

**LEITER**bAV

# TACTICAL ADVANTAGE

---

Das Magazin für die imperativen  
Fragen des zeitgenössischen deutschen  
Pensionswesens

---

Volume 9  
05/2022

---

EURO 50,00

## PENSIONS &amp; ASSETS:

# DIE INFLATION IST ZURÜCK. EIN GAME CHANGER FÜR DIE ZINSSTRATEGIE?

Die Zinswende wurde in den letzten zehn Jahren schon oft heraufbeschworen. Nun ist die Inflation so hoch wie seit fast einem halben Jahrhundert nicht mehr, die Fed im Zinserhöhungsmodus und ein (potentielles) Ende von QE in Europa in Sicht: Die Zeichen für höhere Zinsen stehen nicht schlecht. Damit ist es Zeit, die Zinsstrategie unter die Lupe zu nehmen. Wie der LDI-Anleger sich aufstellen kann, um den Zinsausblick konsequent umzusetzen, erläutert RENÉ PENZLER.

46 – 47

Advertorial mit freundlicher Unterstützung von:



## ZINSEN IM SPANNUNGSFELD VON INFLATION UND KONJUNKTURELLEN RISIKEN

Aufgrund des starken Anstiegs der Energiepreise dürften die Inflationsraten ausgehend vom aktuellen Niveau weiter steigen. Wie stark dieser Effekt sein wird und wie lange er andauern wird, ist zum jetzigen Zeitpunkt noch unklar, da er von der Unterbrechung der Energielieferungen ebenso abhängt wie von der Versorgungssicherheit von anderen Rohstoffen aus Russland und der Ukraine. Dazu kommen auch noch Zweit- und Drittrundeneffekte in anderen Teilen der Welt.

Der Putin-Schock dürfte sich als der dritte große Rückschlag für die Globalisierung und die globalen Lieferketten in den letzten Jahren erweisen – nach dem Handelskrieg zwischen den USA und China sowie den Unterbrechungen der Lieferketten im Zusammenhang mit Covid. All diese Erfahrungen werden Unternehmen weiterhin dazu veranlassen, ihre Aktivitäten in Richtung auf mehr Widerstandsfähigkeit, mehr lokale Produktion, höhere Lagerbestände und damit auf ein wahrscheinlich geringeres gesamtwirtschaftliches, potenzielles Wachstum in den kommenden Jahren neu zu organisieren.

Unmittelbarer werden Lieferunterbrechungen, selbst wenn sie nur vorübergehend sind, zu einem Wachstumseinbruch führen, der unserer Meinung nach in Europa am ausgeprägtesten und in den USA und anderen Regionen moderat sein wird. Eine Rezession in Europa dürfte jedoch aufgrund massiver Fiskalprogramme, Militärausgaben und Investitionen des Privatsektors in die Energieinfrastruktur sowie in die Cybersicherheit vermieden werden können.

Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) scheint ihren Kurs beizubehalten, die höheren Inflationserwartungen durch steigende Zinsen zu bekämpfen. Angesichts des deutlich

breiteren Inflationsdrucks erwarten wir in diesem Jahr mehrere Anhebungen des Leitzinses. Pläne für Quantitative Tightening, also das Rückfahren der Bilanzsumme nach den Anleihekäufen der Fed der letzten Jahre, könnten jedoch gestreckt, verschoben oder ganz abgesagt werden, wenn sich die Finanzlage verschlechtert oder andere Anzeichen von Stress im System auftreten.

Noch mehr als die Fed wird die Europäische Zentralbank (EZB) in einem datenabhängigen Modus verharren. Angesichts zahlreicher wirtschaftlicher Abwärtsrisiken dürfte ihre unmittelbare Priorität eher auf der Bekämpfung von Rezessions- und Finanzstabilitätsrisiken als auf dem Inflationsdruck liegen, zumal letzterer noch nicht so breit angelegt ist wie in den USA. Zu bedenken ist auch, dass es innerhalb der Eurozone große Unterschiede hinsichtlich des Ausmaßes der Abhängigkeit von russischen Gasimporten, der Schnelligkeit, mit der sich höhere Energiepreise auf die Verbraucherpreise auswirken, und kompensatorischer Binneneffekte gibt. In jedem Fall erwarten wir eine vorsichtige Geldpolitik, bis weitere Daten verfügbar sind, mit der Möglichkeit, dass sich die Beendigung der Netto-Wertpapierkäufe der EZB verzögern könnte. Mehr Flexibilität bei der Verwendung von Re-Investitionen fälliger Anleihen, die im Rahmen des Pandemie-Notfallkaufprogramms (PEPP) und des vorangegangenen Wertpapierkaufprogramms (APP) gekauft wurden, könnte bei Bedarf ebenfalls möglich sein. Innerhalb unseres 12-monatigen Prognosehorizonts erwarten wir nun nur noch eine Zinserhöhung, was eine viel zaghaftere Kehrtwende in der Geldpolitik bedeuten würde, als wir es noch vor einigen Wochen erwartet hätten.

Kurzfristig dürften die Renditen von Staatsanleihen weiterhin im Spannungsfeld zwischen konjunkturellen Risiken, steigendem



Der Autor **RENÉ PENZLER** ist Managing Director und Head of Solutions der Multi Asset Group der DWS.

## KONTAKT

**René Penzler, CFA**  
Head of Solutions | Head of Investment Strategy | Multi Asset & Solutions

**DWS Investment GmbH**  
Mainzer Landstraße 11-17  
60329 Frankfurt am Main

**TEL**  
+49 69 / 910 - 184 93

**MOBIL**  
+49 172 / 371 58 60

**MAIL**  
rene.penzler@dws.com

**WEB**  
www.dws.com

5 | 2022

Inflationsdruck, einer insgesamt weiterhin expansiven Geldpolitik und massiv steigenden Staatsverschuldung stehen. Auf Sicht von 12 Monaten rechnen wir jedoch weiterhin mit einem Anstieg der Nominalrenditen.

### WIE KANN SICH DER LDI-ANLEGER MIT DIESEM AUSBLICK POSITIONIEREN?

Der Absicherungsgrad des nominellen Zinsrisikos ist eine zentrale Kennzahl im Risikomanagement. Je niedriger der Absicherungsgrad, desto stärker profitiert der Anleger von einem steigenden Zinsniveau. Hier ist die verbindlichkeitsorientierte Sichtweise immer etwas kontraintuitiv. Steigende Zinsen führen natürlich zu einer negativen Marktwertentwicklung bei den Renten. Der Barwert der Verbindlichkeiten fällt bei längerer Duration aber stärker, was zu einer Erhöhung des Ausfinanzierungsgrades führt. Eine transparente Kommunikation mit aussagekräftigen Analysen und verständlichem Reporting an alle Stakeholder ist im LDI-Bereich wichtig, damit eine negative Wertentwicklung der Liability Matching Assets im Gesamtkontext richtig interpretiert wird. Trotzdem freut sich niemand über negative Returns der Renten. Wo ist also der »richtige« Absicherungsgrad?

Unabhängig vom Ausblick und der erwarteten Veränderung der Zinsen sollte zunächst in einem strukturierten Risikomanagementprozess ein strategischer Absicherungsgrad (Basis-Hedge) gewählt werden, der die Risikotragfähigkeit des Trägers reflektiert. Im Kern werden in dem Prozess verschiedene Szenarien durchgespielt und berechnet, wie sich die Anlagen und Verbindlichkeiten im Wert ändern. Auf dieser Basis kann eine informierte Entscheidung getroffen werden, welcher Absicherungsgrad die Risikotragfähigkeit angemessen reflektiert.

### UMSETZUNG VIA SWAP OVERLAY ALS BASIS-HEDGE

Zur Umsetzung des strategischen Absicherungsgrades bietet sich ein derivatives Zins-Overlay an. Das Overlay-Format bietet verschiedene Vorteile. Zum einen kann die Zins-Duration unabhängig von der zugrundeliegenden Asset-Allokation eingestellt werden. Auch Veränderungen im Absicherungsgrad können flexibel und effizient umgesetzt werden, ohne größere Transaktionen oder Umschichtungen im Portfolio vorzunehmen. Einmal festgelegt, baut das Overlay in den

notwendigen Laufzeiten so viel Duration wie nötig auf, um den strategischen Absicherungsgrad zu erreichen. Die Liquidität und Flexibilität bei den Laufzeiten der Derivate ermöglichen eine passgenaue Umsetzung.

### Ergänzung durch Optionsstrategien:

Der Basis-Hedge kann erweitert werden, um das Portfolio für eine gewisse Erwartung an die Zinsentwicklung aufzustellen. Hierzu bieten Optionen auf Swaps, also Swaptions, einige interessante Eigenschaften, die die Zinsstrategie sinnvoll ergänzen können.

## »Einmal festgelegt, baut das Overlay in den notwendigen Laufzeiten so viel Duration wie nötig auf, um den strategischen Absicherungsgrad zu erreichen.«

### Trigger Level Strategie:

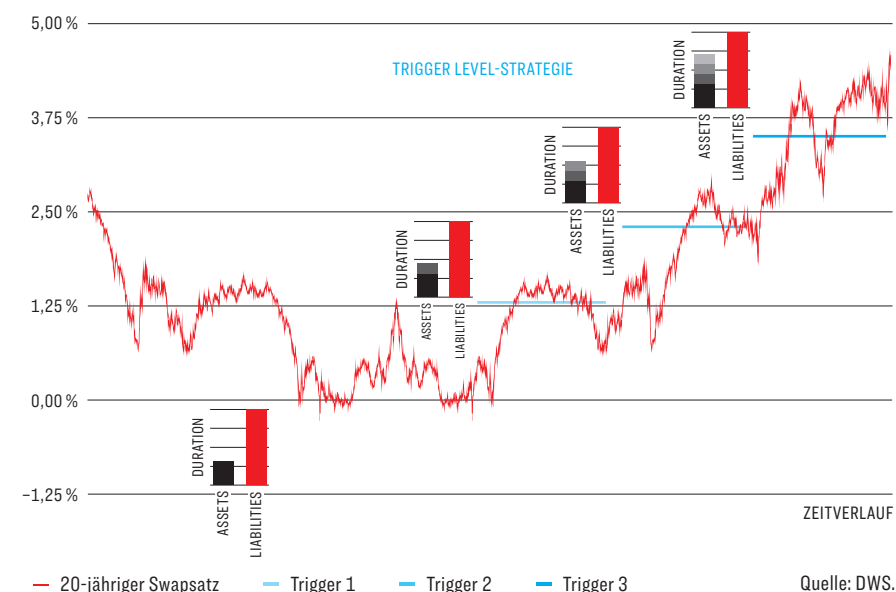
Die Trigger Level-Strategie ist eine Umsetzung der Durationssteuerung, die gleichzeitig Mehreinnahmen durch Optionsprämien generiert. Das Vorgehen ist wie folgt:

Zu definieren ist, bei welchem Zinsniveau der Absicherungsgrad weiter angehoben werden soll. Zum einen orientiert sich das Level an der zugrundeliegenden Zinserwartung. Zum anderen bieten Szenarioanalysen eine gute Möglichkeit, die Level zu definieren. Die Analyse beantwortet die Frage: Wenn Zinsen um ein gewisses Maß gestiegen sind, inwieweit hat sich der Ausfinanzierungsgrad verbessert? Neben dem Zinsniveau muss natürlich auch die Entwicklung der anderen Anlageklassen simuliert werden.

Für die Umsetzung der Strategie werden Payer Swaptions verkauft. Für den Verkauf der Option erhält man Zusatzerträge durch die vereinnahmte Optionsprämie. Die genaue Funktionsweise lässt sich am besten an einem vereinfachten Beispiel veranschaulichen:

Der Anleger erwartet einen Anstieg um 1 Prozentpunkt. Der Strike wird daher 100 Basispunkte über dem aktuellen Niveau gewählt. Im LDI-Kontext wird das Zinsanstiegsszenario zusammen mit dem Absicherungsniveau genutzt, um die Verbesserung

### DURATIONSVERLÄNGERUNG IN EINEM ZINSANSTIEGSSZENARIO IM LDI-KONTEXT.



des Ausfinanzierungsgrades zu berechnen. Tritt der Zinsanstieg wie erwartet ein, wird die Option vom Käufer ausgeübt, und man bekommt automatisch einen Receiver Swap eingebucht, der die Duration des Portfolios verlängert. Der Umfang der Durationsverlängerung hängt von der Laufzeit des Swaps und des Nominals ab. Bleibt das Zinsniveau unterhalb des Strikes, verfällt die Option, und es bleibt bei dem Basis-Hedge.

Durch die Optionsstrategie lässt sich also die Portfoliosteuerung gemäß der Zinserwartung und Risikotragfähigkeit konsequent umsetzen. Steigen die Zinsen auf das erwartete Niveau, wird die Verbesserung des Ausfinanzierungsgrades gesichert und die Duration verlängert. Wird das Niveau nicht erreicht, bleibt es bei dem niedrigeren Basis-Hedge. Die Prämie wird in beiden Fällen vereinnahmt.

### TOO GOOD TO BE TRUE?

Wo sind nun die Nachteile, wenn es scheinbar kein Szenario gibt, das sich negativ auswirkt? Bei der Strategie legt man sich fest. Sollte das Zinsniveau deutlich über den Strike steigen, wäre es sicher besser gewesen, die Duration nicht zu verlängern. Das spiegelt sich auch in dem Marktwert des eingebuchten Swaps wider. Wenn zum Ende der Optionslaufzeit

die Zinsen deutlich höher sind als der Strike, hat der Swap gleich einen negativen Marktwert. Dessen muss man sich bewusst sein. Jedoch Reue – sie ist ein schlechter Ratgeber. Wenn das Zinsszenario tatsächlich eingetreten ist und der Ausfinanzierungsgrad entsprechend gestiegen ist, dann hat man schon mal vieles richtig gemacht.

Apropos richtig gemacht. Bei der Umsetzung der Trigger Level-Strategie gibt es einige Einflussfaktoren, die beachtet werden müssen. Welche Laufzeiten wählt man, welchen Strike? Ist die implizite Volatilität und damit die Höhe der Prämie aktuell eher attraktiv oder nicht? Wie verteilt man die Optionen richtig, damit man auch über verschiedene Strikes und Laufzeiten diversifiziert ist? Mehrwert liefert der erfahrene Overlay Manager im Rahmen klar definierter Richtlinien, die die Governance widerspiegeln.

Zinsen im Spannungsfeld von Inflation und konjunkturellen Risiken! Ein berühmter Kölner Analyst bewertete eine solch ambivalente Lage einst besonders salomonisch: »Es überwiegt eigentlich beides.«<sup>1</sup> Derartige Unsicherheit kann man nur mit einem strukturierten Prozess, durchdachtem Risikomanagement und einer smarten Zinsstrategie entgegenwirken. *TacAd*

### WICHTIGE HINWEISE

DWS ist der Markenname, unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS International GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die Berechnung der Wertentwicklung erfolgt nach der BVI (Bundesverband Investment und Asset Management) Methode, d. h. ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlages. Individuelle Kosten wie beispielsweise Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in der Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form sind nicht gestattet. Das Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS International GmbH 2019. Stand: Juli 2021

<sup>1</sup> Der deutsche Fußball-Nationalspieler Lukas Podolski nach dem WM-Qualifikationsspiel gegen Finnland am 14. Oktober 2009 in Hamburg auf die Frage eines Reporters: »Sind Sie enttäuscht über das 1:1 oder freuen Sie sich, dass Sie ein Tor gemacht haben?«

# TACTICAL ADVANTAGE

Volume 9 | Mai 2022

## LEITERbAV

Herausgeber, Chefredakteur und v.i.S.d.P. und gem.  
§ 18 Abs. 2 MStV sowie verantwortlich für den Vertrieb:  
Pascal Bazzazi  
Prenzlauer Allee 216, D-10405 Berlin

## KONTAKT

TEL +49 178 / 660 0130  
MAIL [Redaktion@LbAV.de](mailto:Redaktion@LbAV.de)  
WEB [www.LEITERbAV.de](http://www.LEITERbAV.de)

UST-ID DE 275337140  
FINANZAMT Berlin-Prenzlauer Berg

## GESTALTUNG UND SATZ

Hartmut Friedrich, Dresden  
MAIL [mail@hartmutfriedrich.com](mailto:mail@hartmutfriedrich.com)

## AUTORENPORTRÄTS

Jacopo Pfrang, Berlin

## DRUCKEREI

Buch- und Offsetdruckerei H. Heenemann GmbH & Co. KG  
Bessemerstraße 83-91, D-12103 Berlin

## PAPIER

INNENTEIL MagnoVolume, 150 g/m<sup>2</sup>, 1,1-faches Vol.  
UMSCHLAG MagnoVolume, 300 g/m<sup>2</sup>, 1,1-faches Vol.

## SCHRIFTEN

Ringside Compressed, Hoefler & Co. | GT Sectra Text,  
Grillitype | Handelson Two, Mika Melvas

## AUFLAGE

1.500 Exemplare

## SCHUTZGEBÜHR

Das Magazin kann – sofern noch verfügbar – gegen eine  
Schutzgebühr von 50,- € zzgl. Versandkosten bei dem  
Herausgeber nachbestellt werden.

## NUTZUNGSBEDINGUNGEN & DATENSCHUTZBESTIMMUNGEN

LEITERbAV und LEITERbAV *Tactical Advantage* sind Medien  
von Pascal Bazzazi (PB).

LEITERbAV wie auch dieses Werk richten sich an bAV-Ver-  
antwortliche in Industrie, Politik, Behörden und bei Verbänden  
sowie an bAV-Berater und bAV-Dienstleister und damit nur an  
institutionelle Marktteilnehmer. Die Inhalte und die Werbe-  
inhalte einschließlich der von Gastautoren gelieferten Inhalte  
sind weder in Deutschland noch außerhalb Deutschlands als  
Kauf- oder Verkaufsangebot irgendeiner Art oder als Werbung

für ein solches Angebot (bspw. von Fondsanteilen, Wert-  
papieren oder zur Inanspruchnahme von Finanzdienstleistun-  
gen) zu betrachten und stellen keinerlei Beratung dar, ins-  
besondere keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und  
keine Anlageberatung, oder ein Angebot hierzu. LEITERbAV  
(PB), Herausgeber und Redaktion sowie Gastautoren über-  
nehmen keinerlei Garantie, Gewährleistung oder Haftung für  
Korrektheit, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der  
Inhalte gleich welcher Art. Dasselbe gilt für die Verwendung  
dieses Artikels oder dessen Inhalt. Auch jegliche Haftung  
für etwaige Vermögensschäden oder sonstige Schäden, die aus  
der Nutzung dieser Inhalte, beispielsweise zu Anlageentschei-  
dungen (handeln oder nicht handeln), resultieren könnten, ist  
ausgeschlossen. Dasselbe gilt, wenn LEITERbAV (PB) oder  
Gastautoren in diesem Werk auf Werke oder Webseiten Dritter  
verweisen. Alle Meinungsäußerungen geben ausschließlich  
die Meinung des verfassenden Redakteurs, freien Mitarbeiters  
oder externen Autors wieder und sind subjektiver Natur.  
Es handelt sich dabei nur um aktuelle Einschätzungen, die sich  
ohne vorherige Ankündigung ändern können. Die Texte sind  
damit vor allem für jegliche Form des Vertriebs, der Beratung  
oder der Finanzdienstleistung nicht vorgesehen. Prognosen  
sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertent-  
wicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen,  
Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich  
als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.  
Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher  
Indikator für die künftige Wertentwicklung. Dieses Werk  
und seine gesamten Inhalte und Werbeinhalte und die in ihm  
enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten  
verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den  
jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der  
direkte oder indirekte Vertrieb dieses Werkes in den USA sowie  
dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen  
oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt. Es gilt  
ausschließlich deutsches Recht. Als Gerichtsstand wird  
Berlin vereinbart.

## COPYRIGHT

© 2022 Pascal Bazzazi – LEITERbAV – Die in diesem Werk  
veröffentlichten Inhalte und Werke unterliegen dem deutschen  
Urheberrecht. Keine Nutzung, Veränderung, Vervielfältigung  
oder Veröffentlichung (auch nicht auszugsweise, auch nicht in  
Pressespiegeln) außerhalb der Grenzen des Urheberrechts  
für eigene oder fremde Zwecke ohne vorherige schriftliche  
Genehmigung durch Pascal Bazzazi.

## ISSN

2628-7390

**LEITER**bAV