropolitan University, „The Case for Exchange-based Credit Futures Contracts“.

reduzierte sich das Risiko um 0,19 Prozent und der Ertrag stieg um 1,63 Prozent. Bei einer 20-prozentigen Kreditposition sank das Risiko nur um 0,10 Prozent – der Ertrag stieg jedoch um 3,27 Prozent. Die folgende Grafik verdeutlicht anhand des historischen Vergleichs eines synthetischen iTraxx®-Credit Futures mit dem Eurex Euro-Bobl-Future die Vorzüge von Kreditpositionen in der Steuerung von Rentenportfolios<sup>2</sup>.

## Synthetischer iTraxx®-Credit Future und Eurex Euro-Bobl-Future



Betrachten wir als Beispiel einen Rentenfondsmanager, der ein Portfolio europäischer Staatsanleihen mit einem Volumen von EUR 500 Millionen und einer modifizierten Duration von 4,5 Jahren verwaltet. Der Fondsmanager entschließt sich, 20 Prozent seiner Position in europäischen Renten in europäische Kreditrisiken umzuschichten und setzt hierzu die Euro-Bobl-Futures- und iTraxx® Europe-Credit Futures-Kontrakte von Eurex ein.

### Die Umsetzung stellt sich wie folgt dar:

1. Berechnung des Basispunktwerts (BPW) des Portfolios, also der Wertänderung des Portfolios bei einer Renditeveränderung von 0,01 Prozent:

$$\begin{aligned} \text{Portfolio-BPW} &= \text{modifizierte Duration} \times \text{Portfoliowert} \times 0,0001 \\ &= 4,5 \times \text{EUR } 500 \text{ Mio.} \times 0,0001 \\ &= \text{EUR } 225.000 \end{aligned}$$

2. Berechnung des BPW des Eurex Euro-Bobl-Futures mithilfe der Bloomberg-Funktionen DLV und DUR:

$$\begin{aligned} \text{BPW des Eurex Euro-Bobl-Futures} &= \text{BPW}_{\text{CTD}} / \text{KF}_{\text{CTD}} \\ \text{BPW}_{\text{CTD}} &= \text{BPW der Cheapest-to-Deliver-Anleihe (CTD)} \\ \text{KF}_{\text{CTD}} &= \text{Konvertierungsfaktor der CTD-Anleihe} \end{aligned}$$

<sup>2</sup> Zur Wechselbeziehung zwischen dem iTraxx® CDS-Index und Aktienkursen liegt folgende Studie vor: H. Byström, Lund University, „Credit Default Swaps and Equity Prices: The iTraxx CDS Index Market“.

Alternativ lässt sich der BPW eines Futures-Kontrakts sehr schnell über die Bloomberg-Funktion FRSK ermitteln: Für den Euro-Bobl-Futures-Kontrakt mit Fälligkeit September 2007 lautet die entsprechende Eingabe: OEU7 <cmdty> FRSK <go> – damit ergibt sich ein BPW von 0,04807 (Preisbasis), 9,614 Ticks beziehungsweise EUR 48,07.

3. Berechnung der zur synthetischen Reduzierung der europäischen Rentenposition um 20 Prozent zu verkaufenden Anzahl Euro-Bobl-Futures-Kontrakte:

$$\text{Anzahl der zu verkaufenden Euro-Bobl-Futures} = (\text{EUR } 225.000 / \text{EUR } 48,07) \times 0,20 = 936$$

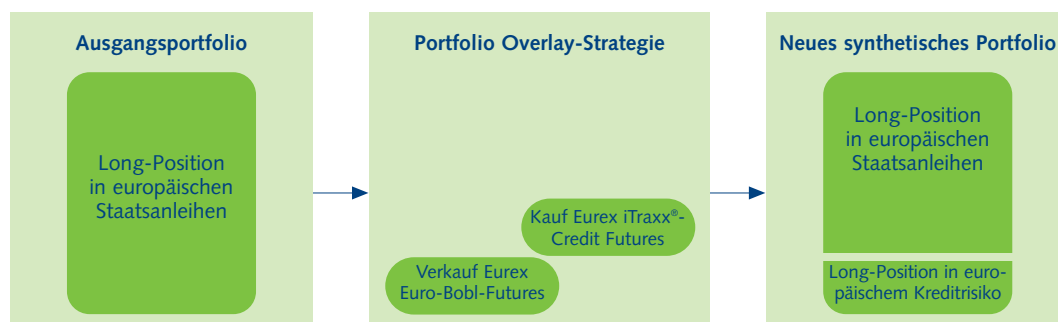
4. Berechnung des Verhältnisses zwischen Euro-Bobl-Futures und iTraxx®-Credit Futures:

Der BPW des Euro-Bobl-Futures beträgt – wie in Schritt 2 dargestellt – EUR 48,07. Die Wertänderung des iTraxx® Europe-Credit Futures bei einer Veränderung der CDS-Kurve um einen Basispunkt beträgt EUR 45,25. Dies lässt sich über den Bloomberg-Bildschirm FCDS<sup>3</sup> ermitteln: Die entsprechende Eingabe lautet FEAA <index> FCDS <go> und danach SprdDV01. (Eine Long-Position in Kredit-Futures beinhaltet auch ein geringes Zinsrisiko, das jedoch vernachlässigt werden kann – siehe IR DV01.)

Das Verhältnis liegt somit bei 1 Euro-Bobl-Future zu 1,06 iTraxx®-Credit Futures.

Zur synthetischen Umschichtung von 20 Prozent seiner Position in europäischen Renten in europäische Kreditrisiken verkauft der Fondsmanager also 936 Eurex Euro-Bobl-Futures-Kontrakte und kauft 992 Eurex iTraxx® Europe-Credit Futures. Diese Portfolio Overlay-Strategie ermöglicht es, einen Teil der europäischen Rentenposition schnell in eine europäische Kreditrisikoposition zu verlagern, ohne das bestehende Portfolio verändern zu müssen.<sup>4</sup> Ist die erwartete relative Stärke von Kreditpositionen eingetreten, stellt der Fondsmanager die Spread-Position (Short Euro-Bobl/Long iTraxx® Europe) wieder glatt. Die folgende Grafik veranschaulicht die Overlay-Strategie mit Eurex Euro-Bobl-Futures und iTraxx®-Credit Futures.

### Einsatz von iTraxx®-Credit Futures im Rahmen einer Portfolio Overlay-Strategie



iTraxx®-Credit Futures können auch über die OTC Block Trade-Funktionalität von Eurex (Block Trade Facility – BTF) gehandelt werden. Für den Fondsmanager bedeutet dies ein Höchstmaß an Flexibilität und Liquidität bei der Umsetzung von Portfolio Overlay-Strategien. Die BTF<sup>5</sup> ermöglicht Marktteilnehmern den Abschluss außerbörslicher Transaktionen in Eurex Futures- und Optionskontrakten (im Eigenhandel

<sup>3</sup> M. Filippi, Bloomberg, „Eurex CDS Futures in Bloomberg“.

<sup>4</sup> B. Baldwin, „Derivatives: a tool for efficient fund management“, Pensions Week, Dezember 2004.

<sup>5</sup> Detaillierte Informationen über Eurex OTC Block Trades unter: [www.eurexchange.com](http://www.eurexchange.com) > Handel > Marktmodell > Wholesale-Handel > Block Trades.

und im Kundengeschäft) und das Clearing dieser Geschäfte über die Eurex Clearing AG, die Clearingstelle von Eurex. Die entsprechenden Mindestkontraktanzahlen sind nachfolgend aufgeführt:

## Eurex OTC Block Trade-Funktionalität

Kontrakt	OTC Block Trade-Mindestgröße (Kontrakte)
Futures auf den iTraxx® Europe Index	2.500
Futures auf den iTraxx® HiVol Index	1.500
Futures auf den iTraxx® Crossover Index	1.000
Euro-Schatz-Futures	4.000
Euro-Bobl-Futures	3.000
Euro-Bund-Futures	2.000
Euro-Buxl®-Futures	500

## Fazit

Durch die Nutzung von Derivaten in Portfolio Overlay-Strategien lässt sich die Effizienz im Fondsmanagement steigern, da Fondsverwalter so schnell von einer Anlagekategorie in eine andere umschichten können, ohne das Basisportfolio verändern zu müssen. Mit den iTraxx®-Credit Futures hat Eurex die für solche Strategien nutzbare Produktpalette um eine weitere Anlagekategorie erweitert. Mit iTraxx®-Credit Futures stehen Fondsmanagern Produkte mit hoher Hebelwirkung (bei einer Margin-Anforderung von 0,29 Prozent des Kontraktwerts für Futures auf den iTraxx® Europe Index, 0,55 Prozent beim iTraxx® HiVol-Future sowie 2,0 Prozent beim iTraxx® Crossover-Future) zur Verfügung, mit denen sie „Kredit-Beta“ zu äußerst günstigen Kosten (Börsengebühren von EUR 0,40 pro EUR 100.000 Kontraktwert) aufbauen können.<sup>6,7</sup>

Weitere Artikel und akademische Studien zu ausgewählten akademischen Themen finden Sie unter [www.eurexchange.com](http://www.eurexchange.com) > **Dokumente** > **Publikationen** > **Auswahl nach Art** > **Akademische Studie**.

<sup>6</sup> B. Baldwin: „Successful portable alpha investing with exchange traded derivatives“, Pensions Week, Dezember 2005.

<sup>7</sup> Eurex: „Complete Your Picture in Fixed Income Fund Management“



© Eurex, September 2007

**Herausgeber**  
Eurex Frankfurt AG  
Neue Börsenstraße 1  
60487 Frankfurt / Main  
Deutschland

Eurex Zürich AG  
Selnaustrasse 30  
8021 Zürich  
Schweiz

[www.eurexchange.com](http://www.eurexchange.com)  
**ARBN-Nummer**  
Eurex Frankfurt AG ARBN 100 999 764

iTraxx® ist eine eingetragene Handelsmarke der International Index Company Limited (IIC) und zur Verwendung durch Eurex lizenziert worden. Weder Eurex noch iTraxx® Europe 5-year Index Futures, iTraxx® Europe HiVol 5-year Index Futures sowie iTraxx® Europe Crossover 5-year Index Futures werden von IIC gesponsert, empfohlen oder vermarktet.

Die alleinige Verantwortung für die Entwicklung der Eurex iTraxx® Credit Futures-Kontrakte sowie für den Handel und die Marktüberwachung liegt bei Eurex. Die Verwendung der Produkte wird von der ISDA® weder gesponsert noch empfohlen. ISDA® ist eine eingetragene Handelsmarke der International Swaps and Derivatives Association, Inc.