

---

# LDI Survey

## 3. Quartal 2022

LDI | November 2022

---

**Rosa Fenwick**  
Director, LDI Portfolio Manager

### Zusammenfassung

In der vierteljährlichen Studie Columbia Threadneedle Investments LDI Survey befragen wir die Handelsabteilungen von Investmentbanken zu Ihren vierteljährlichen Absicherungstransaktionen. Das Vereinigte Königreich war ein Paradebeispiel für politische Risiken, wobei die 30-jährigen Realrenditen vom Tiefpunkt bis zum Höchststand um etwa 2,30% stiegen, sodass negative Realrenditen (vorerst) der Vergangenheit angehören. Die Inflationsabsicherungstransaktionen nahmen um 35% gegenüber dem Vorquartal zu, und die Zinsabsicherungstransaktionen schossen um 70% gegenüber dem Vorquartal in die Höhe (dies umfasst Transaktionen in beide Richtungen).

Aus globaler Perspektive setzten sich die im zweiten Quartal beobachteten Entwicklungen im dritten Quartal fort: Der geopolitische Konflikt mit Russland verschärfte sich weiter, die Energie- und Lebenshaltungskosten stiegen ungebremst und die Zentralbanken hielten an ihrem geldpolitischen Straffungskurs zur Bekämpfung der anhaltenden Inflation fest. Das Vereinigte Königreich erlebte einen ruhigen Sommer, was möglicherweise auch auf den Stillstand auf der politischen Führungsebene zurückzuführen war, während Rishi Sunak und Liz Truss in einem innerparteilichen Wahlkampf mit teilweise übertriebenen Versprechungen um die Stimmen des kleinen Kreises von Mitgliedern der Konservativen Partei warben, die darüber entscheiden sollten, wer künftig die Regierung führt. Die Bank of England (BoE) erhöhte unterdessen weiter die Zinsen, da die Inflation im September auf über 12,6% stieg – gleichzeitig kündigte sie auch den baldigen Beginn ihres geldpolitischen Straffungsprogramms an.

Kurz nachdem Liz Truss den Gipfel der Macht erreicht hatte, wurden ihre Pläne auf Eis gelegt, während die Welt das Ende des zweiten elisabethanischen Zeitalters betrauerte. Fast direkt im Anschluss, und offenbar ohne dass Zeit für eine Einbeziehung wichtiger Behörden wie dem Office of Budget Responsibility blieb, legten Liz Truss und Kwasi Kwarteng ihren Wachstumsplan vor.

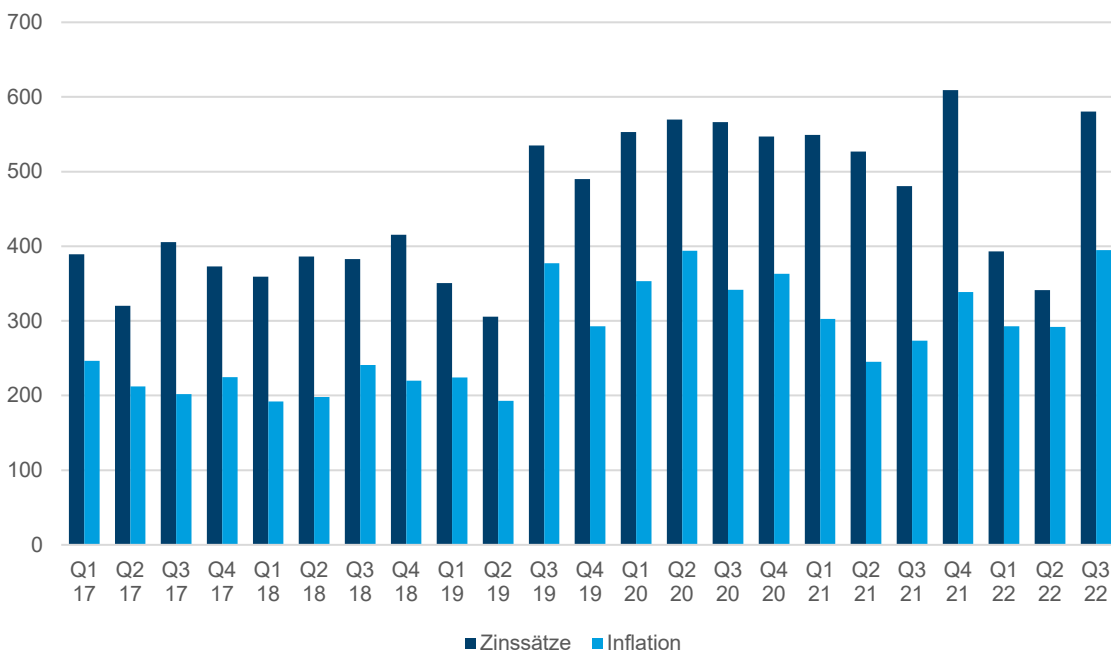
Auch wenn Maßnahmen zur Ankurbelung des Wachstums zweifellos etwas für sich haben, ist es nicht überraschend, dass die Märkte angesichts der angekündigten ungedeckten Steuersenkungen und Ausgabenerhöhungen in Panik gerieten. Was liquide Mittel angeht, war dieses Jahr allgemein schwierig, denn die Volatilität hat insbesondere bei den kurzfristigen Zinsen und der Inflation zugenommen, sodass Risikobudgets, die auf dem Value-at-Risk-Ansatz (VaR) basieren, verringert wurden. Dies spricht für eine weiter steigende Volatilität. Der „Wachstumsplan“ wurde am 23. September bekannt gegeben, woraufhin die Renditen in einem noch nie dagewesenen Tempo stiegen und am 28. September um 11 Uhr ihren Höhepunkt erreichten, als die BoE eingriff, indem sie ein befristetes Anleihekaufprogramm ankündigte, um die Märkte zu beruhigen.

Der starke Anstieg der Renditen war die Folge eines Teufelskreises, der mit dem Einsatz von Fremdkapital verbunden ist. Ein Anstieg der Renditen führt zu einer Verringerung der Verbindlichkeitskosten eines Pensionsfonds; durch den Einsatz von Absicherungsinstrumenten bewegt sich das Portfolio im Einklang mit den Verbindlichkeiten, d. h. es sinkt im Wert, wenn die Renditen steigen. Normalerweise führt dies dazu, dass zusätzliche Sicherheiten gefordert werden, um den Wert des Absicherungsportfolios zu erhöhen. Genau dies geschah im Zuge der hohen Marktvolatilität. Sofern es jedoch nicht möglich war, unter dem hohen Zeitdruck rechtzeitig Vermögenswerte zur Aufstockung des Absicherungsportfolios bereitzustellen, bestand der nächste Schritt in der Reduktion der Absicherungsposition – dies verschärfte die Verwerfungen an den Märkten. Die Regierung nahm zügig ein Versprechen nach dem anderen zurück, doch ihre Glaubwürdigkeit war dahin, und die einzige Lösung war ein weiterer Wechsel an der Spitze sowie ein Umschwenken auf eine deutlich sparsamere Haushaltspolitik.

Die Transaktionen zur Absicherung von Zinsverbindlichkeiten nahmen um 70% gegenüber dem Vorquartal auf insgesamt 44,3 Mrd. GBP zu. Die Inflationsabsicherungen stiegen ebenfalls um 35% auf 39,7 Mrd. GBP und erreichten einen neuen Höchststand. Hierbei handelt es sich in erster Linie um reine Absicherungsgeschäfte in beide Richtungen, von denen ein Großteil am Ende des Quartals erfolgte. Die Umschichtungsaktivitäten waren ebenfalls bedeutend, da sich der Markt auf die angekündigte quantitative Straffung vorbereitete.

Die folgende Abbildung zeigt die Absicherungstransaktionen anhand eines risikobasierten Index. Dabei ist zu beachten, dass die Transaktionen Umschichtungen zwischen Absicherungsinstrumenten umfassen. Da der Index auf der Grundlage der Änderungsrate des von jeder Gegenpartei pro Quartal gehandelten Risikos erstellt wird, können zusätzliche Gegenparteien in die Analyse aufgenommen werden.

**Abbildung 1: Index zur Absicherung von Pensionsverpflichtungen im Vereinigten Königreich (in GBP je Änderung der Prognosen zu den Zinsen oder der Inflation der Einzelhandelspreise (RPI) um 0,01%, d. h. auf Risikobasis).**



Quelle: Columbia Threadneedle Investments, Stand: 30. September 2022

Der vom Pension Protection Fund ermittelte Deckungsgrad-Index verbesserte sich weiter im Vergleich zum Vorquartal (134,8% Ende September ggü. 120,1% Ende Juni), was auf die steigenden Realrenditen zurückzuführen war. Die Pensionsfonds dürften ihre Allokation in Wachstumswerte deutlich reduziert haben, sodass Investitionen in Buy-outs noch stärker in den Fokus rücken. Hierfür sprechen auch die attraktiveren Spreads hochwertiger Unternehmensanleihen, die die Buy-out-Preise beeinflussen.

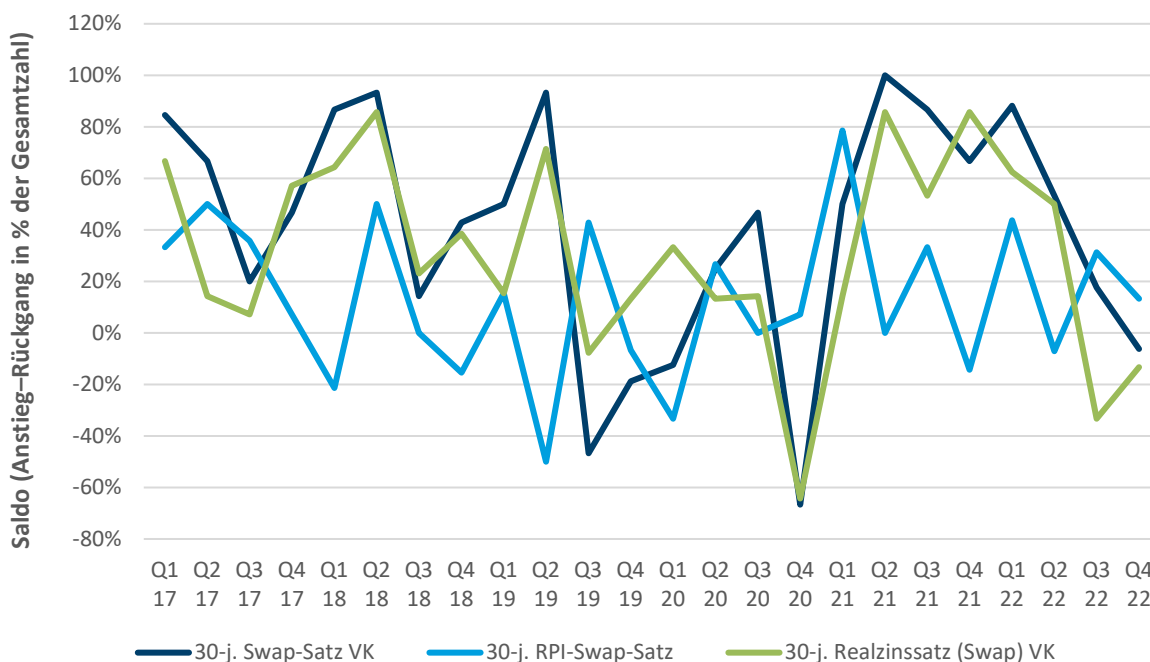
### Marktausblick

Im Rahmen der Columbia Threadneedle Investments LDI Survey werden zudem die Derivatehandelsabteilungen der Investmentbanken zu ihren Erwartungen über die zukünftige Entwicklung der wichtigsten Sätze für die Absicherung von Pensionsverpflichtungen befragt. Das Ziel besteht darin, Informationen von Experten zu erhalten, die nah am Marktgeschehen sind, um den Treuhändern bei ihren Entscheidungen zu helfen.

Die Ergebnisse sind unten als Prozentsatz der Antworten derjenigen, die einen Anstieg vorhersagen, abzüglich derjenigen, die einen Rückgang erwarten, dargestellt. Je größer der Wert ist, desto mehr Befragte rechnen mit einem Anstieg.

Je tiefer der Wert im negativen Bereich liegt, desto mehr Befragte rechnen mit einem Rückgang.

**Abbildung 2: Veränderung der Swap-Sätze im nächsten Quartal.**



Quelle: Columbia Threadneedle Investments. Stand: 30. September 2022

Q1 17	Q1 17
Q3 17	Q3 17
100%	100%
-20%	-20%

Unsere Gegenparteien hatten einen Anstieg der Inflationskosten und Zinssätze korrekt prognostiziert (wenn auch mit geringer Überzeugung). Sie waren jedoch davon ausgegangen, dass die Inflation stärker steigen würde als die Zinssätze, was einen Rückgang der Realzinsen zur Folge hätte. Regelmäßige Leser wissen, dass Ende Juni das vom Markt vorweggenommene Zinsniveau am Ende des Zinserhöhungszyklus im Vereinigten Königreich bei 3,25% lag. Viele hielten dies jedoch für übertrieben und die Schätzungen pendelten sich bei 2,5% ein. Heute befinden wir uns in einem neuen Paradigma, wobei der Markt nun einen Höchststand von etwa 4,70% vorwegnimmt; allerdings sind viele der Ansicht, dass auch dieser Wert noch zu hoch ist, was durch Äußerungen der BoE unterstützt wird, die ebenfalls in diese Richtung gehen.

Es ist nicht überraschend, dass für das letzte Quartal 2022 wenig Einigkeit über die künftige Zinsentwicklung besteht. Insgesamt besteht eine Tendenz zu niedrigeren langfristigen Zinsen, niedrigeren Realzinsen und einer etwas höheren Inflation. Diejenigen, die von höheren Zinsen ausgehen, verweisen auf die quantitative Straffung, den neuen Refinanzierungsplan des DMO und die Platzierung von indexgebundenen Gilts im November. Demgegenüber stehen das Schreckgespenst eines Abbaus von Risiken am Jahresende und die erwartete Straffung der Fiskalpolitik mittels Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen, die am 17. November bei der Präsentation des Haushalts bekannt gegeben werden. Falls die Einschnitte signifikant ausfallen, könnte sich dies auf die kurzfristig erforderlichen zusätzlichen Anleiheemissionen auswirken, wobei dies den weiteren Emissionsbedarf kaum beeinflussen dürfte, zumal weiterhin Hilfen für Gas- und Stromkunden im Vereinigten Königreich vorgesehen sind. Die BoE hat ihre quantitative Straffung stärker auf Anleihen mit kürzerer Laufzeit ausgerichtet, was das knappe Angebot an diesen dringend benötigten Papieren erhöhen und die Auswirkungen auf die Renditen langlaufender Anleihen verringern wird. In Kürze ist jedoch mit einer Ankündigung über die Rückführung des Notfall-Anleihekaufprogramms zu rechnen, das von Ende September bis Mitte Oktober lief – wahrscheinlich würde sich die BoE gerne von diesen Anleihen trennen. Dafür benötigt sie jedoch ein ruhiges Marktumfeld, denn sie ist sich des Risikos von Verkäufen bewusst, wenn die Marktbedingungen schwierig bleiben und die Volatilität hoch ist.



© 2022 Columbia Threadneedle Investments

**Für professionelle Anleger.** Für Vermarktungszwecke bestimmt. Ihr Kapital unterliegt einem Risiko. Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe. Nicht alle Dienstleistungen, Produkte und Strategien werden von jedem Unternehmen der Gruppe angeboten. Auszeichnungen oder Ratings beziehen sich möglicherweise nicht auf alle Unternehmen der Gruppe.

Diese Veröffentlichung ist nicht als Angebot, Aufforderung, Beratung oder Anlageempfehlung zu betrachten. Diese Mitteilung entspricht dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und kann ohne Ankündigung geändert werden. Aus externen Quellen bezogene Informationen werden als zuverlässig angesehen, aber es gibt keine Garantie für ihre Genauigkeit oder Vollständigkeit. Die aktuellen Anlagebestimmungen sind im Verkaufsprospekt oder im formellen Anlageverwaltungsvertrag festgelegt und aufgeführt.

Im Vereinigten Königreich: Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited, Nr. 573204, und/oder Columbia Threadneedle Management Limited, Nr. 517895, jeweils eingetragen in England und Wales und von der Financial Conduct Authority im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert.

Im EWR: Herausgegeben von Threadneedle Management Luxembourg S.A., eingetragen im Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) unter der Nr. B 110242 und/oder Columbia Threadneedle Netherlands B.V., reguliert von der Autoriteit Financiële Markten (AFM), eingetragen unter der Nr. 08068841.

In der Schweiz: Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services AG, einem nichtregulierten Schweizer Unternehmen, oder Columbia Threadneedle Management (Swiss) GmbH in ihrer Eigenschaft als ständige Vertretung von Columbia Threadneedle Management Limited, zugelassen und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA).

Im Nahen Osten: Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited verteilt, die von der Dubai Financial Services Authority (DFSA) reguliert wird. Für Vertriebsstellen: Dieses Dokument dient dazu, Vertriebsstellen Informationen über die Produkte und Dienstleistungen der Gruppe bereitzustellen, und ist nicht zur Weitergabe bestimmt. Für institutionelle Kunden: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Finanzberatung dar und sind ausschließlich für Personen mit entsprechenden Anlagekenntnissen bestimmt, welche die aufsichtsrechtlichen Kriterien für professionelle Anleger oder Marktkontrahenten erfüllen, und dürfen von keiner anderen Person als Entscheidungsgrundlage verwendet werden.