

Pensionskasse der
Credit Suisse Group (Schweiz)

Anlagekonzept

Credit

Version 1.1, März 2024



Datum	Version	Autoren	Reviewer	Kommentar
21.11.2023	0.8	Christian Fischer Bekim Hotnjani Oliver Fässler	Sarah Wetter	Review Version für PM TI/AI
24.11.2023	1.0	Christian Fischer Bekim Hotnjani Oliver Fässler	Concept Group	Review Version für Concept Group
26.03.2024	1.1	Christian Fischer	Concept Group	Umsetzung der Rückmeldungen aus der Concept Group

Inhaltsverzeichnis

Management Summary	5
1 Rahmenbedingungen	7
1.1 Regulation	7
1.2 Vorgaben aus ALM und SAA	7
1.3 Vorgaben aus der Nachhaltigkeitsstrategie	9
1.4 Aktuelle Portfoliosituation	10
2 Anlageuniversum «Credit»	11
2.1 Einleitung	11
2.2 Klassifikation	12
2.3 Zinskurven und Credit-Spreads	15
2.4 Risiko- und Rendite-Profil	24
2.5 Verhalten in Marktphasen	35
2.6 Charakteristiken	39
2.7 Implementationsvarianten	39
3 Abgrenzung «Credit»	41
4 Steuerung und Strategie	42
4.1 Taktische Allokation	42
4.2 Security-Selection	42
5 Listed Credit CHF	44
5.1 Beschreibung der Anlageklasse	44
5.2 Strategie	46
5.3 Risk Management Vorgaben	48
5.4 Reporting Vorgaben	48
6 Listed Credit Non-CHF IG	49
6.1 Beschreibung der Anlageklasse	49
6.2 Strategie	51
6.3 Risk Management Vorgaben	53
6.4 Reporting Vorgaben	53

7	Listed Credit Non-CHF HY	54
7.1	Beschreibung der Anlageklasse.....	54
7.2	Strategie.....	57
7.3	Risk Management Vorgaben	59
7.4	Reporting Vorgaben.....	59
8	Listed Credit EM	60
8.1	Beschreibung der Anlageklasse.....	60
8.2	Strategie.....	63
8.3	Risk Management Vorgaben	65
8.4	Reporting Vorgaben.....	65
	Anhang.....	66
	Abbildungsverzeichnis.....	66
	Tabellenverzeichnis	68

Management Summary

Anlagekategorie Credit	
Anlageuniversum	<p>Festverzinsliche Finanzinstrumente, deren Risikoprofil signifikant durch Zins- und Kreditrisiken geprägt sind.</p> <p>Emittenten sind typischerweise Unternehmen oder andere Institutionen, welche nicht von Staatsgarantien o.ä. profitieren und deren Wertschriften ein Kreditrisiko (Ausfallrisiko) aufweisen.</p> <p>Die Anlageklasse zeichnet sich insbesondere durch folgende Eigenschaften aus:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Neben einer hohen Zinssensitivität dominiert Kreditrisiko das Risikoprofil der Wertschrift • Sehr breit investierbares Universum mit einer Vielzahl unterschiedlicher Finanzinstrumente (bezüglich Issuer, Sektoren, Ratings, Laufzeiten, etc.). • Meist hohe und regelmässig gehandelte Volumen • Mittlere bis hohe Sensitivität mit dem Wirtschaftszyklus • Günstige und unkomplizierte Umsetzung <p>Folgende Instrumente sind zulässig:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Öffentlich aufgelegte Anleihen • Verbriefte Produkte • OTC- und börslich gehandelte Derivate (Futures, Options, IR-Swaps) auf Zinsen, Anleihen, Anleihenindizes und Kreditrisiken (CDS) <p>Folgende Kreditqualitäten sind zulässig:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Alle
Abgrenzung	<ul style="list-style-type: none"> • Forderungen von Emittenten die nicht Teil des Indexuniversums für Listed Credit CHF, Listed Credit Non-CHF IG, Listed Credit Non-CHF HY, und Listed Credit EM sind, werden ausgeschlossen. • Wandelanleihen mit Zwangswandlung oder «full write down» werden ausgeschlossen.

Steuerung und Strategie

- Die Strategie ist darauf ausgerichtet, die gemäss ALM-Prozess gewünschte Zinssensitivität zu erreichen und gleichzeitig (mit eingehen des Kreditrisikos) einen positiven Performance-Beitrag zu liefern.
- Die Steuerung der liquiden Subkategorien erfolgt im Rahmen der Investment Decision Organisation (IDO) und obliegt dabei der TAA Group.
- Die Strategie befürwortet aufgrund der erfolgsversprechenden Möglichkeiten der Kreditanalyse eine aktive Titelselektion, um eine Zusatzrendite zu erwirtschaften.
- Der geringeren Liquidität und den höheren Transaktionskosten (Geld/Brief-Spread) der Subkategorie «Listed Credit CHF» muss in der Taktik Rechnung getragen werden.

1 Rahmenbedingungen

1.1 Regulation

Die Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen-, und Invalidenvorsorge (BVV 2) gibt in Art. 53 vor, in welche Anlagekategorien Pensionskassen investieren dürfen. Die für Credit relevanten Passagen sind insbesondere Art 53. Absatz 1 Buchstabe b Ziffern 1-9, welche die Werkzeuge definieren, die als «Forderungen» klassifiziert sind und Art. 55, welche die Kategorienbegrenzungen zeigt. Für die Kategorie «Forderungen» bestehen gemäss Art. 53 keine Kategorienbeschränkungen. Für Schuldner (ausgenommen Spezialfälle gem. BVV2 Art. 54 Absatz 2 lit. c und d) gilt 10% des Gesamtvermögens als Obergrenze.

Mit diesen bewusst sehr offen gehaltenen Vorgaben ermöglicht der Regulator die natürliche Ausrichtung einer Pensionskasse, die Verbindlichkeiten mit risikoarmen¹, festverzinslichen Anlagen zu finanzieren. Er lässt aber riskantere Anlagen unter Berücksichtigung einer entsprechenden Diversifikation zu. Es werden keine konkreten Vorgaben zur Steuerung der Duration des Anlageportfolios gemacht.

1.2 Vorgaben aus ALM und SAA

Im Rahmen des Asset and Liability Management (ALM) entwickelt die PK eine möglichst optimale Strategische Anlageallokation. Dabei werden Anlagen und Verbindlichkeiten unternehmenszielbezogen aufeinander abgestimmt. In Bezug auf die Anlageklassen spielen deren Rendite-/Risikoeigenschaften eine zentrale Rolle. Risiko wird dabei immer gegenüber den Verbindlichkeiten betrachtet. Neben den klassischen Abhängigkeiten (Korrelationen) wird dabei auch das Liquiditätsprofil der Anlageklassen, also sowohl Handelskosten (Bid-Ask-Spread / Tiefe des Marktes) als auch Handelbarkeit, in die Analysen mit einbezogen.

Aus ALM-Sicht nimmt die Anlagekategorie Credit eine Doppelrolle in der Strategischen Asset Allocation (SAA) der PKCSG ein.

Einerseits, mit ihrem signifikanten Durationsbeitrag als «Risiko mindernd» und andererseits, durch das Eingehen des Ausfallrisikos, als «Rendite treibend». Daher ist Credit, insbesondere in Schweizerfranken denominierten Wertschriften, attraktiv, da einerseits ein Beitrag zur Angleichung der Duration des Anlagevermögens an die Verpflichtungen («Liability Matching») geleistet wird und andererseits ein zusätzlicher Beitrag zur benötigten Rendite in Form einer Risikoprämie erwirtschaftet werden kann, ohne für die Absicherung von Fremdwährungsrisiken bezahlen zu müssen.

¹ Definition «Risikoarme Anlagen» gem. BVV2 Art. 53a Abs. 1

Nicht CHF-Unternehmensanleihen in Währungen aus entwickelten Staaten, welche in CHF abgesichert (eng. hedged) werden, sind im ALM-Kontext mit vergleichbaren Risiken wie CHF-Unternehmensanleihen modelliert.

Da die Schweizer Anleihemärkte offen und stark mit den globalen Kapitalmärkten verbunden sind, könnte angenommen werden, dass das Kreditniveau ausländischer Schuldner mit vergleichbarer Bonität sowie die Zinskurven in anderen Währungen sich ähnlich zu den Schweizer Pendants verhalten. Dies scheint jedoch nicht immer der Fall zu sein, tatsächlich sind Unternehmensanleihen gleicher Schuldner in der Schweiz ihrer hohen Nachfrage wegen oft weniger attraktiv. Dieses Thema gilt es weiter zu untersuchen in einer nächsten Version dieses Dokuments. Die Absicherung der Fremdwährungen erfolgt aus Liquiditätsgründen in der Regel nicht laufzeitengerecht, sondern am kurzen Ende der Zinskurve, womit ein nicht zu unterschätzendes Basisrisiko zu den in Schweizer Franken lautenden Verpflichtungen entsteht.

Anleihen mit guter Bonität (eng. Investment Grade, «IG») geniessen, nebst der relativen Betrachtung zu den Verpflichtungen, auch aus reiner Anlagesicht, einen hohen Sicherheitscharakter. Die langfristig betrachtet mehrheitlich negative Korrelation zu Aktien oder anderen risikobehafteten Anlagen macht IG-Credit zu einem interessanten Diversifikator im Anlageportfolio. Im Kontext von ALM und der daraus entstehenden SAA kommt IG-Credit, in CHF oder gehedged in CHF, somit aus ALM-Sicht die Rolle eines Sicherheitsbausteins zu.

Anleihen mit tiefer Kreditqualität oder von Emittenten aus Schwellenländern, bieten ein höheres Renditepotenzial, aber haben eine höhere Korrelation zu Risikoanlagen und tragen entsprechend deutlich mehr zum Gesamtrisiko bei.

Private Credit ist aus ALM resp. Durations Sicht wenig attraktiv, da die Anlageklasse mit ihren variablen Zinssätzen eine sehr geringe Duration aufweist und somit nicht dabei hilft die Laufzeitlücke (engl. duration gap) zu verkleinern. Somit fällt der risikominimierende Effekt weg und müsste über Derivate zusätzlich wiederhergestellt werden. Private Credit gilt aus ALM-Sicht als «Higher Risk Illiquid Asset» und unterliegt damit zusätzlichen Einschränkungen. Darüberhinaus ist Private Credit illiquide, d.h. es muss für die Anlage in Private Credit «Illiquiditätsbudget» aufgegeben werden.

SAA-Vorgaben

Das Ziel von ALM ist es mittels umfassender Szenarioanalyse und Modellierung eine langfristige, neutrale Position zu definieren, welche gegeben den Annahmen bezüglich Ertrag und Risiko (Volatilität) optimal erscheint. Darüber hinaus werden Bandbreiten in der SAA definiert, welche das Minimum bzw. das Maximum an Risiko gegenüber den Verpflichtungen sowie der notwendigen langfristige Rendite berücksichtigen. Die nachfolgende Tabelle zeigt die in der aktuellen SAA definierten Steuerungsgrössen.

SAA View	Subkategorie	Bandwidth [Min-Max/Neutral]	Benchmark	Ticker
Listed Credit CHF	Listed Credit CHF	2% - 10% / 4%	SBI A-BBB TR (CHF)	SBR34T Index
Listed Credit Non-CHF	Listed Credit Non-CHF IG	0% - 18% / 10%	Bloomberg Global Aggregate Corporate ex-CHF TR (Hdg, CHF)	H22052CH Index
	Listed Credit Non-CHF HY	- ²	Bloomberg Global High Yield (Hdg, CHF)	H00039CH Index
	Listed Credit EM	- ²	J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified TR (Hdg, CHF)	JBCDHFCP Index
Private Credit	Private Credit	0% - 0% / 0% ³	Credit Suisse Leveraged Loan Total Return (Hedged, CHF)	CSLLLHCT Index
Active Credit	Credit Opportunistic	- ²	Bloomberg Global Aggregate Corporate ex-CHF TR (Hedged, CHF)	H22052CH Index
	Credit Risk Mitigation	- ²	FTSE 1-M CHF Eurodeposit (CHF)	SBWMSF1L Index

Tabelle 1 SAA Vorgaben Credit, Quelle: ÜSAA2-2023-DRT

Nebst den Bandbreiten auf Stufe Subkategorien, kommen weitere Limiten dazu:

- Listed Credit Non-CH HY max. 2%
- Listed Credit Non-CH HY + Listed Credit EM max. 4%
- Alle Opportunistic Subkategorien + Risk Mitigation max. 20%

1.3 Vorgaben aus der Nachhaltigkeitsstrategie

Aus der Nachhaltigkeitsstrategie ergeben sich Ausschlüsse («Investitionsverbote») gewisser Firmen und Staaten.

Die Pensionskasse definiert diese Ausschlüsse üblicherweise nicht selbst, sondern übernimmt die Regelwerke von Beratern und Branchenverbänden.

Die Pensionskasse folgt aktuell den Empfehlungen zweier Organisationen:

1. SVK-ASRI - Der Schweizer Verein für verantwortungsbewusste Kapitalanlagen (Übernahme der Ausschlussempfehlungen in den Bereichen Personenminen, Streumunition, Nuklearwaffen und Staaten)
2. EOS Federated Hermes – international führende Beratung im Bereich Nachhaltiger Anlagen und Engagement (verhaltensbasierte Ausschlüsse von Unternehmen, die insbesondere gegen die Prinzipien des UN Global Compact verstossen und mit denen aufgrund ihres Geschäftsmodells kein Engagement betrieben wird oder bei denen das Engagement komplett abgebrochen wurde)

Die aktuelle Ausschlussliste ist stets auf der Website der Pensionskasse ⁴ publiziert.

² Die Subkategorie weist kein neutrales Gewicht auf und hat keine eigene Bandbreiten, in die Subkategorie darf im Rahmen der Limiten ihrer Oberkategorie investiert werden, unter Berücksichtigung der Vorgaben der Umsetzungsrisikobudgets (Tracking Error).

³ In Private Credit wird aktuell nicht alloziert, die historische Allokation befindet sich im run-off Prozess

⁴ <https://pensionskasse.credit-suisse.com/anlagen/nachhaltigkeit/exklusion/>

1.4 Aktuelle Portfoliosituation

Listed Credit CHF und Listed Credit Non-CHF machen in der aktuellen SAA 14% des Portfolios aus. Die Kapitalallokation ist aufgeteilt in mehrere Mandate, welche in Aggregation zu den Benchmarks der entsprechenden Subkategorien gemessen werden. Top-down ist somit ein hohes Alignment des Portfolios zur SAA zu erwarten. Dennoch können einzelne Mandate zur Subkategorie unterschiedliche Benchmarks aufweisen. In Core Mandaten wird mit einem Tracking Error (TE) von ca. 3% gerechnet.

Mandat	Manager	Grösse	Zweck	Risk Limit
Listed Credit CHF LOAM	Lombard Odier	4.06%	Core Mandat	Ex-Ante TE 3.0%
Listed Credit IG Wellington	Wellington	13.34%	Core Mandat	Ex-Ante TE 3.0%

Tabelle 2 Übersicht Credit Mandate, Quelle: eigene Darstellung, DataHub, 07.11.2023

In die Subkategorien «Listed Credit EM», «Listed Credit Non-CHF HY», «Private Credit» und «Active Credit» wird aktuell nicht investiert.

2 Anlageuniversum «Credit»

2.1 Einleitung

Das Anlageuniversum «Credit» besteht aus festverzinslichen Fremdkapitalanlagen, welche von Unternehmen (engl. Corporate Debt/Corporate Bonds) emittiert werden.

Im Unterschied zu Staatsanleihen, ist Credit mit dem Risiko, dass Coupons nicht oder nicht rechtzeitig bezahlt oder der Bond bei Fälligkeit als Ganzes nicht zurückbezahlt wird, stärker behaftet. Rationale Anleger übernehmen dieses Risiko nur, wenn sie der Meinung sind, dass sie dafür ausreichend entschädigt werden, d.h. die erzielte Rendite des Kredits höher ist als die für Staatsanleihen in derselben Währung und Restlaufzeit. Trotz teilweise substanziellen Kreditrisiken, insb. im High Yield (HY) Bereich, bleibt das Zinsveränderungsrisiko in Zusammenhang mit der Laufzeit meist der dominante Risikotreiber. Die Ausnahmen sind Phasen erhöhter Unsicherheit und volatiler Kreditrisikoprämien (engl. Spread).

Das Schweizer Bond-Universum wird von qualitativ guten bis sehr guten Emittenten mit Investment Grade (IG) Kreditratings (AAA-BBB) dominiert. Wie im Anlagekonzept Rates beschrieben, werden Schweizer Bonds mit Kreditqualitäten AAA-AA als Rates klassifiziert, auch wenn diese nicht ausschliesslich von der Schweizer Eidgenossenschaft emittiert worden sind. Diesem Schema folgend werden Bonds in Schweizerfranken in den Qualitäten A-BBB der Anlagekategorie Credit zugeordnet. Bonds mit spekulativen Kreditratings existieren im gelisteten Schweizermarkt praktisch nicht, dies soll natürlich nicht bedeuten, dass ein qualitativ guter Emittent über Zeit nicht heruntergestuft werden kann.

Der strategische Fokus im internationalen Credit Markt liegt ebenfalls im IG Segment, also den sehr guten Emittenten. Obwohl auch Subkategorien für tiefere Kreditqualitäten (High Yield) und Schwellenländern (engl. Emerging Markets, EM) vorgesehen sind, weisen diese Subkategorien kein strategisches Gewicht auf und werden daher rein taktisch investiert.

EM-Credit fokussiert auf Firmen aus EM-Ländern, welche Anleihen in USD emittieren. Anleihen in Lokalwährungen werden aktuell nicht berücksichtigt.

Die Anlageklasse (AK) Credit ist wie folgt strukturiert:

1. Subkategorie Listed Credit CHF: Anleihen denominiert in Schweizerfranken mit Kreditratings zwischen A-BBB.
2. Subkategorie Listed Credit Non-CHF IG: Corporate Bonds mit guter (IG) Kreditwürdigkeit ausser CHF-Anleihen.
3. Subkategorie Listed Credit Non-CHF HY: Corporate Bonds mit Kreditratings im spekulativen Bereich.
4. Subkategorie Listed Credit EM: Unternehmensanleihen aus Schwellenländern, denominiert in USD oder EUR (ohne strategisches Gewicht).

Dass sich bisher kein einzelner Index Provider im Bondbereich global durchsetzen konnte, erschwert die Analyse des Universums signifikant. Daher kommen für die unterschiedlichen Subkategorien Indizes von mehreren Index Providern zur Anwendung, mit entsprechend unterschiedlichen Definitionen und Methodologien.

Nach dieser ersten Übersicht zu Credit, werden Klassifikationen eingeführt, welche üblicherweise zur Charakterisierung von Bondportfolios zur Anwendung kommen. Im Rahmen des Anlagekonzepts Credit sind Kreditratings von primärem Interesse. Danach folgen eine Analyse zum Risiko-/Rendite Profil, zum Verhalten in unterschiedlichen Marktphasen und eine Beschreibung möglicher Implementationsvarianten.

2.2 Klassifikation

Das Bond-Universum kann aus unterschiedlichen Blickwinkeln betrachtet werden. Die wichtigsten Klassifikationsmöglichkeiten werden in diesem Kapitel vorgestellt. Sie helfen dabei die Anlageklasse möglichst ganzheitlich zu verstehen.

2.2.1 Kredit-Ratings

Spezialisierte Firmen, sog. Rating-Agenturen (engl. Credit Rating Agencies, «CRAs»), analysieren die Kreditwürdigkeit von Emittenten und deren Bond-Emissionen. Diesen Firmen kommt eine zentrale Aufgabe im Bond-Markt zu, da die Kreditwürdigkeit die wichtigste Variable in der Preisgestaltung der Kreditrisikoprämie ist.

Global dominieren drei Rating-Agenturen den Markt, Standard & Poor's (S&P), Moody's und Fitch Group. Neben den drei Grossen, gibt es eine Vielzahl regionaler Agenturen, welche teilweise ihre Heimatmärkte dominieren, insb. in Asien und allg. in Schwellenländern.

Die Darstellung zeigt die üblichen Kredit-Rating-Stufen, welche sowohl für einzelne Bonds wie auch für Emittenten vergeben werden können. AAA resp. Aaa ist das beste Rating der Kategorie Investment Grade.

Rating Kategorie	S&P	BBG Composite Fitch	Moody's	Erklärung
Prime/Maximum Sicherheit	AAA	Aaa	AAA	Investment Grade: Beste Kreditqualität und geringstes Ausfallrisiko
Sehr hohe Qualität	AA+	Aa1	AA+	Aa1
	AA	Aa2	AA	Aa2
	AA-	Aa3	AA-	Aa3
Hohe Qualität	A+	A1	A+	A1
	A	A2	A	A2
	A-	A3	A-	A3
Obere Mittelklasse	BBB+	Baa1	BBB+	Baa1
	BBB	Baa2	BBB	Baa2
	BBB-	Baa3	BBB-	Baa3
Spekulativer Kategorie/Untere Mittelklasse	BB+	Ba1	BB+	Ba1
	BB	Ba2	BB	Ba2
	BB-	Ba3	BB-	Ba3
Sehr spekulativ	B+	B1	B+	B1
	B	B2	B	B2
	B-	B3	B-	B3
Aktuell zahlungsfähig aber hohes langfristiges Ausfallrisiko	CCC+	Caa1	CCC	Caa
	CCC	Caa2	CC	Caa2
	CCC-	Caa3	CCC-	Caa3
Extrem hohes Ausfallrisiko	CC, C	Ca	DDD, DD, D	Ca
Default/Insolvenz	D	C	D	Zahlungsausfall

Abbildung 1 Kredit-Rating-Klassifikationen, Quelle: Bloomberg (RATD<GO>)

Neben den Ratings der Rating-Agenturen kommen auch oft «derivative» Rating-Klassifikationen zum Einsatz, welche regelbasiert aus mehreren Ratings ein aggregiertes Rating erstellen, um die Abdeckung des Universums zu optimieren. Ein prominentes Beispiel dazu ist das Bloomberg Composite Rating⁵.

Im Kontext der Subkategorie «Listed Credit CHF» ist das von der Six-Group verwendete Kredit-Rating-System («SBI Composite Rating»⁶) besonders relevant, da es vom Index-Sponsor, der Six-Group, als Filterkriterium für die Benchmark der Subkategorie verwendet wird.

2.2.2 Länder- und Währungsaufteilung

Das Domizilland eines Emittenten in der Anlagekategorie Credit ist zweitrangig, da die Kreditwürdigkeit und die Währung, in der das Fremdkapital aufgenommen wird, an erster Stelle stehen. Ein Emittent kann in mehreren Währungen Geld aufnehmen. Im Falle von Firmen, die ihre Geschäftstätigkeit hauptsächlich im Heimmarkt tätigen, ist die natürliche Währung zur Aufnahme von Fremdkapital die Währung des entsprechenden Landes.

International tätige Unternehmen haben diverse Finanzierungsbedürfnisse und nehmen in unterschiedlichen Währungen Fremdkapital am Markt auf. Ausserdem verhalten sich die Bonds immer entsprechend der Zinsentwicklung des Landes, in der sie denominiert sind. Verändert sich das Zinsniveau, verändert sich der Kurs des Bonds. Auf den Credit Spread hat das Land oder die Währung nur bedingt Einfluss. So zum Beispiel für Firmen aus den Emerging Markets, bei denen Investoren allenfalls eine zusätzliche Prämie für Rechtsrisiken im entsprechenden Land fordern.

Für die Bestimmung der Länderaufteilung können unterschiedliche Kriterien angewandt werden.

- Domizilland (Country of Domicile)
- Risikoland (Country of Risk)
- Risikoland der Muttergesellschaft (Parent Country of Risk)

Die Währungsallokation erfolgt in der Währung, in der die Bonds emittiert wurden (Nominal Currency). Ein Unterschied zwischen Länder- und Währungsallokation entsteht dann, wenn Emittenten in anderen Währungen als ihrer Heimatwährung Kapital aufnehmen oder im Falle von Währungsräumen wie der Eurozone.

2.2.3 Emittenten-Klassen

In der Praxis kommen unterschiedliche Klassifikationssysteme zum Einsatz, welche sich bezüglich Struktur, Fokus, Detaillierungsstufe, etc. unterscheiden. Ausserdem setzen Marktdatenlieferanten gerne auf ihre eigenen, proprietären Klassifikationssysteme. Daher hat sich auch in diesem Markt kein eindeutiger Marktführer durchgesetzt. Aufgrund der Marktmacht und -durchdringung von Bloomberg, werden nachfolgend zwei bekannte Klassifizierungen von Bloomberg vorgestellt.

Bloomberg bietet unter CCB<GO> und ICS<GO> nützliche Funktionen zur Exploration von Klassifikationssystemen.

⁵ Ratings und Rating-Vergleiche werden in Bloomberg unter RATD<GO> näher beschrieben

⁶ Details zur Klassifikation sind im «Swiss Index – Methodology Rulebook Governing Bond Indices»

Bloomberg Fixed Income Classification System (BCLASS)

BCLASS wurde explizit für die Klassifizierung von Fixed Income Emittenten konzipiert, daher fokussiert es auf die Faktoren, welche für diese Anlageklasse relevant sind.

BCLASS unterscheidet nicht zwischen Länder-/Regionen-Risiken (z. Bsp. gibt es keine Unterscheidung zwischen Developed- und Emerging Markets). Dafür wird sehr genau zwischen den unterschiedlichen Arten von öffentlichen Emittenten (Sovereign Bond vs. Government Related vs. Quasi-Sovereign, Securitized etc.) unterschieden.

BCLASS klassifiziert den Emittenten in einer Hierarchie von vier Stufen (BCLASS Level 1-4) in einer Baumstruktur. Dazu ein paar Beispiele:

1. **Level 1:** Die oberste Ebene unterteilt das Universum in Staaten (Treasury; wobei Treasuries auf allen Ebenen Treasuries bleiben), staatsnahe Emittenten (Government Related), Unternehmen (Corporates), besicherte Anleihen (Securitized), Funds, Commodities, Munis, Cash und Derivate.
2. **Level 2:** Auf zweiter Stufe wird weiter unterschieden nach für das Fixed Income Universum typischen Klassifizierungen. Bsp: «Government Related – Agency/Local Authority/Sovereign/Supranational» oder «Corporate – Industrial/Utility/Financials».
3. **Level 3:** Hier erfolgt eine weitere Detaillierung der Klassen. Für die staatsnahen Emittenten nimmt auf diesem Level der Differenzierungsgrad ab. Für Unternehmen folgen hauptsächlich Branchenklassen und für die besicherten Anleihen wird auf die Art der Besicherung eingegangen. Bsp: «Utility – Electric/Natural Gas/Other Utility» oder «ABS – Credit Card/Auto Loan/Home Equity/etc.»
4. **Level 4:** Auf unterster Stufe werden hauptsächlich die Branchen bei Unternehmen weiter verfeinert und Arten von Covered Bonds und Funds weiter aufgeteilt. Bsp: «REITs – Apartment/Healthcare/Office/Retail/Other» oder «Mortgage Assets – Traditional/Jumbo/Non-Pfandbriefe»

BICS – Bloomberg Industry Classification System

Das Bloomberg Industry Classification Systems (BICS) ist das anlageklassenübergreifende Branchenklassifikationssystem von Bloomberg. Unternehmen werden aufgrund deren Hauptgeschäftsaktivitäten in Branchen und Sektoren kategorisiert.

BICS verwendet eine hierarchische Struktur, um Unternehmen zu kategorisieren, wobei es mehrere Ebenen der Klassifikation gibt:

1. **Marktsektor (Sector):** Die oberste Ebene der Klassifikation gibt einen allgemeinen Überblick über die Hauptgeschäftstätigkeit des Unternehmens. Bsp: "Technologie" oder "Gesundheitswesen".
2. **Marktgruppe (Industry Group):** Innerhalb eines Sektors gibt es mehrere Marktgruppen. In einem Sektor wie "Technologie" könnten die Marktgruppen "Software" oder "Halbleiter" sein.
3. **Branche (Industry):** Unterhalb der Marktgruppe wird eine genauere Klassifikation vorgenommen, die spezifischer ist. Innerhalb der Marktgruppe "Software" könnte es Branchen wie "Anwendungssoftware" oder "Systemsoftware" geben.

4. **Unterbranche (Sub-Industry):** Unternehmen werden basierend auf ihrer Hauptgeschäftstätigkeit in diese Kategorien eingeteilt, wobei Bloomberg die Unternehmensberichte, regulatorische Einreichungen und andere öffentliche Quellen überprüft, um die geeignete Klassifikation sicherzustellen.

BICS wird beispielsweise von S&P's GICS (Global Industry Classification Standard) konkurrenzieren.

2.3 Zinskurven und Credit-Spreads

Die Bewertung von festverzinslichen Wertpapieren hängt massgeblich vom aktuellen Marktzinsniveau ab. Bei einer Veränderung des Zinsniveaus passt sich der Preis des Bonds entsprechend an, um sicherzustellen, dass die Rendite des Bonds relativ zum Bondpreis dem aktuellen Marktzins entspricht. Dieser Vorgang spiegelt die Reaktion des Marktes auf die Veränderung der Zinslandschaft wider und betrifft alle Arten von Bonds. In der Praxis werden Zinskurven für die Bewertung von Bonds herangezogen, die nach Bonität und Laufzeit der Bonds kategorisiert sind. Die Zinskurve basiert in der Regel auf Staatsanleihen, die aufgrund ihrer hohen Sicherheit das niedrigste Zinsniveau aufweisen. Von dort aus werden Zinsaufschläge, die sogenannten Credit-Spreads, hinzugerechnet, um verschiedene Risikofaktoren wie die Bonität und Liquidität des Emittenten abzubilden. Diese Credit-Spreads variieren je nach der Kreditqualität und geben ein Indiz dafür, wie die Investoren das Ausfallrisiko des jeweiligen Bonds beurteilen.

In der nachstehenden Grafik werden die Ausfallraten (engl. Default Rates) von Kreditanleihen, segmentiert nach ihrer jeweiligen Bonitätsbewertung, über die Zeit dargestellt. Dies erlaubt eine differenzierte Einsicht in die zeitliche Entwicklung der Ausfallsraten je nach Bonitätsklasse und hilft bei der Beurteilung des Kreditrisikos unterschiedlicher Bonitätssegmente.

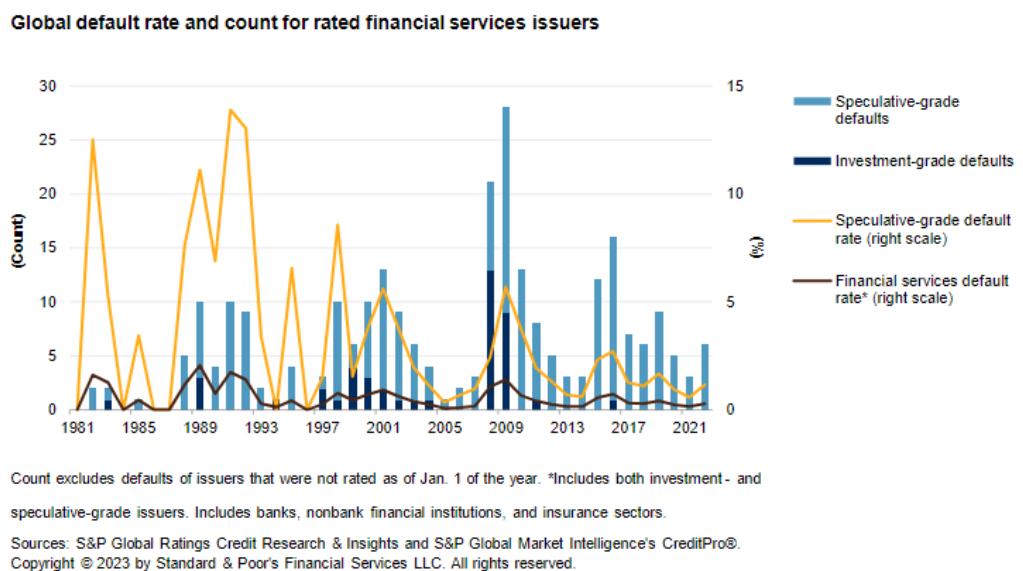


Abbildung 2 Globale default Raten im Vergleich, Quelle: S&P Global Credit Research

Die Analyse von Credit-Spreads ist von zentraler Bedeutung, da sie die Renditedifferenz zwischen risikofreien Staatsanleihen und risikobehafteten Unternehmensanleihen derselben Fälligkeit darstellen. Sie bieten Investoren

die Kompensation für das zusätzlich übernommene Risiko im Vergleich zu einer risikofreien Anlage. Credit-Spreads dienen als Indikatoren für die Risikowahrnehmung und die wirtschaftliche Stabilität. Sie werden hauptsächlich durch die Kreditwürdigkeit von Emittenten, makroökonomischer Bedingungen und der allgemeinen Marktstimmung beeinflusst. Letztendlich ermöglicht das Verständnis und die Analyse von Credit-Spreads den Investoren und Analysten eine fundierte Einschätzung über die Preisgestaltung von Bonds zu treffen und das Kreditrisiko, das sie bereit sind zu tragen, zu verwalten. Die Fähigkeit, die richtigen Zinskurven zu wählen und die angemessenen Spreads hinzuzufügen, ist für die genaue Bewertung von Bonds unerlässlich und erfordert eine gründliche Kenntnis der Marktdynamiken und -mechanismen.

Einflussende Faktoren

- Kreditwürdigkeit des Emittenten: Die Bonität der Anleiheemittenten, bewertet durch Rating-Agenturen. Ein niedrigeres Rating führt zu einem höheren Credit Spread.
- Strukturierung der Anleihe: Je nach Spezifikation der Anleihe können Emissionen des gleichen Emittenten unterschiedliche Kreditratings aufweisen.
- Konjunkturelle Erwartungen: Wirtschaftliche Unsicherheit oder eine Rezession lassen Credit-Spreads ansteigen, da das Risiko eines Kreditausfalls als höher wahrgenommen wird.
- Zinsniveau und Zinskurve: Steigende Zinssätze können die Spreads vergrößern, v.a. für Firmen, die ein zinssensitives Geschäftsmodell betreiben.
- Liquiditätsbedingungen: Eine geringere Liquidität im Markt für Unternehmensanleihen führt oft zu höheren Spreads, da Investoren für die geringere Handelbarkeit eine Entschädigung (Illiquiditätsprämie) erwarten.
- Risikoaversion: In Zeiten hoher Marktvolatilität oder hoher erwarteter Marktvolatilität kann die Risikoaversion steigen und somit auch die Credit-Spreads.

Messmethoden

- Absoluter Spread: Die einfache Differenz der Renditen zweier Anleihen mit gleicher Fälligkeit aber unterschiedlicher Bonität.
- Relativer Spread oder Z-Spread: Der Spread, der die Unterschiede in der Zinsstrukturkurve berücksichtigt, indem er die Differenz zwischen der Rendite der Unternehmensanleihe und der Rendite der risikofreien Staatsanleihe über die Zinsstrukturkurve hinweg misst.
- Option-adjusted Spread (OAS): Berücksichtigt zusätzlich die in die Anleihe eingebetteten Optionen (z.B. vorzeitige Rückzahlungsoptionen des Emittenten).

Die Analyse von Credit-Spreads umfasst verschiedene Dimensionen und ermöglicht unterschiedliche Erkenntnisse, die für Investoren relevant sind.

Risikoanalyse

- Bonitätsbewertung: Untersuchung der Bilanz und Erfolgsrechnung der Emittenten sowie deren Geschäftsmodell und Ausblick, um das Ausfallrisiko einzuschätzen und Erkenntnis über das Kreditrisiko zu erlangen.
- Ausfallwahrscheinlichkeiten: Schätzung der Wahrscheinlichkeit von Kreditausfällen basierend auf historischen Daten und aktuellen Marktbedingungen. Dies erlaubt die Einschätzung des Risikos von Kreditausfällen im Portfolio-Kontext.
- Stress-Testing: Simulation der Zinskurven unter verschiedenen wirtschaftlichen Stress-Szenarien.

Marktanalyse

- Spread-Analyse: Vergleich der Spreads über verschiedene Laufzeiten und Emittenten hinweg zur Bestimmung von Marktungleichgewichten bzw. Bewertungsanomalien.
- Peer-Vergleich: Vergleich der Spreads ähnlicher Emittenten oder Anleihen mit ähnlichen Eigenschaften. Einschätzung des relativen Werts und der Attraktivität eines Investments im Marktvergleich.
- Sektorenvergleich: Analyse der Spread-Unterschiede zwischen verschiedenen Industriesektoren. Einsicht in branchenspezifische Chancen und Risiken.
- Basispunktvolatilität: Messung der Volatilität der Spreads in Basispunkten über die Zeit.
- Zinskurvenbewegungen: Beobachtung, wie sich Veränderungen in der Zinsstruktur auf die Kreditkurven auswirken.
- Makroökonomische Indikatoren: Untersuchung des Einflusses von Wirtschaftswachstum, Inflation, Arbeitslosigkeit etc. auf Credit-Spreads.

Historische Analyse

- Zeitreihenanalyse: Beobachtung der historischen Entwicklung der Spreads, um Muster und Trends zu identifizieren.
- Vergleichsanalyse: Gegenüberstellung mit historischen Durchschnitten und Medians zur Einordnung aktueller Spread-Niveaus. Erlaubt die Bewertung der aktuellen Marktlage im historischen Vergleich.

Performance-Analyse

- Renditeanalyse: Bewertung der Rendite gegenüber Staatsanleihen und anderen Benchmarks. Beurteilung der Ertragschancen im Verhältnis zum übernommenen Risiko.
- Total Return Analyse: Berechnung der Gesamtrendite, einschliesslich Zinserträge und Kapitalgewinne bzw. -verluste.

Technische Analyse

- Spread-Duration: Messung der Sensitivität der Spreads gegenüber einer Veränderung der Zinsen.
- Handelsvolumen und Liquidität: Untersuchung des Handelsvolumens und der Liquidität, um Anzeichen für Marktstimmungen zu erkennen.

Ereignisbasierte Analyse

- Reaktion auf Nachrichten: Beobachtung, wie die Kreditkurven auf wirtschaftliche Nachrichten und politische Ereignisse reagieren.
- Auswirkungen von Ratings-Änderungen: Analyse der Reaktion der Kreditkurven auf Herab- oder Heraufstufungen durch Ratingagenturen.

Illustrative Erklärung von Credit-Spreads

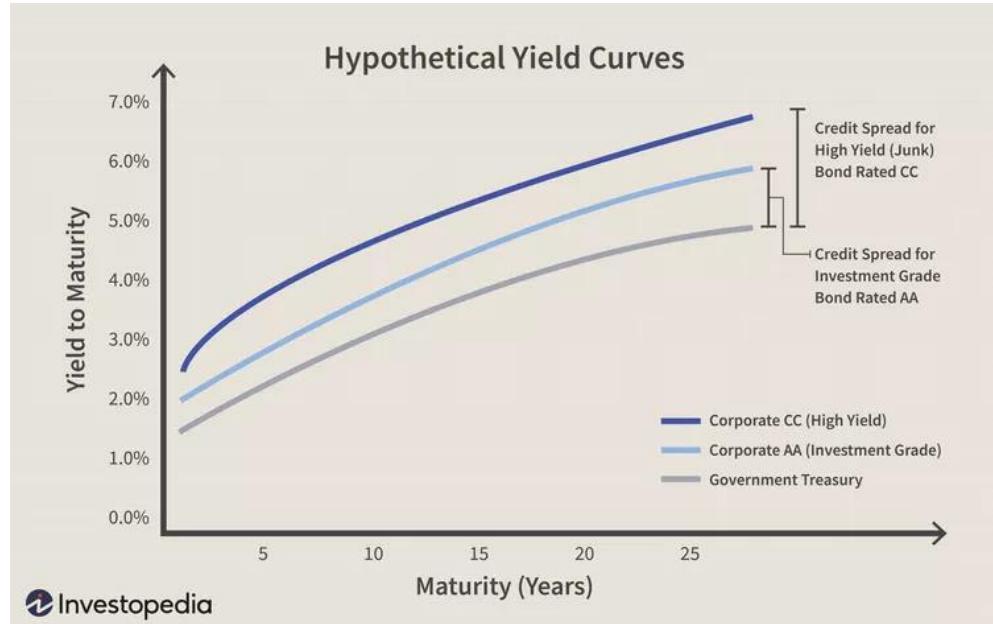


Abbildung 3 Zinskurven im Vergleich, Quelle: Investopedia

Nachfolgend werden verschiedene Zinskurven am Beispiel des Schweizer Frankens beschrieben. Jede dieser Zinskurven entspricht einem Zins je Laufzeit für das entsprechende homogene Universum an Bonds.

1. Schweizerische Eidgenossenschaft Zinskurve (Sovereign Bonds)

Was: Die Zinskurve der Schweizerischen Eidgenossenschaft (Swiss Government Bond Yield Curve), stellt die Renditen von Schweizer Staatsanleihen für verschiedene Laufzeiten dar.

Wie: Diese Kurve wird gebildet, indem man die Renditen von Staatsanleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft zu verschiedenen Fälligkeitsdaten verwendet.

Wofür: Massstab für risikofreie Renditen in der Schweiz.

BB Ticker: YCGT0082 GC<GO>

2. Ratingbezogene Kurven

Was: Ratingbezogene Zinskurven zeigen die Renditen von Anleihen gleicher Laufzeit und gleicher Bonitätsbewertungen.

Wie: Diese Kurven werden gebildet, indem man die Renditen von Anleihen gleicher Fälligkeit und gleicher Kreditratings verwendet. Es stellt die Renditeerwartung für Unternehmen mit einer spezifischen Bonität dar.

Wofür: Als Indikation für Credit-Spread je Qualität.

Anmerkung: Ratingbezogene Kurven in Schweizer Franken sind nicht als Ticker verfügbar, sondern repräsentieren eine komplexe Bewertungsherausforderung für Unternehmensanleihen. Um eine aussagekräftige Analyse zu ermöglichen, können diese Kurven detailliert und nach Bedarf gestaltet werden, indem Faktoren wie Laufzeiten, Bonitäten, Sektoren, Industrien, Regionen und Währungen berücksichtigt werden können. Bloomberg (BI) bietet die Möglichkeit, Kreditspread-Kurven nach Mass zu erstellen und zu analysieren.



Abbildung 4 Kreditspreads, Quelle: Bloomberg (BI STRT<GO>), 14.11.2023

Die nachfolgende Darstellung zeigt unterschiedliche Rating-Kurven in US-Dollar im Vergleich.

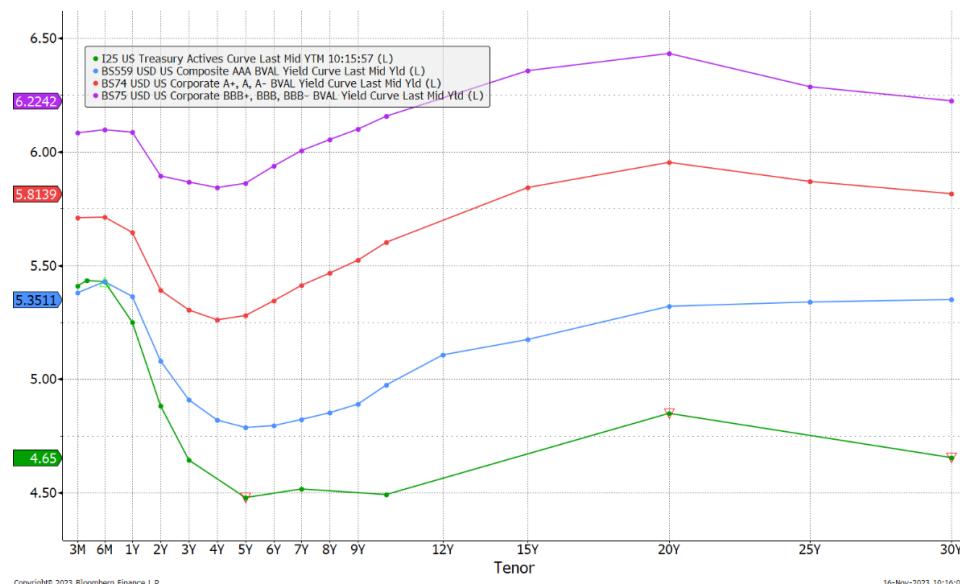


Abbildung 5 USD-Zinskurven im Vergleich, Quelle: Bloomberg (GC<GO>), eigene Darstellung, 16.11.2023

Credit-Spreads Entwicklung

Im Folgenden wird die Entwicklung der Credit-Spreads ausgewählter Indizes im Zeitverlauf dargestellt. Es wurden die unten aufgeführten Indizes herangezogen, die einen Vergleich über verschiedene Regionen, Bonitätsstufen und Sektoren ermöglichen.

Kategorie	Index	Beschreibung
Quality		
	Bloomberg US Agg Aaa Statistic	Verfolgt das AAA Segment des US Aggregate Index und repräsentiert hochqualitative US-Anleihen.
	Bloomberg Pan-European Aggregate	Deckt den Markt für Investment-Grade-Anleihen in pan-europäischen Regionen ab, einschließlich in Euro und GBP denominierten Anleihen.
	Bloomberg Asian Pacific Aaa Statistic	Konzentriert sich auf AAA-bewertete Anleihen innerhalb der Asien-Pazifik-Region und zeigt Top-Qualitätsaussteller in diesem Markt.
	Bloomberg Global Agg Aaa Statistic	Stellt den AAA-bewerteten Teil des Global Aggregate Index dar und zeigt die höchste Qualität von Anleihen weltweit.
Corporates		
	Bloomberg US Corporate Statistic	Misst die Performance des US-Unternehmensanleihenmarktes und verfolgt Investment-Grade-Firmenanleihen.
	Bloomberg Pan European Aggregate	Überwacht die Performance von Investment-Grade-Unternehmensanleihen, die im pan-europäischen Markt emittiert werden.
	Bloomberg Asian Pacific Corporate	Erfasst die Performance von Unternehmensanleihen, die in der Asien-Pazifik-Region ausgegeben werden.
High Yield		
	Bloomberg US Corporate High Yield	Verfolgt High-Yield-Anleihen, die von US-Unternehmen ausgegeben werden, und reflektiert ein höheres Risiko und Ertragspotenzial.
	Bloomberg Pan-European High Yield	Folgt dem High-Yield-Unternehmensanleihenmarkt quer durch die pan-europäischen Länder.
	Bloomberg Global High Yield Corporate	Umfasst global ausgegebene High-Yield-Unternehmensanleihen und bietet eine breite Perspektive auf risikantere Unternehmensschulden.
Emerging Markets		
	Bloomberg EM USD Aggregate Statistic	Konzentriert sich auf in USD denominierte Anleihen aus Schwellenländern und bietet ein Mass für deren Gesamtleistung.
	Bloomberg EM Pan Euro Aggregate	Verfolgt Euro- und Britische Pfund-denuminierte Anleihen von Emittenten aus

Abbildung 6 Verwendete Indizes für Credit-Spreads, Quelle: eigene Darstellung

In der nachstehenden Grafik werden die Credit-Spreads von hochgradig bewerteten Anleihen mit einer AAA-Bonität über die Zeit (seit 2003, mit monatlichen Daten) sowie in unterschiedlichen Regionen aufgezeigt. Sowohl der generelle Trend als auch abrupte Veränderungen sind quer durch alle Regionen erkennbar. Insbesondere verdeutlicht der signifikante Anstieg der Credit-Spreads bei den US-amerikanischen AAA-Bonds während der Finanzkrise im Vergleich zu Bsp. asiatischen Bonds die stark negative Marktstimmung gegenüber Unternehmen aus den USA in diesem Zeitraum. Im konkreten Beispiel reflektiert dies den Vertrauensverlust der Investoren in die Ratings von verbrieften Hypothekenanleihen, welcher im Zuge der Finanzmarktkrise entstanden ist.

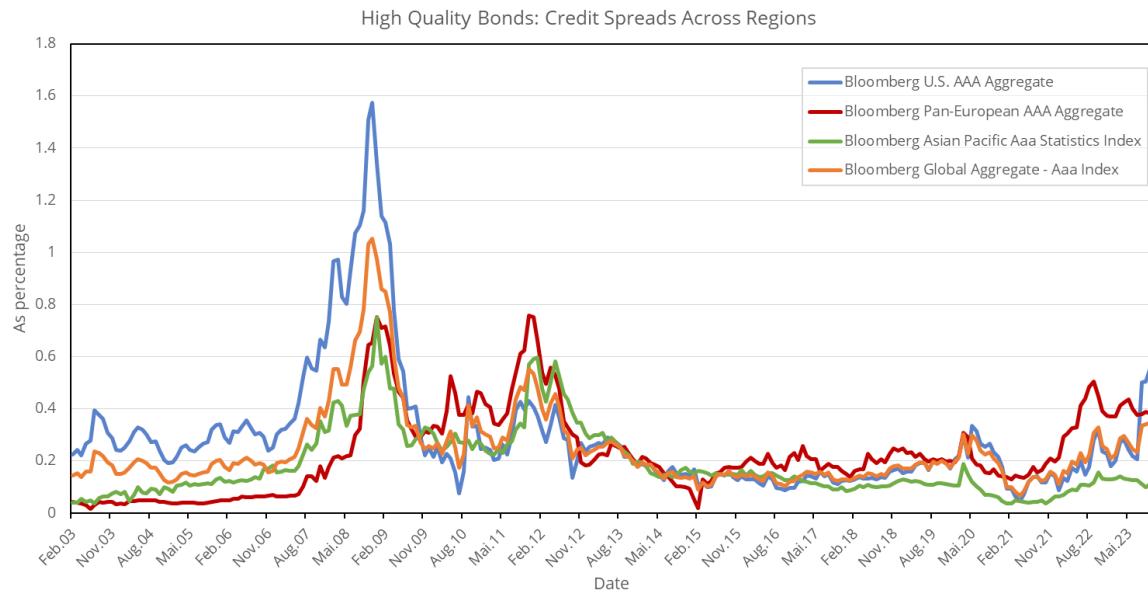


Abbildung 7 Credit-Spreads von AAA Bonds über unterschiedliche Regionen.

Bei Corporate Investment Grade Bonds zeigt sich eine ähnliche Dynamik wie bei den hoch qualitativen Bonds, insbesondere ein starker Anstieg der Credit-Spreads in Zeiten von Finanzmarktkrisen, allerdings auf einem höheren Niveau. Interessant ist, dass während der Finanzkrise 2008-2009 die Credit-Spreads asiatischer Unternehmen mit gleicher Bonität weniger stark angestiegen sind als die ihrer amerikanischen und europäischen Pendants. Die asiatischen Märkte waren historisch allgemein weniger direkt vom US-Hypothekenmarkt betroffen, was auf ihre diversifizierten Wirtschaftsstrukturen zurückzuführen ist. Insbesondere nach der Finanzkrise der späten 1990er Jahre hatten asiatische Länder vorsichtige Finanzpolitiken und strengere Bankenregulierungen etabliert, die ihre Widerstandsfähigkeit gegenüber globalen Schocks stärkten. Die geringere Integration der asiatischen in die globalen Finanzmärkte trug ebenfalls dazu bei, die Übertragung der finanziellen Instabilität der USA und Europa abzumildern.

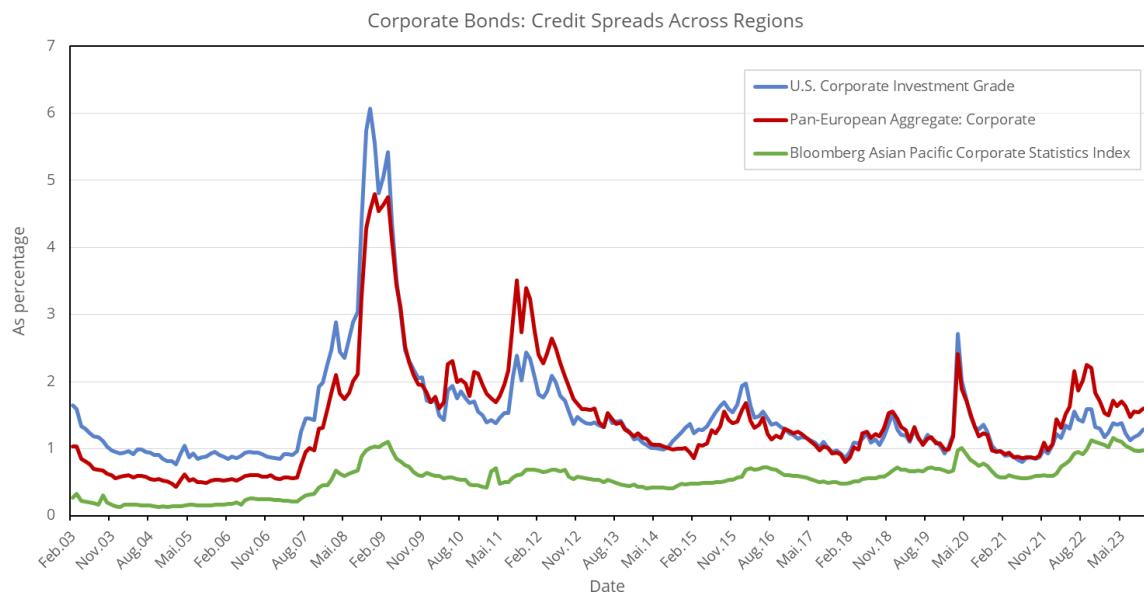


Abbildung 8 Credit-Spreads von Corporate Investment Grade Bonds über unterschiedliche Regionen. Quelle: Bloomberg.

Die Credit-Spreads von High Yield Corporate Bonds haben sich global sowie spezifisch in den USA und Europa seit Februar 2003 ähnlich entwickelt. Trotz regionaler Unterschiede in der Wirtschaftspolitik und Marktdynamik zeigen die Spreads ein sehr ähnliches Muster, was auf eine starke Verflechtung und Reaktionsähnlichkeit der Märkte hinweist. Ein bemerkenswerter Höhepunkt war die Zeit der Finanzkrise, als die Spreads fast die 20%-Marke erreichten. Dieser extreme Wert spiegelt das hohe Risiko wider, das Investoren mit der möglichen Zahlungsunfähigkeit dieser Bonds assozierten.

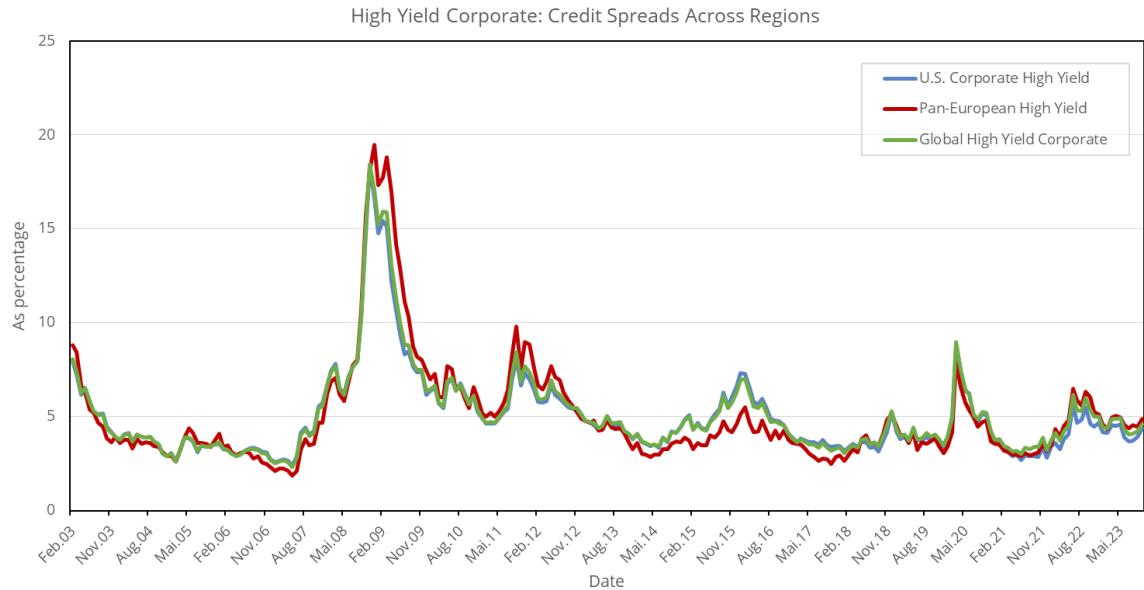


Abbildung 9 Credit-Spreads von High Yield Corporate Bonds über unterschiedliche Regionen. Quelle: Bloomberg.

Bei den Emerging Market Bonds lässt sich keine signifikante Divergenz in der Entwicklung der Credit-Spreads zwischen in US-Dollar und in Euro (sowie GBP) denominierten Anleihen feststellen. Dies deutet auf eine harmonisierte Wahrnehmung des Kreditrisikos durch die Investoren hin, unabhängig von der Währung oder Region der entwickelten Welt, in der die Anleihen ausgegeben werden. Da hier nur der Credit-Spreads, also der Aufschlag gegenüber dem risikolosen Zins in der entsprechenden Währung, dargestellt wird, ist dieses Verhalten zu erwarten. Der risikolose Zins spiegelt das Zinsniveau der Währung und der Credit-Spreads die Prämie für ein erwartetes Ausfallrisiko wider. Bei ähnlicher Kreditwürdigkeit sind ähnliche Credit-Spreads zu erwarten.

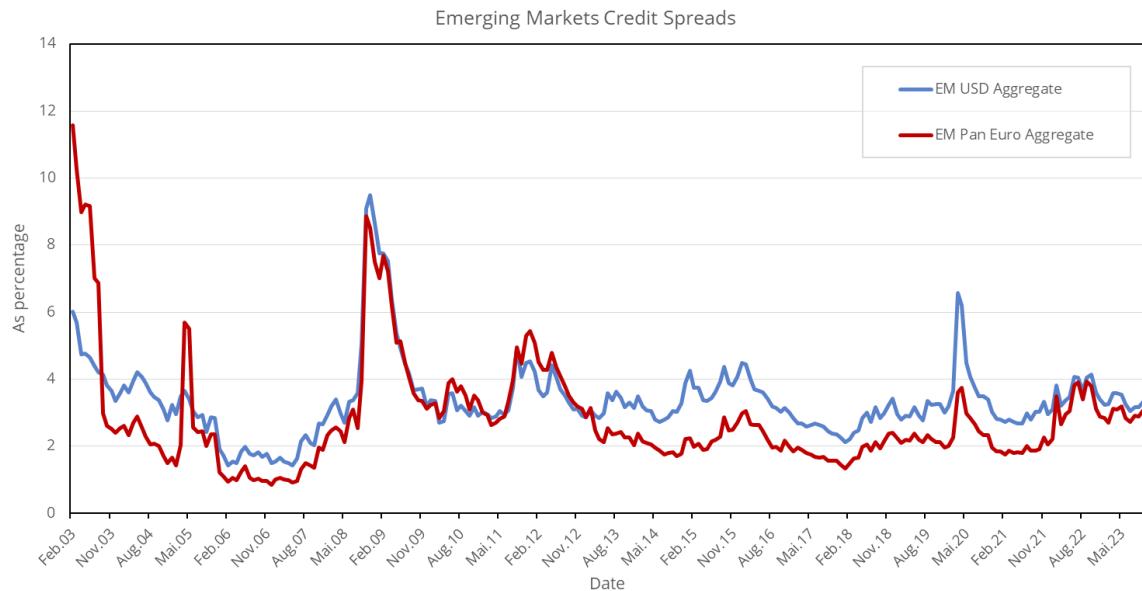


Abbildung 10 Credit-Spreads von Emerging Market Bonds. Quelle: Bloomberg.

Der historische Verlauf der Credit Spreads bei den Emerging Market Investment Grade Corporate Bonds im Vergleich zu den US Investment Grade Corporate Bonds zeigt eine deutliche und anhaltende Divergenz (siehe unten). Der signifikante Unterschied ist sowohl am Grundniveau, d.h. in der allgemeinen Höhe der Credit Spreads, als auch an den stärkeren Ausschlägen während Krisenzeiten zu erkennen. Mehrere Gründe tragen zu diesem ausgeprägten Unterschied bei. Erstens gelten Emerging Markets im Vergleich zu entwickelten Märkten wie den USA als wirtschaftlich weniger stabil. Zu den Hauptfaktoren zählen politische Unsicherheiten, eine geringere Markttransparenz und potenzielle Wechselkursvolatilitäten. Diese Risikofaktoren im Emerging Markets-Segment führen zwangsläufig zu höheren Risikoprämien, die von Investoren gefordert werden und sich in einem höheren Grundniveau der Credit-Spreads widerspiegeln. Zweitens ist die Marktliquidität bei Emerging Markets Bonds oft geringer als in entwickelten Märkten. Die reduzierte Liquidität erschwert den Handel mit diesen Bonds und beeinflusst den Preis, was ebenfalls zu einer höheren Risikoprämie führt. In Zeiten globaler finanzieller Unsicherheit, wie während der Finanzkrise 2007-2008 oder der COVID-19-Pandemie, neigen die Credit Spreads von Emerging Markets Anleihen dazu, deutlich stärker zu steigen als jene aus entwickelten Märkten. Dies lässt sich durch das Phänomen der «flight into quality», also den «Rückzug der Investoren zu qualitativ hohen Anlagen», erklären. Die Zinspolitik in den USA beeinflusst nicht nur die Credit Spreads im eigenen Land, sondern hat auch einen wesentlichen Einfluss auf die globalen Kapitalflüsse. Aufgrund der unterschiedlichen Länder innerhalb der Emerging Markets, ihrer jeweiligen konjunkturellen Phasen und der US-Zinssensitivität haben US-Zinsen neben den makroökonomischen Faktoren auch einen starken Einfluss auf die Credit-Spreads von Emerging Markets Bonds.

Während die Spreads von US Investment Grade Corporates durch die Stabilität und die Stärke der US-Wirtschaft gedämpft werden, reflektieren die Spreads von Emerging Markets die zusätzlichen Risiken, die mit Investitionen in weniger etablierte Märkte verbunden sind.

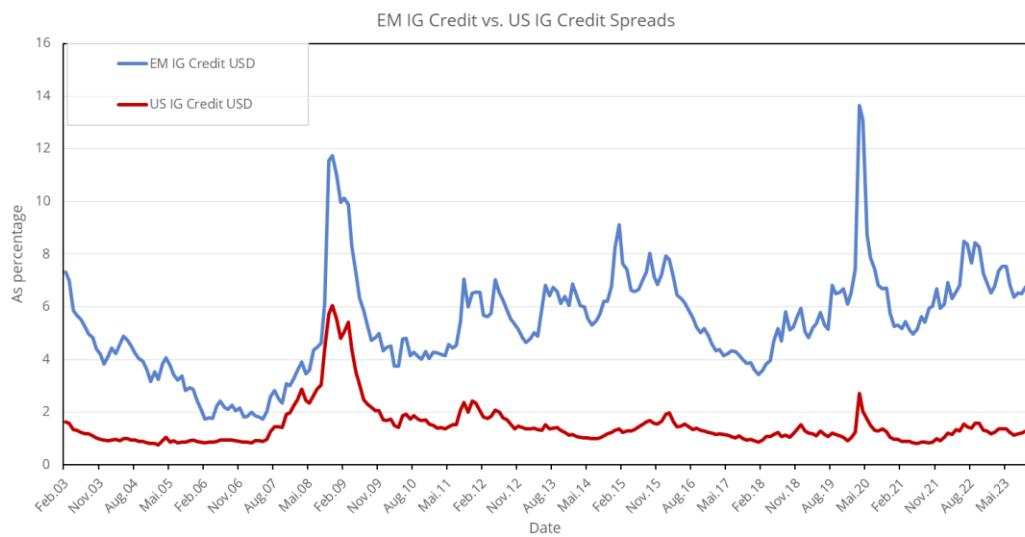


Abbildung 11 Credit-Spreads von Emerging Market IG Credit vs. US IG Credit über die Zeit. Quelle: Bloomberg.

2.4 Risiko- und Rendite-Profil

In diesem Kapitel wird das historisch beobachtete Verhalten der unterschiedlichen Subkategorien aus einer Risiko-/Renditeperspektive betrachtet.

2.4.1 Verwendete Indizes

Für die Analysen werden die Indizes der SAA-Benchmarks wenn immer möglich verwendet. Für den Fall, dass zu wenig Historie vorhanden ist, wird auf Proxies zurückgegriffen, die die Anlageklassen so gut wie möglich darstellen soll.

Listed Credit CHF

Die Benchmark für die Subkategorie «Listed Credit CHF» ist der SBI A-BBB Total Return Index (SBR34T Index).

Der Index erlaubt einen detaillierten Einblick in das Marktverhalten über verschiedene Zyklen hinweg, auch in Krisenzeiten.

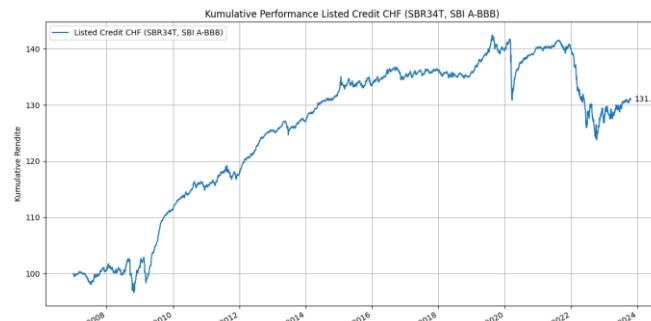


Abbildung 12 Kumulative Performance Listed Credit CHF, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Listed Credit Non-CHF IG

Die Benchmark für die Subkategorie «Listed Credit Non-CHF IG» ist der Bloomberg Global Aggregate - Corporate Ex CHF TR (hCHF) Index (H22052CH Index).

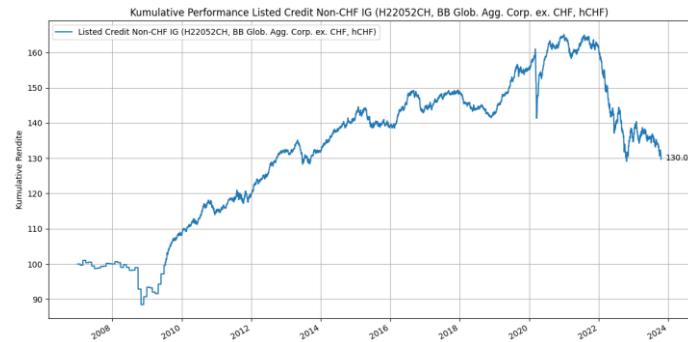


Abbildung 13 Kumulative Performance Listed Credit Non-CHF IG, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Listed Credit Non-CHF HY

Die Benchmark für die Subkategorie «Listed Credit Non-CHF HY» ist der Bloomberg Global High Yield TR (hCHF) Index (H00039CH Index).

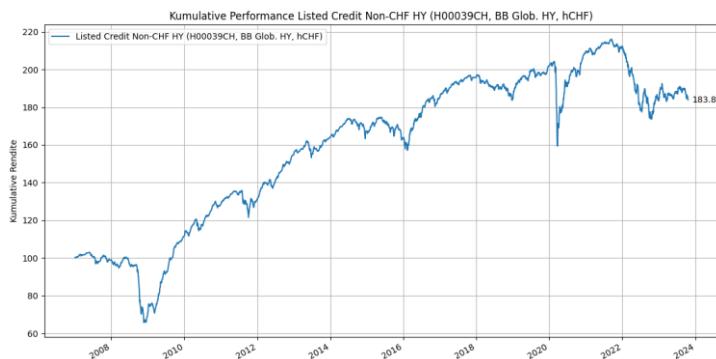


Abbildung 14 Kumulative Performance Listed Credit Non-CHF HY, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Da Staatsanleihen eigentlich Teil der Anlagekategorie «Rates» sind, wird für die Darstellung ein zusätzlicher Index, ohne Staatsanleihen, herangezogen. Zum Stichtag 31.10.2023 sind 75.5% der Bonds des Bloomberg Global High Yield Index (H00039CH Index) auch im Bloomberg Global High Yield Corporate Total Return (hCHF) Index (H23059CH Index) vertreten. Die restlichen 24.5% der Bonds sind aus den folgenden Industrien:

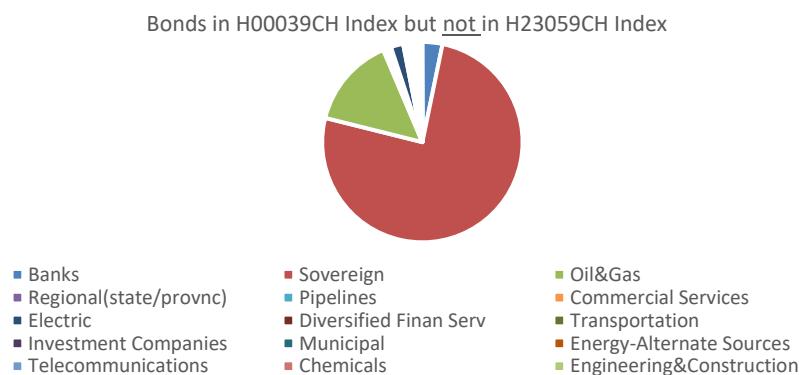


Abbildung 15 Bond Issuer Industry Vergleich High Yield, Quelle: Bloomberg

Staatsanleihen machen 18.56% der fehlenden Bonds aus und Bond Issuer aus der Öl- und Gas-Industrie machen 3.6% der fehlenden Bonds aus.

H00039CH Index		Display	Alert	Export	Member W	
Bloomberg Global High Yield Total Return Value Hedged CHF		3562 Members and 6				
Members	Index Turnover	Group by BCCLASS2 (BCCLASS)		Returns	Projected	As of 10/23/2023
Add Column						
ISIN	Description	Ccy	Price	YTW	OAD	Par Val MV Weight
► Industrial (2427 members)						1,639,974,063 1,470,849,... 63.53402
► Sovereign (392 members)						608,377,182 410,943,442 17.75089
► Financial Institutions (495 members)						273,282,570 237,620,119 10.26411
► Agency (137 members)						156,137,974 130,435,386 5.63422
► Utility (96 members)						66,336,501 55,982,205 2.41818
► Local Authority (15 members)						14,910,521 9,227,462 0.39858

Abbildung 16 Look-Through Bloomberg Global High Yield TR (hCHF) Index, Quelle: Bloomberg

Das Pendant zum Bloomberg Global High Yield Index (H00039CH Index) ohne Staatsanleihen ist der Bloomberg Global High Yield Corporate Total Return (hCHF) Index (H23059CH Index).

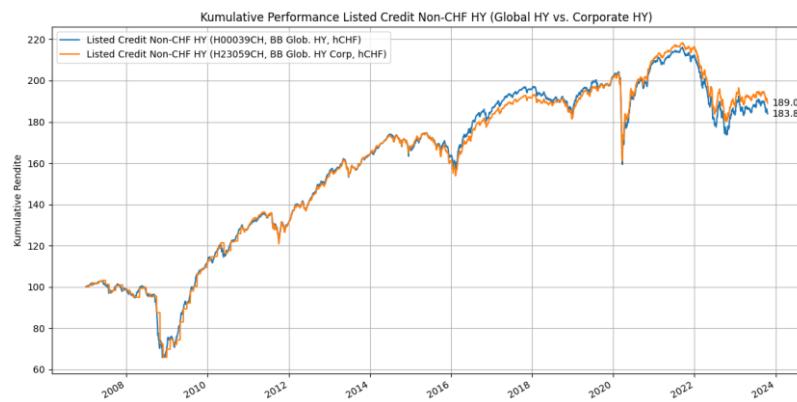


Abbildung 17 Kumulative Performance Vergleich Listed Credit Non-CHF HY, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Listed Credit EM

Die Benchmark für die Subkategorie «Listed Credit EM» ist der J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified Composite Index Level Hedged in CHF (JBCDHFCP Index).

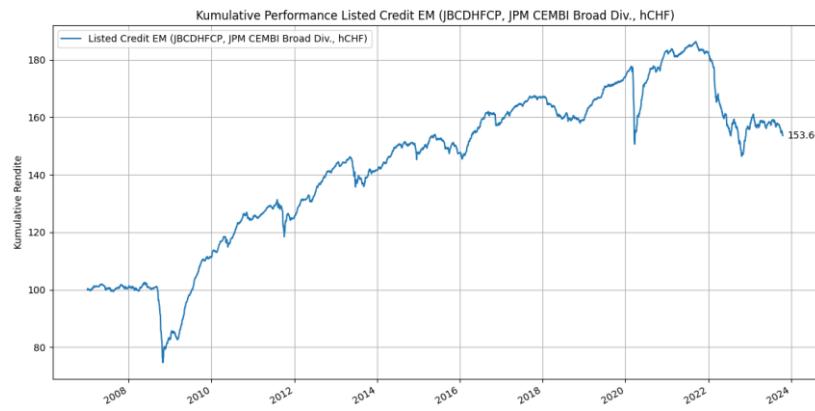


Abbildung 18 Kumulative Performance Listed Credit EM, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

2.4.2 Zinssatzduration der Listed Credit Indizes

Die Rendite von Corporate Bonds wird nicht nur durch Credit-Spreads, sondern auch durch die Zinssatzduration beeinflusst. Die Zinssatzduration der Listed Credit Indizes ist unten dargestellt. Gut zu erkennen ist, dass die Duration des Listed Credit CHF Index und des Listed Credit Non-CHF Index seit der Finanzkrise bis Ende 2021 deutlich angestiegen ist. Ein Grund war, dass Unternehmen mit immer tieferem Zinsniveau ihre Finanzierungsstrategien angepasst und die tiefen Zinsen genutzt haben, um das Kapital längerfristig aufzunehmen. Je nach Berechnungsart führt aber auch das Zinsniveau direkt dazu, dass die Zinssensitivität sich verändert. Die Modified Duration ist eine angepasste Form der Cash-Flow basierten durchschnittlichen Restlaufzeit in Jahren einer Obligation, bei der diese durch den aktuellen Yield to Maturity geteilt wird. Dies könnte ein Grund für den starken Rückgang seit 2022 sein, da seither die Zinsen deutlich angestiegen sind, sich die Indexzusammensetzung aber nicht wesentlich verändert hat.

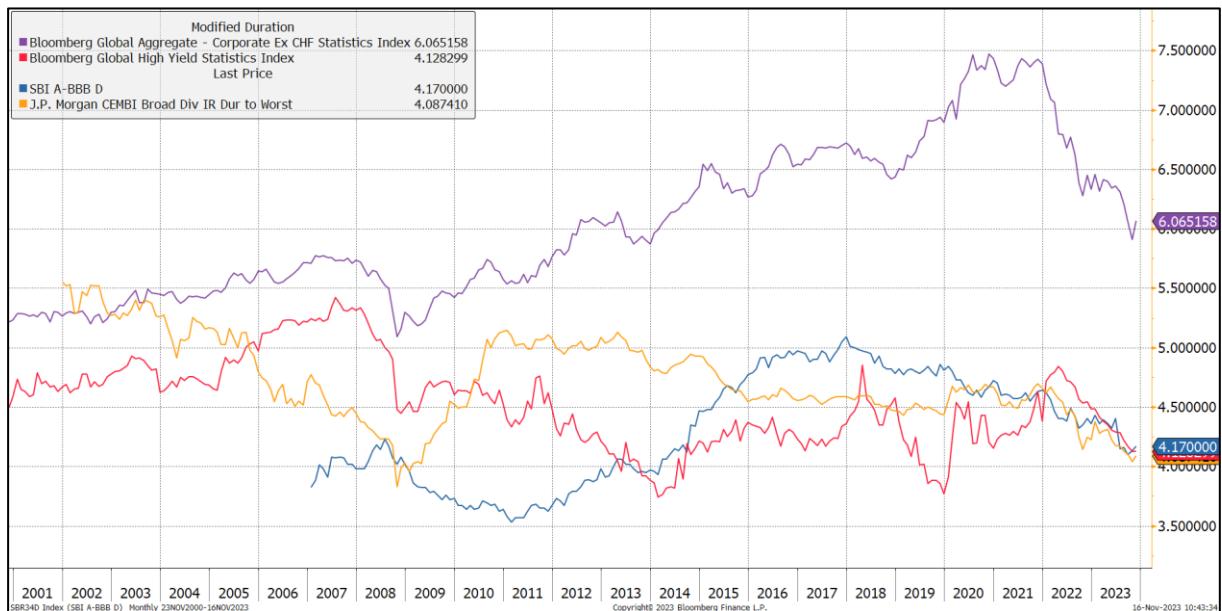


Abbildung 19 Zinssatzduration der Listed Credit Benchmark Indizes über die Zeit, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Die unterschiedlichen Zinssensitivitäten der Benchmark-Indizes führen unabhängig von deren Risikoklasse (Rating, Ausfallwahrscheinlichkeit) zu einer unterschiedlichen Volatilität. Dieser Effekt muss bei der nachfolgenden Analyse berücksichtigt werden. Wie man sieht, hat der Index für Listed Credit Non-CHF eine im Durchschnitt deutlich höhere Zinssensitivität als die anderen Indizes. Eine höhere Volatilität muss also nicht per se ein höheres Kreditrisiko bedeuten, sondern zeigt schlicht eine unterschiedliche Sensitivität gegenüber einer Veränderung im Zinsniveau und/oder des Credit-Spreads.

2.4.3 Historische Renditeentwicklung im Vergleich

Die historische Entwicklung der Indizes seit 2007 wurde von globalen, ökonomischen und politischen Ereignissen stark geprägt. Die kumulative Performance zeigt die Entwicklung der unterschiedlichen Subkategorien im Vergleich zueinander.

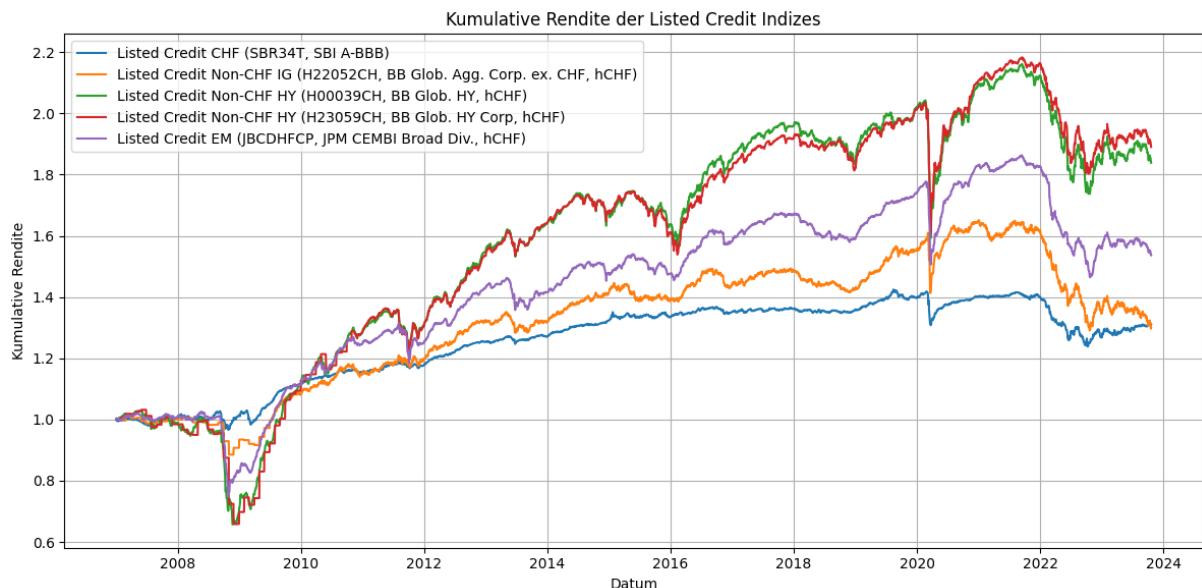


Abbildung 20 Renditeentwicklung Listed Credit, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Kreditbonds: Beta zu Aktienmärkten

Während Staatsanleihen oft als sicherer Hafen in wirtschaftlich unsicheren Zeiten gelten, können Firmenanleihen aufgrund ihres höheren Risikos in diesen Zeiten an Wert verlieren. Der Grund dafür liegt in der gestiegenen angenommenen Ausfallwahrscheinlichkeit der Emittenten. Wenn eine Rezession oder Wirtschaftskrise eintritt, sind Unternehmen erwartungsgemäß stärker von Zahlungsschwierigkeiten betroffen. Dies führt i.d.R. zu höheren Ausfallsraten, insbesondere bei Corporate Bonds mit niedrigerer Bonität. In Krisen können diese daher deutlich stärkere Verluste verzeichnen als Bonds mit besserer Bonität. Da Aktien ebenfalls stark risikokorreliert und in diesen Phasen als Fiebermesser der Wirtschaft ebenfalls unter Druck geraten, weisen Firmenanleihen zeitweise ein positives Beta zu Aktienmärkten auf. Firmenanleihen besitzen im Gegensatz zu Aktien eine intrinsische Zinskomponente und reagieren dementsprechend auch auf Zinsfluktuationen, was die Anlageklasse in sich selbst diversifiziert.

Die nachstehende Grafik illustriert die Regressionskoeffizienten (Beta) der monatlichen Renditen der Listed Credit Indizes im Verhältnis zu den monatlichen Renditen von Aktien (repräsentiert durch den MSCI World, hedged in CHF) sowie in Relation zu US-Zinsen (dargestellt durch den Bloomberg US Treasury Index hedged in CHF).

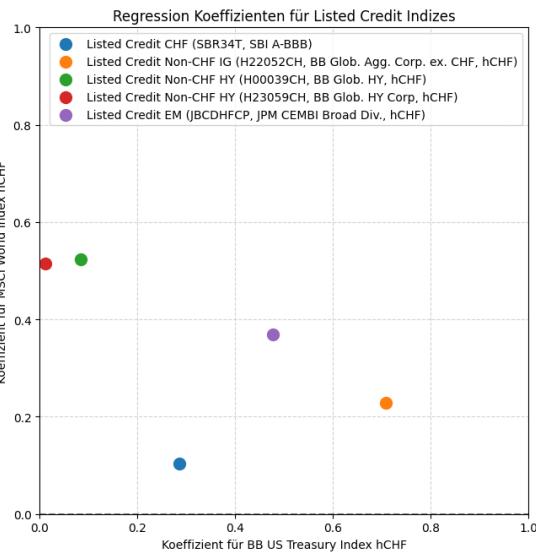


Abbildung 21 Beta der Listed Credit Indizes gegenüber Aktien und Zinsen, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Aus dieser Grafik gut zu erkennen ist, dass die Kreditindizes, die während der Finanzkrise signifikante Einbussen verzeichneten, zugleich auch ein erhöhtes Beta gegenüber Aktien aufweisen. Ebenfalls zeigt sich ein deutlich höheres Beta zu Treasuries bei Indizes mit höherer Zinssensitivität. High Yield mit tieferer Kreditqualität und mit weniger Duration wird dominiert durch den Aktien-Risikofaktor.

Die nachfolgende Grafik zeigt die kumulierte Rendite über alle Subkategorien und den Maximum Drawdown (Max DD) an. Max DD stellt die Differenz zwischen dem Kurs-Höchststand und dem Kurs-Tiefstand in der Betrachtungsperiode dar.

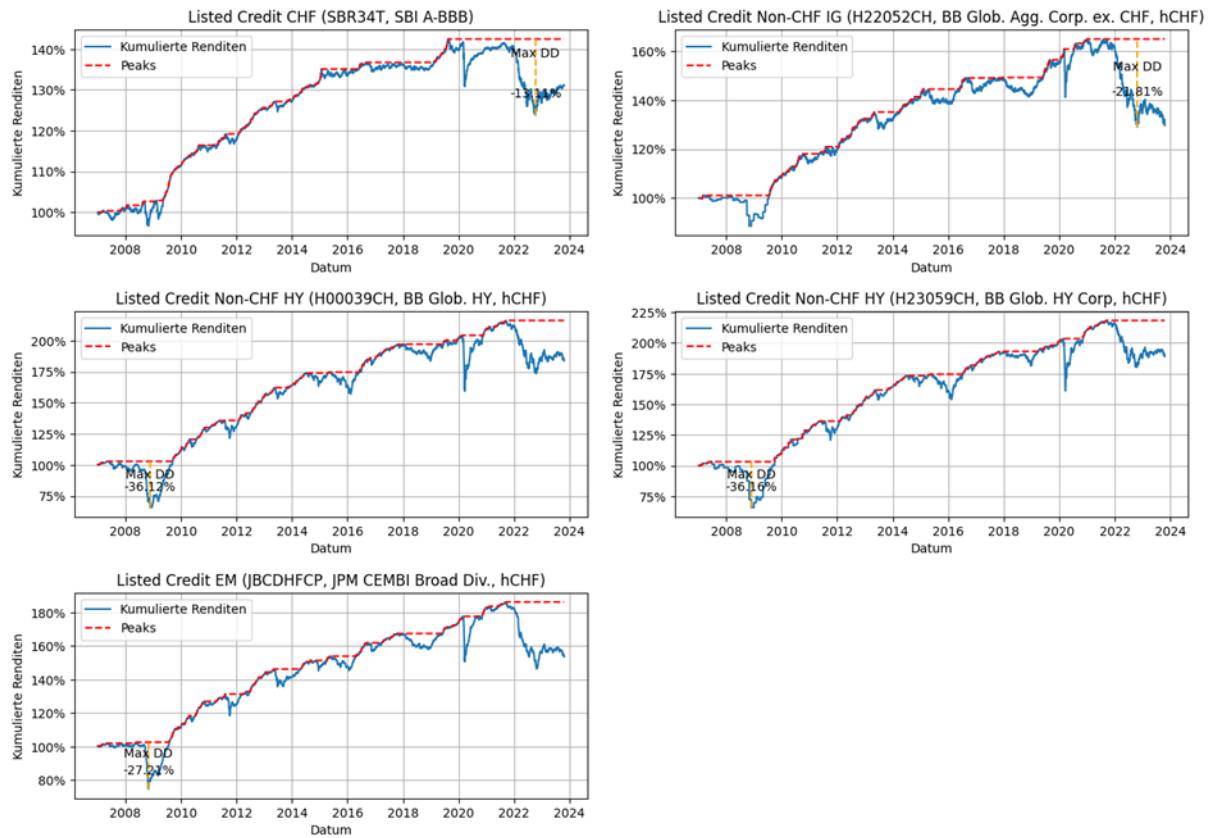


Abbildung 22 Rendite und Max Drawdown Credit Indizes, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Die Grafiken unten (zwei Grafiken pro Index) zeigen jeweils die folgenden Analysen:

1. Monatliche Renditeverteilung (Darstellung links):

Diese Grafik zeigt die monatliche Renditeverteilung pro Benchmark Index über den gegebenen Zeitraum.

Histogramm: Das Histogramm gibt die Häufigkeit der monatlichen Renditen in verschiedenen Bereichen an.

Fat Tails: Die fettgedruckten Linien links und rechts zeigen Bereiche der Verteilung an, die stärker ausgeprägt sind als bei einer normalen Gaussischen Verteilung. Ein hoher Wert für die Kurtosis deutet auf sogenannte «Fat-Tails» hin.

VaR (Value at Risk): Dies gibt das maximale potenzielle Verlustrisiko über einen Monat bei einem gegebenen Konfidenzniveau (hier 95%) an.

Gaussische Verteilung: Diese Linie repräsentiert die normale Verteilung der monatlichen Renditen und dient als Referenz für die tatsächliche Verteilung.

2. Kumulierte Rendite vs. Monatsrenditen (Darstellung rechts)

Diese Grafik stellt den kumulierten Renditeverlauf über den gegebenen Zeitraum (Linie) gegenüber den monatlichen Renditen dar (Balken).

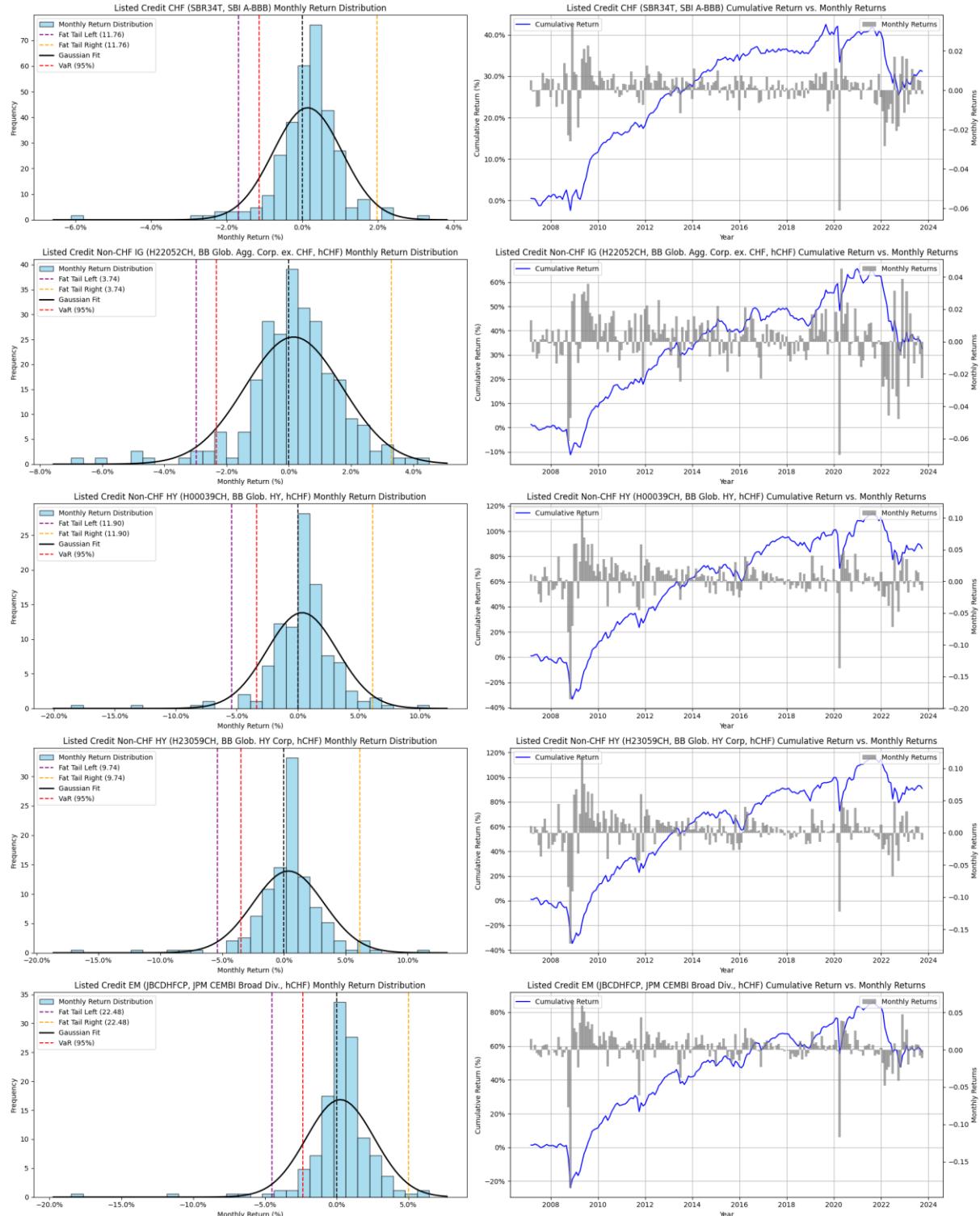


Abbildung 23 Return Distribution Rates, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

2.4.4 Annualisierte Volatilitäten

Die Grafik zeigt die annualisierten Volatilitäten der Anlageklassen.

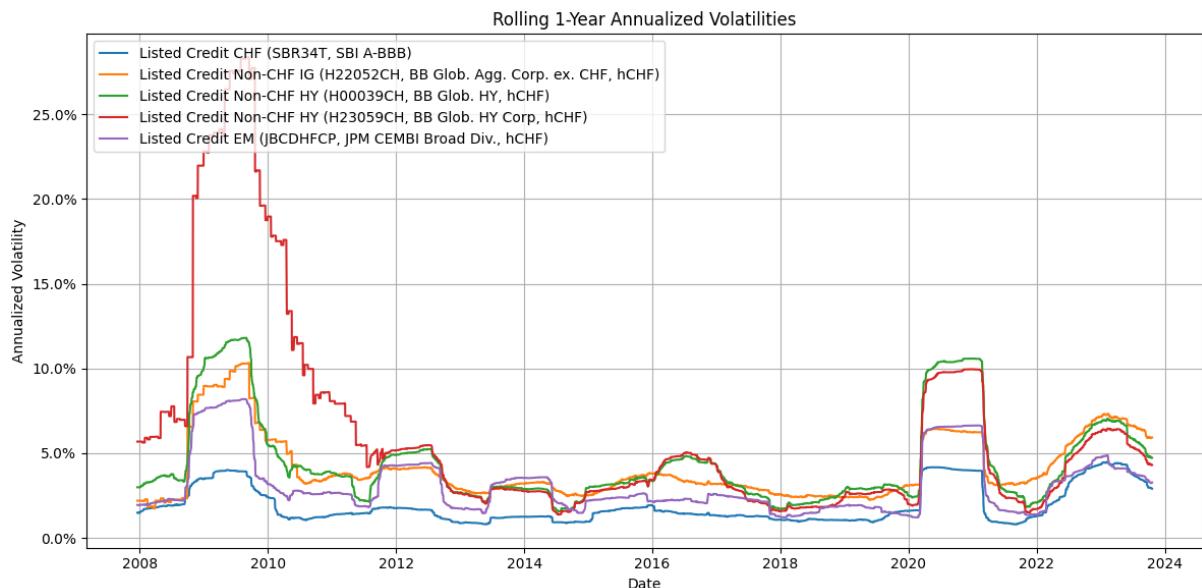
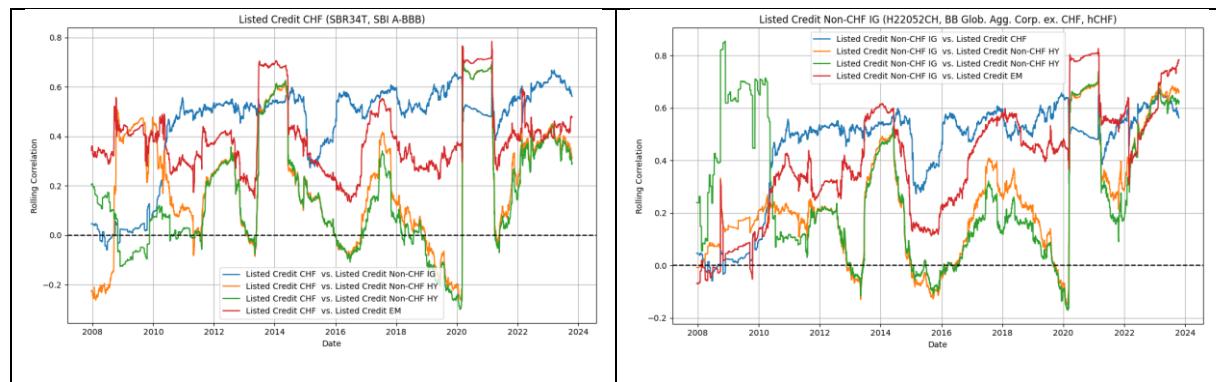


Abbildung 24 Volatilitäten Listed Credit, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

2.4.5 Korrelationen

In den folgenden Graphen werden die dynamischen Beziehungen zwischen den verschiedenen Anlagekategorien über die Zeit hinweg dargestellt. Hierbei handelt es sich nicht um die stichtagsbezogene Korrelationsmatrix, sondern um die rollierende Korrelation einer Anlageklasse gegenüber allen anderen, mit einem Zeitfenster von einem Jahr. Ziel ist es, nachzuvollziehen, in welchen Phasen die Anlageklassen stärker oder schwächer korreliert waren.



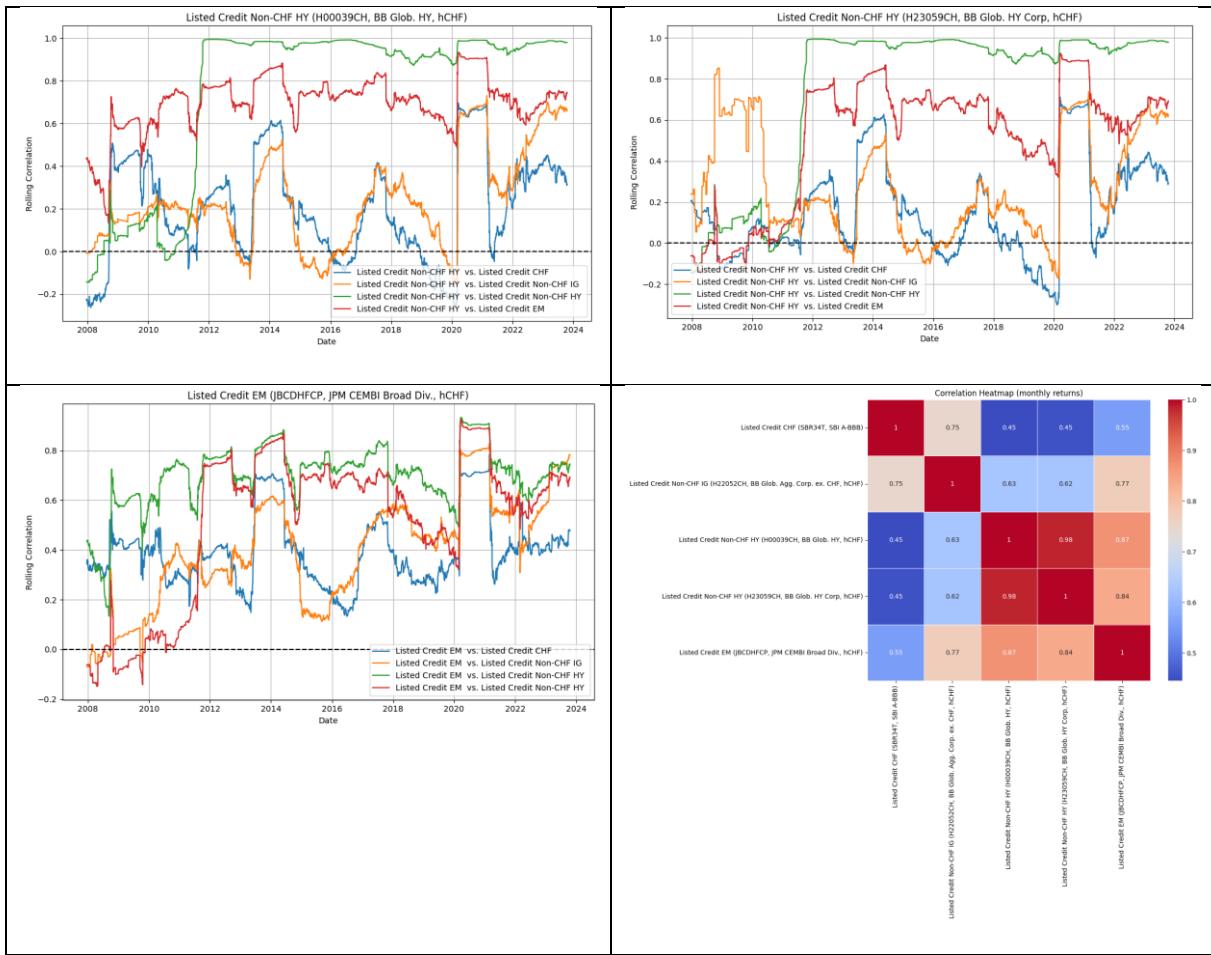


Abbildung 25 Rollierende Korrelationen, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Die Grafiken mit den rollierenden Korrelationen zeigen, dass alle Subkategorien grösstenteils eine positive Korrelation zueinander aufweisen und nur phasenweise schwach negativ korrelieren. Die Korrelationsmatrix basiert auf der gesamten Zeitperiode der monatlichen Renditen. Wie erwartet, zeigen die zwei Listed Credit HY Indizes die stärkste positive Beziehung in dieser Matrix auf.

2.4.6 Verhalten in Krisen

Die nachfolgende Analyse zeigt die kumulierten Renditen während historischen Krisenperioden.

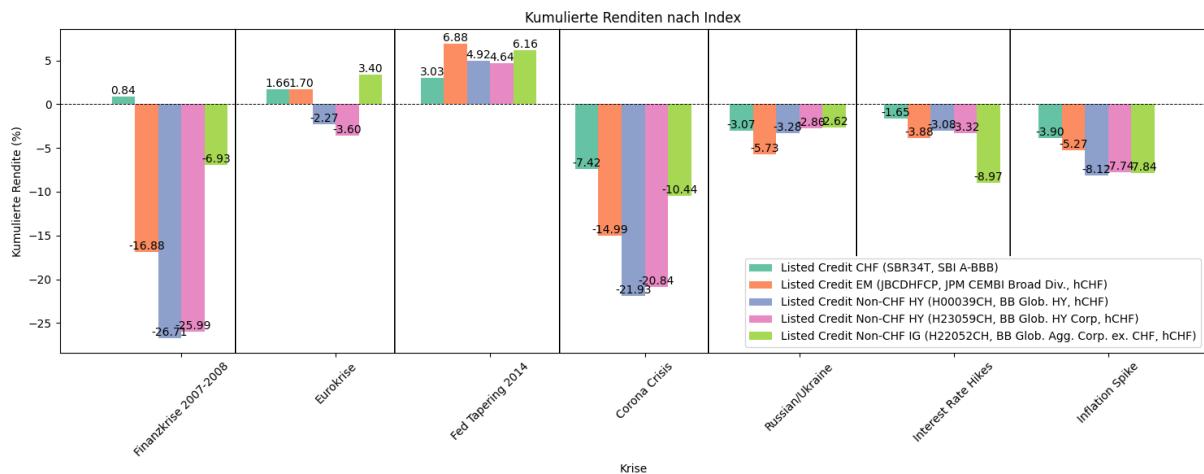


Abbildung 26 Krisenverhalten, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Finanzkrise 2007-2008 (1. August 2007 - 5. März 2009)

Während der Finanzkrise erlitt «Listed Credit Non-CHF HY» massive Verluste von bis zu -26,7%. Im Gegensatz dazu verzeichnete «Listed Credit CHF» eine positive Rendite von 0,84%, unter anderem auch bedingt durch die grossen QE-Eingriffe des FED⁷. Dies spiegelt die Wahrnehmung wider, dass «Listed Credit CHF» als sicherere Anlage betrachtet wurde, was durch die negative Korrelation bestätigt wird (siehe oben).

⁷ Gemäss TREFTOTL Index

Eurokrise 2011 (17. Februar 2011 - 20. September 2011)

Während der Eurokrise erlitten nur die Listed Credit Non-CHF HY Indizes Verluste.

Fed Tapering 2014 (18. Dezember 2013 - 30. Oktober 2014)

Diese Periode war positiv im Vergleich zu den vorherigen Krisen. Alle Indizes haben positiv abgeschnitten, wobei Listed Credit EM die höchste Performance realisiert hat.

Corona Crisis (19. Februar 2020 - 23. März 2020)

Ein kurzer, aber intensiver Zeitraum, in dem die globale Wirtschaft erheblich einbrach. «Listed Credit Non-CHF HY» verzeichneten einen Rückgang von -22% resp. -20.8% und «Listed Credit EM» -15%. Im Vergleich zur Finanzkrise hat auch der «Listed Credit CHF»-Index eingebüßt (-7.4%). In diesem kurzen Zeitraum beobachten wir ebenfalls schnell und stark angestiegene rollierende Korrelationen (siehe oben).

Russland/Ukraine Krise (24. Februar 2022 - 14. März 2022)

Während dieses kurzen Zeitraums, bei Ausbruch des Krieges, waren die Verluste in «Listed Rates EM» mit -5.7% am höchsten, was mit den erwarteten Sanktionen gegenüber Russland und dem einhergehenden Sell-off zu begründen ist.

Zinserhöhungen (16. März 2022 - 27. Juli 2023)

Ein längerer Zeitraum, der durch Zinserhöhungen gekennzeichnet war, führte zu unterschiedlichen Renditen bei den Anlagekategorien. Der Index mit der höchsten Zinssensitivität (siehe Regressionskoeffizienten, Beta, gegenüber Zinsen) d.h. «Listed Credit Non-CHF IG» büßte mit -9% am meisten ein.

Inflationsanstieg (16. August 2022 - 30. September 2022)

Alle Indizes weisen eine negative Performance aus. Am wenigsten eingebüßt hat der «Listed Credit CHF»-Index. Dies lässt sich auf die moderate Inflation in der Schweiz zurückführen.

2.5 Verhalten in Marktphasen

Die Dynamik der Credit-Spreads über die unterschiedlichen Marktzyklen spiegelt sich in den sich verändernden Risikoprämien wider, die Investoren für das Übernehmen der Kreditrisiken fordern. In Phasen wirtschaftlicher Expansion tendieren die Spreads dazu, sich zu verengen, was mit dem gestiegenen Vertrauen der Kreditwürdigkeit der Emittenten zusammenhängt und das Risiko eines Ausfalls als geringer eingestuft wird. Im Gegensatz dazu weiten sich die Credit-Spreads in Zeiten wirtschaftlicher Rezession oder Unsicherheit im Normalfall aus und reflektieren das gestiegene Risiko von Ausfällen der Emittenten. Das Ausmass der Spread-Veränderungen variiert nach Ratingkategorie, wobei hochwertigere Anleihen typischerweise eine tiefere Credit-Spread-Volatilität aufweisen als Bonds mit niedrigerem Kreditrating. Entsprechend sind die Zinsrisiken spürbarer als die Kreditrisiken. Jedoch sind auch die Credit-Spreads mit der Geldpolitik verknüpft. Beispielsweise können expansive geldpolitische Massnahmen, wie Zinssenkungen oder quantitative Lockerungen, die Credit-Spreadssenken,

indem sie die Wirtschaft stimulieren und das Vertrauen der Investoren stärken. Umgekehrt können Massnahmen zur Straffung der Geldpolitik, wie Zinserhöhungen, zu einer Ausweitung der Spreads führen, da sie das Wirtschaftswachstum dämpfen können.

Diese Unterschiede in der Reaktion der Credit-Spreads unterstreicht die Bedeutung einer differenzierten Betrachtung verschiedener Ratingkategorien, um ein umfassendes Verständnis der Marktmechanismen und Risiken zu entwickeln und diese neben Zinsen auch für Credit-Spreads als Steuerungsinstrument einzusetzen.

2.5.1 Zinsen als Steuerungsinstrument und Zustandsmesser der Wirtschaft

Wie bereits im Anlagekonzept Rates detailliert erläutert, ist das Vertrauen in die Währung entscheidend für eine funktionierende Volkswirtschaft. Hohe oder negative erwartete Inflation (Deflation) beeinträchtigt die Planungssicherheit der Wirtschaftsteilnehmer. Hohe Inflation untergräbt das Vertrauen in den Geldwert und beschleunigt den Geldumlauf, was die Inflation weiter anheizt. Deflation hingegen stärkt die Währung, macht Güter günstiger und kann zu geringeren Unternehmenseinnahmen, Entlassungen und reduziertem Konsum führen. Als Idealzustand wird allgemein eine mit Preisstabilität bezeichnete Inflation von 0-2% pro Jahr bezeichnet. Notenbanken steuern über Leitzinsen und geldpolitische Instrumente das Geldangebot, um die Wirtschaftsleistung und Inflation zu beeinflussen. Änderungen der Zinsen, insbesondere am langen Ende der Zinskurve, sind entscheidend für die Rendite. Langfristige Zinsen reflektieren Markterwartungen bezüglich Leitzinsen und Inflation. Zinsänderungen wirken sich auf die Preise und Renditen aus, wobei die Laufzeit der Anlagen eine wichtige Rolle spielt. Historisch haben Leitzinserhöhungen der US-Notenbank oft zu wirtschaftlicher Schwäche geführt, während Zinssenkungen einen positiven Effekt auf die Rendite hatten. Dies unterstreicht den defensiven Charakter zinssatzsensitiver Anlageinstrumente in verschiedenen Marktphasen und deren Diversifikationsvorteile in gemischten Portfolios.

2.5.2 Credit-Spreads als Steuerungsinstrument

Credit-Spread-Analysen spielen eine entscheidende Rolle in der Steuerung von kreditbehafteten Bond-Portfolios. Sie erlauben es, Risiko-Rendite Profile unterschiedlicher Anlageklassen zu vergleichen und fundierte Investitionsentscheidungen über Anlageklassen hinweg zu treffen. Bei der Credit-Spread-Analyse ist es wichtig, den systematischen und idiosynkratischen Effekt zu berücksichtigen. Ein Anstieg der Spreads kann auf unternehmensspezifische Risiken hinweisen, die sich auch in der Aktienkursentwicklung widerspiegeln könnten. Dieser Logik folgend, bieten Credit-Spread-Analysen Einsichten in die relative Attraktivität verschiedener Industriesektoren oder sogar Länder.

Folgende Analysemöglichkeiten und Erkenntnisse basierend auf Credit-Spreads werden in der Praxis verwendet.

Korrelationsanalyse: Um das systematische Risiko bzw. das idiosynkratische Risiko basierend auf Credit-Spreads abzugrenzen, ist die Analyse der Korrelation verschiedener Bonds oder Bondkategorien erforderlich. Es liefert Aufschluss über gemeinsame Risikofaktoren und Marktreaktionen.

Zeitreihenanalyse: Durch die Untersuchung über längere Zeiträume können Trends, Zyklen und Anomalien identifiziert werden. Diese Analysen helfen, langfristige Muster in der Spread-Entwicklung zu erkennen und

ermöglichen Prognosen über zukünftige Marktbedingungen, die über verschiedene Anlageklassen hinweg relevant sind.

Sensitivitätsanalyse: Betrachtung und Schätzung der Reaktion der Credit-Spreads auf Änderungen von makroökonomischen Variablen wie Zinssätze, Inflationsraten oder das Bruttoinlandsprodukt. Diese Analysen helfen, eine erwartete Entwicklung von Makrofaktoren in eine erwartete Entwicklung/Reaktion des Bondportfolios zu übersetzen.

2.5.3 Investorenverhalten

Die Preisentwicklung liquider Kapitalmärkte zeigt in Summe das Verhalten aller Anleger im Markt. Es ist vereinfacht gesagt das Abbild der kapitalgewichteten Meinung aller Investoren. Aus dem Preis lässt sich demnach sehr vieles ablesen, wenn es auch nur schwer erkennbar ist, welche Gründe hinter den Transaktionen stehen.

In diesem Abschnitt wird vereinfacht beschrieben, wie sich Investoren in liquiden Kreditmärkten verhalten und welchen Einfluss sie damit auf die Preisbildung haben.

Aufschwung

Ist die Wirtschaft im Aufschwung steigt die Wirtschaftsleistung an. Die Unternehmen finden lukrative Wege ihre Geschäftsmodelle zu erweitern und stoßen dabei auf konsumfreudige Kunden. Es entsteht eine positive Wirtschaftsdynamik, in der alle Akteure mehr Einkommen generieren und damit die Investitionen erneut ankurbeln. Die höhere Nachfrage führt zu steigenden Preisen, die von den Akteuren bereitwillig bezahlt werden, da die Einkommenseite gleichzeitig steigt. Das Risiko, dass ein Unternehmen das ihr anvertrautes Kapital nicht zurückzahlen kann, nimmt in dieser Phase schnell ab. Entsprechend drängen Anleger mit tieferer Risikofreudigkeit in den Markt und die Risikoprämie sinkt. Anleger mit höherem Risikoappetit sind gewillt bezüglich der Qualität von Unternehmen Abstriche zu machen und beginnen in höher rentierende, risikantere Unternehmensanleihen wie bspw. High-Yield-Obligationen zu wechseln.. Während eines wirtschaftlichen Aufschwungs steigt somit im Allgemeinen die Nachfrage nach Unternehmensobligationen. Diese gestiegene Nachfrage wird nur wenig durch die nachlassende Nachfrage von risikofreudigen Investoren beeinträchtigt, die möglicherweise zu riskanteren Anlagen wie High-Yield-Obligationen wechseln. Insgesamt überwiegt in Aufschwungphasen die erhöhte Nachfrage nach Unternehmensanleihen von Anlegern, die eine geringere Risikobereitschaft aufweisen. In dieser Phase können Anleger teilweise an der Wirtschaftsleistung partizipieren. Anleihen von sehr guter Qualität sind in dieser Phase eher unattraktiv, da eine hohe Risikoprämie für das Eingehen zusätzlicher Risiken verdient werden kann. Außerdem steigen die Zinsen an, da die Anleger für die höhere Inflation entschädigt werden wollen, was zu Kapitalverlusten führt. Am Ende des Aufschwungs ist bereits sehr viel Kapital in risikantere Anlagen geflossen und die Credit-Spreads sind auf oder unter ihrem historischen Durchschnitt. Außerdem hat die Inflation ein Level erreicht, an dem die Preisstabilität aus Sicht der Notenbank gefährdet ist. Es folgt die nächste Phase im Zyklus.

Hochkonjunktur

Die Wirtschaft erreicht in der Hochkonjunktur ihren Wachstumshöchststand. Gleichzeitig hat die Risikoprämie für Anlagen wie Aktien oder Kreditobligationen so stark abgenommen, dass das Risiko mit diesen Anlagen einen Verlust zu erleiden deutlich angestiegen ist. Die Anleger sehen sich ebenfalls einer Straffung der Geldpolitik gegenüber, was die Fremdkapitalkosten aller Akteure im System verteuert. Der Konsum nimmt ab und die Unternehmen müssen Kosten sparen, was letztlich zu Lasten der Arbeitnehmer geht, welche ihre Sparquote erhöhen und weniger konsumieren. Aus der Hochkonjunktur entsteht damit die nächste Phase im Zyklus in der die Wirtschaftswachstum langsam beginnt abzuflachen und letztlich zu sinken. Die Anleger reagieren in dieser Phase mit Gewinnmitnahmen und trennen sich von Anlagen mit hohem Risiko mit tiefer Risikoprämie. Es kommt zu ersten Umschichtungen in weniger riskante Anlagen wie Anleihen mit höherer Qualität.

Abschwung

Da es für die Notenbanken schwierig ist den richtigen Zeitpunkt für die geldpolitische Straffung zu finden und es meist politisch unattraktiv ist die Zinsen über ein für die Wirtschaft schädliches Niveau anzuheben, tritt der Zins- und Inflationstop meist erst nach dem Kippunkt der Wirtschaft ein. Da die Notenbank damit «behind-the-curve» gerät muss sie nun umso stärker agieren, um ein Ausufern der Inflation zu verhindern. Damit wird die Wirtschaft spürbar geschwächt und die Anleger beginnen ihren Ausblick auf weniger Wachstum anzupassen. Das Risiko mit hoch bewerteten Anlagen Geld zu verlieren, steigt und die langfristigen Zinsen preisen bereits die absehbare Rezession ein. Die kurzfristigen Zinsen, definiert von den Notenbanken, sind nach wie vor hoch bzw. steigen, um die Inflation zu bekämpfen, während die erwarteten negativen Folgen auf die Wirtschaft die langen Zinsen sinken lassen. Je nach Finanzierungsstrategie sind die höheren Zinsen für die Unternehmen eine Zeit lang nicht bremsend, da sie sich in der Hochkonjunktur günstig und lange finanziert haben. Unternehmen mit sehr kapitalintensiven Geschäftsmodellen (laufende Investitionen, Reparaturen) spüren die gestiegenen Zinsen stärker als jene mit tiefer Kapitalintensität (Servicesektor, Technologie).

Die Abschwungs Phase, auch Rezession genannt, kann je nach Umfeld stärker oder schwächer ausfallen. In der Vergangenheit haben vor allem Finanzkrisen jeweils zu einem sehr starken Abschwung geführt. Aber auch Extremereignisse wie die Corona Pandemie 2020 können die Wirtschaft stark negativ treffen. Zieht sich eine Rezession über längere Zeit hin, in der tiefe Zinsen und sonstige stimulierende Massnahmen von Notenbank und Staat die Wirtschaft anzukurbeln fehlschlagen, spricht man allgemein von einer Depression. Jede Krise ist anders und so verhalten sich auch die Investoren in jeder Krise anders. In der Regel gelten festverzinsliche Anlagen von Schuldern sehr guter Qualität als Safe Haven und werden in Krisenzeiten stark nachgefragt. Allerdings spielt in einer heftigen Marktkorrektur die Liquidität eine entscheidende Rolle. Der Unternehmensobligationen-Markt ist in ruhigen Phasen liquide genug, um auch grössere Transaktionen zu absorbieren. In einer Krise weiten sich jedoch die Geld-Brief-Spreads deutlich aus und widerspiegeln die Unsicherheit der Investoren in Bezug auf die Ausfallrisiken der Unternehmen. In extremen Situationen können Unternehmensobligationen nur mit deutlichen Abschlägen zum «fairen» Preis gehandelt werden. Je undurchsichtiger, riskanter und konjunktursensitiver ein Geschäftsmodell, desto höher die Zurückhaltung der Käuferseite und desto schwieriger wird ein Ausstieg. Dieser Liquiditätseffekt führt zu einer unter Umständen extremen Marktbewegung, gemessen an den zuletzt gehandelten Preisen, da einige Investoren dringend Geld benötigen und alles verkaufen, was irgendwie liquidierbar ist.

2.6 Charakteristiken

Diese Kapitel hat das Ziel, die Charakteristiken von Credit im grösseren Anlageuniversum zu verorten und ggü. anderen Anlageklassen einzuordnen. Mit der Entwicklung weiterer Anlagekonzepte wird es möglich werden, die Charakteristiken unterschiedlicher Subkategorien miteinander zu vergleichen. Die unten zum Vergleich aufgeführten Anlageklassen-Charakteristiken wurden «standalone» entwickelt, und dienen lediglich dazu, Credit in Kontext setzen zu können. Die Werte der Skalen ist von 1 (tief) bis 5 (hoch). Die Werte sind so gewählt, dass sie im Vergleich zu anderen Anlageklassen aussagekräftig sind.

Dimension	Listed Credit	Listed Equities DM	Listed Rates
Return: Mittlerer einstelliger Bereich, leicht unter der Zielrendite des Gesamtportfolios der PKCSG.	3	4	2
Market Volatility: In der Regel eher gering, kann aber in Phasen starker wirtschaftlicher Unsicherheit hoch sein.	3	4	2
Tail Risk: Das Ausfallrisiko ist als mittel einzustufen. Ein Tail-Event ist hauptsächlich in Phasen sehr hoher Unsicherheit bezüglich der Wirtschaft zu erwarten und kann liquiditätsgtrieben sein.	3	4	2
Liquidity: Es besteht ein grosser Sekundärmarkt, der in den meisten Fällen viel Liquidität bietet. Die Liquidität ist im CHF Markt insbesondere und während Stressphasen allgemein deutlich verringert.	3	5	4
Sensitivity to Business Cycle: Die generelle Sensitivität wird als mittel eingeschätzt.	3	5	1
Interest Rate Sensitivity: Die unterliegende Sensitivität zu Zinsen ist hoch und wird durch die Kreditkomponente etwas verringert. Insgesamt wird dennoch eine hohe Zinssensitivität erwartet.	4	2	5
Equity Risk Sensitivity: Die Korrelation zu Listed Equity ist mehrheitlich mittel einzustufen, phasenweise jedoch erhöht.	4	5	2
Implementation Complexity: Listed Credit lassen sich sehr einfach über klassische Implementationsformen umsetzen. Einige Länder in den Emerging Markets ausgenommen.	1	1	1
Market Size: Sehr grosser Markt mit vielen Teilnehmern und regelmässigem Handel.	3	5	5
Cost: Sehr günstig umsetzbar mit Ausnahme von aktiven Satellitenmandate.	1	1	1

(Kategorien zum Vergleichen: Equity DM (MSCI Welt), Equity EM (MSCI EM), Global Credit (Agg. Credit)

Tabelle 3 Charakteristiken, Quelle: eigene Darstellung

2.7 Implementationsvarianten

Die Umsetzung der Credit Strategie ist technisch ähnlich wie für andere Listed Market Anlageklassen. In der Tabelle unten werden die Stärken und Schwächen der verschiedenen Implementationsvarianten gegenübergestellt.

Variante	Beschreibung	Stärken	Schwächen
1) Interne Verwaltung	Interne Umsetzung des Mandats	<ul style="list-style-type: none"> • Tiefe direkte Kosten 	<ul style="list-style-type: none"> • Die interne Umsetzung von Fixed Income Mandaten entspricht nicht der gewünschten strategischen Wertschöpfungstiefe der PKCSG. • Die dafür nötigen personellen und technischen Ressourcen müssten aufgewendet werden.
2) Mutual Fund / ETF	Anlage in öffentlich aufgelegtes Fond-Vehikel	<ul style="list-style-type: none"> • Operativ einfach • Effiziente Umsetzung, auch in speziellen Märkten möglich. 	<ul style="list-style-type: none"> • Anlagerichtlinien sind gegeben und können nicht verändert werden. • Anlagen sind nicht segregiert von anderen Investoren. • Management Fees
3) Segregiertes Mandat, externe Verwaltung	Umsetzung via Mandat bei externem Asset Manager	<ul style="list-style-type: none"> • Übliches Setup von klassischen Anlagestrategien • Mandat kann sehr frei gestaltet werden • Komplexität und Führungsaufwand für Personal ist externalisiert 	<ul style="list-style-type: none"> • Mittlere operativ Komplexität • Management Fees

Tabelle 4 Stärken und Schwächen der Umsetzungsvarianten, Quelle: eigene Darstellung

Variante 1) Interne Verwaltung wird nicht bevorzugt: Die PKCSG verwaltet keine Fixed Income Mandate intern und hat kein Interesse sich hier neu zu engagieren.

Variante 2) kann in speziellen Nischen zum Einsatz kommen: Aufgrund technisch komplexer Märkte oder aufwändiger Portfoliokonstruktion kann es sein, dass der Aufbau eines segregierten Mandats nicht möglich oder nicht wirtschaftlich ist (z.Bsp. in speziellen Segmenten von Emerging Markets oder High-Yield, aber auch bei verbrieften Produkten) oder zu viel Zeit in Anspruch nimmt und der PKCSG dadurch Opportunitätskosten entstehen. Somit gilt für diese Variante «nur mit guter Begründung».

Variante 3) segregiertes Mandat ist die bevorzugte Umsetzung: Externe Verwaltung bietet bei akzeptabler Komplexität die meisten Vorteile. Die Wertschriften sind segregiert und die Anpassbarkeit der Anlagerichtlinien ist gegeben.

3 Abgrenzung «Credit»

Anlageklasse

Aus den strategischen Vorgaben der ALM-Studie wird die hohe Zinssensitivität von Credit als Ausgleich zu den Verpflichtungen angesehen. Der Hauptfokus liegt also auf Anleihen in Schweizer Franken mit einer entsprechenden Zinssensitivität resp. auf Anlagen mit einer hohen Korrelation zu diesen Anleihen (Proxy). In der SAA werden bewusst dafür geeignete Indizes gewählt, die das Universum entsprechend definieren.

Die Bandbreite für Credit beinhaltet bewusst auch Anleihen mit einer geringeren Korrelation zu den Verpflichtungen und mit einem höheren Risikoprofil. Diese werden zwar strategisch nicht gefordert, es besteht dennoch ein gewisser Spielraum für die Umsetzung.

Daraus können folgende Abgrenzungen abgeleitet werden.

Kriterium	Abgrenzung
Emittenten	Forderungen von Emittenten die nicht Teil des Indexuniversums für Listed Credit (CH, Non-CH IG, Non-CH HY, EM) sind, werden ausgeschlossen.
Währungen	Alle Währungsrisiken müssen gegen den Schweizer Franken abgesichert werden. Es soll nicht in Anlagen in Währungen investiert werden, die keinen liquiden und effizienten Währungswechsel zum Schweizer Franken zulassen.

Tabelle 5 Abgrenzung Credit, Quelle: eigene Darstellung

Private Credit: Anlagen in nicht-quotierte Unternehmenskredite (Middle Market Lending, Private Debt) sind typischerweise floating, d.h. der geschuldete Coupon berechnet sich dynamisch auf Basis eines variablen Referenzzinses zuzüglich eines Aufschlags für das Kreditrisiko. Es kommt üblicherweise keine Inflationskomponente dazu d.h. die Anlageklasse ist liefert nominale Erträge. Diese Anlagen leisten keinen substanziellem Durationsbeitrag und schützen somit nicht vor Zinsschwankungen auf der Verpflichtungsseite der Bilanz. Demgegenüber weisen nicht-kotierte Kredite zur Finanzierung von Immobilien oder Infrastrukturanlagen oft eine Duration auf. Beiden Finanzierungsformen (resp. Anlagen) ist jedoch gemein, dass sie sehr illiquid sind und entsprechend das Illiquiditäts-Budget beanspruchen würden.

Die PKCSG ist der Meinung, dass das Universum der liquiden festverzinslichen Anlagen eine ausreichende Vielfalt bietet und dass sich die Illiquidität gegenüber anderen Privatmarktanlagen nicht lohnt (d.h. die Opportunitätskosten sind zu hoch).

Daher werden Privatmarktanlagen ausgeschlossen.

4 Steuerung und Strategie

Die strategischen Vorgaben berücksichtigen bei gut finanzierten Kassen meist ein Mindestgewicht in der Anlageklasse Credit, damit die Deckungsgradvolatilität kontrolliert bleibt und gleichzeitig ein Beitrag zur Sollrendite erzielt wird. Ein aktiver Ansatz zur dynamischen Steuerung der Anlagekategorie ist aus folgenden Gründen angebracht:

1. Veränderungen im Credit-Spread unterliegen Zyklen und bieten die Möglichkeit von taktischen Allokationsanpassungen.
2. Die Kreditqualität von Schuldern kann anhand von mehreren Methoden evaluiert werden und bietet dem Investor Alpha-Potenzial aus der Security-Selection.

4.1 Taktische Allokation

Innerhalb der strategischen Vorgaben kann sich gemäss aktuellem Anlagereglement der Chief Investment Officer (CIO) frei bewegen. Er tut dies im Rahmen der definierten Investment Decision Organisation (IDO). Da es sich bei Credit, mit Ausnahme von Private Credit, in die aktuell nicht investiert wird, ausschliesslich um liquide Anlageklassen handelt, obliegt es der TAA-Group Abweichungen von der SAA zu beschliessen. Die TAA wird monatlich festgelegt und hat einen, über die SAA-Bandbreiten und weitere Vorgaben der Investment Planning, Treasury and Risk Group (IPTR) eingeschränkten, Spielraum. Die Prozesse, Funktionsweise und Verantwortlichkeiten der TAA Group werden in separaten Dokumenten geregelt.

Eine wichtige Einschränkung besteht für Listed Credit CHF. Diese sind zwar liquide und täglich handelbar, dennoch ist die Liquidität vor allem für grössere Volumen eingeschränkt und unterliegt saisonalen Schwankungen. Dies gilt es in der Umsetzung auf Stufe TAA-Group zu berücksichtigen. Eine Erhöhung bzw. Reduktion der Subkategorie Listed Credit CHF hat immer in vorgängiger Absprache mit dem Portfoliomanagement TI/AI zu erfolgen.

Zur Steuerung von Kredit-Risiken auf taktischer Stufe sind die Subkategorien Listed Credit Non-CHF IG, Listed Credit Non-CHF HY und Listed Credit EM gut geeignet.

4.2 Security-Selection

Die Security-Selection erlaubt es, neben der taktischen Positionierung, eine Mehrrendite durch eine abweichende Auswahl an Anleihen ggü. der Benchmark zu erzielen. Die Guidelines der Mandate können entsprechende Freiheitsgrade aufweisen, so dass der Investment Manager kontrollierte Risiken eingehen kann. Die PKCSG erachtet die Kreditanalyse als eine fundierte und erfolgsversprechende Möglichkeit, eine Zusatzrendite zu erwirtschaften. Vorausgesetzt wird, dass das entsprechende Wissen und die Erfahrung beim Investment Manager

vorhanden sind. Der zur Auswahl der Manager vorgesehene Prozess ist der Manager Selektionsprozess der IDO. Die «Manager Selection Group» ist für den Prozess zuständig.

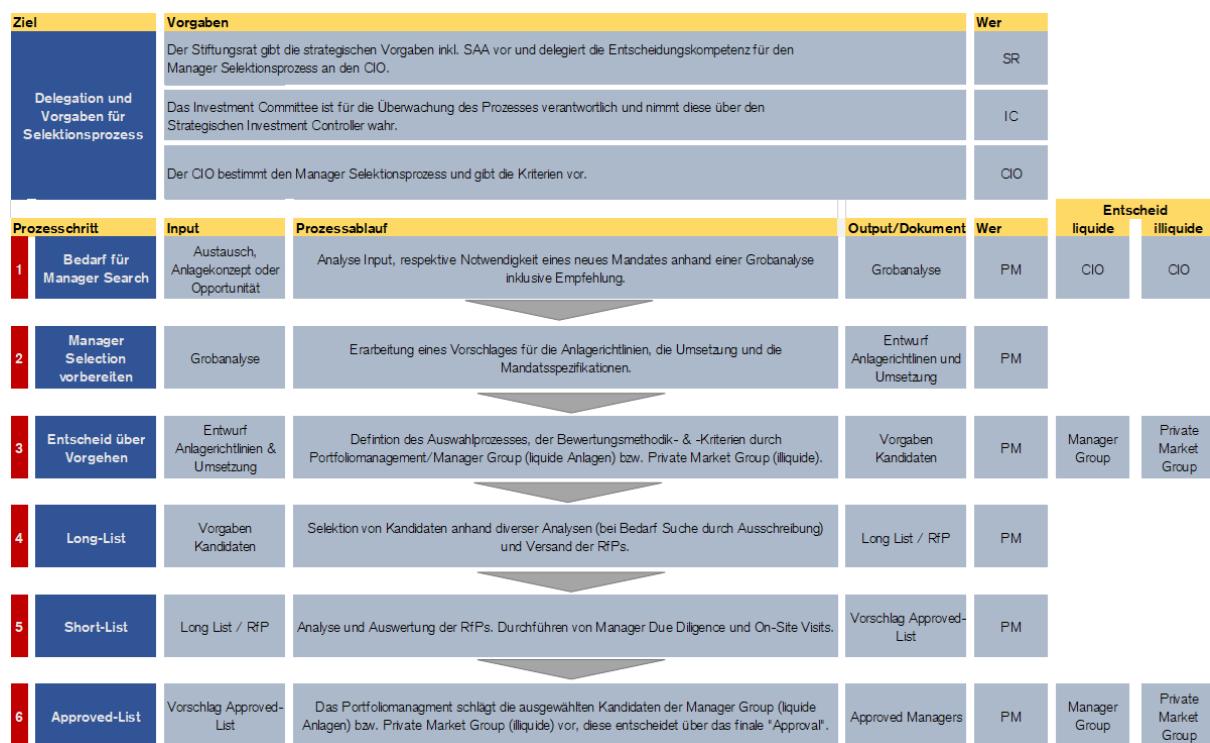


Abbildung 27 Manager Selection Process, Quelle: JPKA

5 Listed Credit CHF

Die Subkategorien der Anlagekategorie Credit teilen sich viele Eigenschaften, die in den Vorgaben aus ALM und SAA sowie im Teil Anlageuniversum bereits detailliert thematisiert werden. Die Beschreibung der einzelnen Subkategorien sowie die Strategie werden deshalb kurz gehalten, um Doppelspurigkeiten zu verhindern.

5.1 Beschreibung der Anlageklasse

Dieses Kapitel beschreibt die Subkategorie Listed Credit CHF bezüglich ihrer Eigenschaften im Portfolio, Marktgrösse und Entwicklung, bringt die verwendete Benchmark näher, erklärt die erwarteten Risiken und Renditen und gibt Auskunft zu Rendite-/Risikoprofil und den möglichen Implementationsvarianten.

In Anbetracht der Tatsache, dass das Portfolio bereits seit längerem erfolgreich in der Anlageklasse investiert ist, werden die Implementationsvarianten kurz gehalten.

5.1.1 Marktgrösse und -Entwicklung

In diesem Abschnitt werden konkrete Kennzahlen zur spezifischen Subkategorie genannt. Als erstes wird die Benchmark in die Einzelteile zerlegt und nach Rating dargestellt. Die Quelle für die Ratings ist der Indexprovider SIX mit dem Composite Rating.

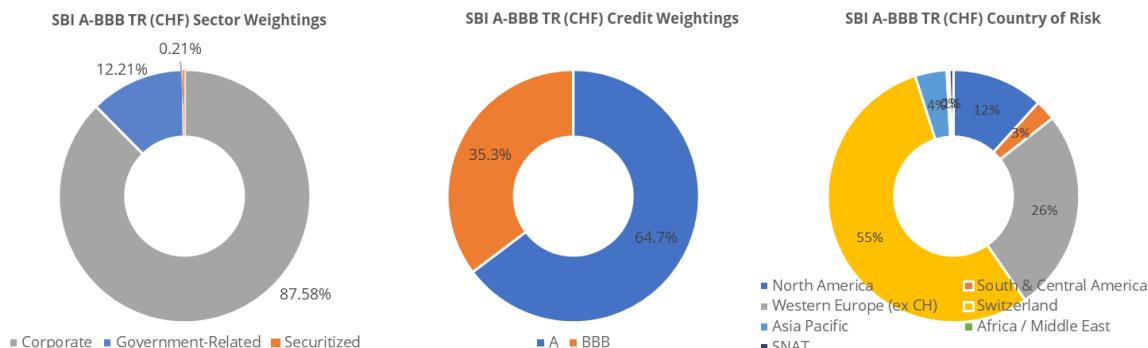


Abbildung 28 SBI A-BBB: Sector Credit and Country of Risk weightings, Quelle: SIX Group

Das Ratinguniversum bei Listed Credit CHF besteht zum grössten Teil aus Emissionen mit mindestens einem A Rating. Die Marktgrösse (Market Value) der Benchmark beträgt CHF 110 Mrd. Ein weiteres Kriterium der Subkategorie ist der Fokus auf Schweizer Corporate Bonds in CHF. Die Betrachtung des Domiziles der Schuldner (Country of Risk) liegt für die Schweiz bei 55%.

BICS Level 2 - Historisch und aktuell (Combined Benchmark)

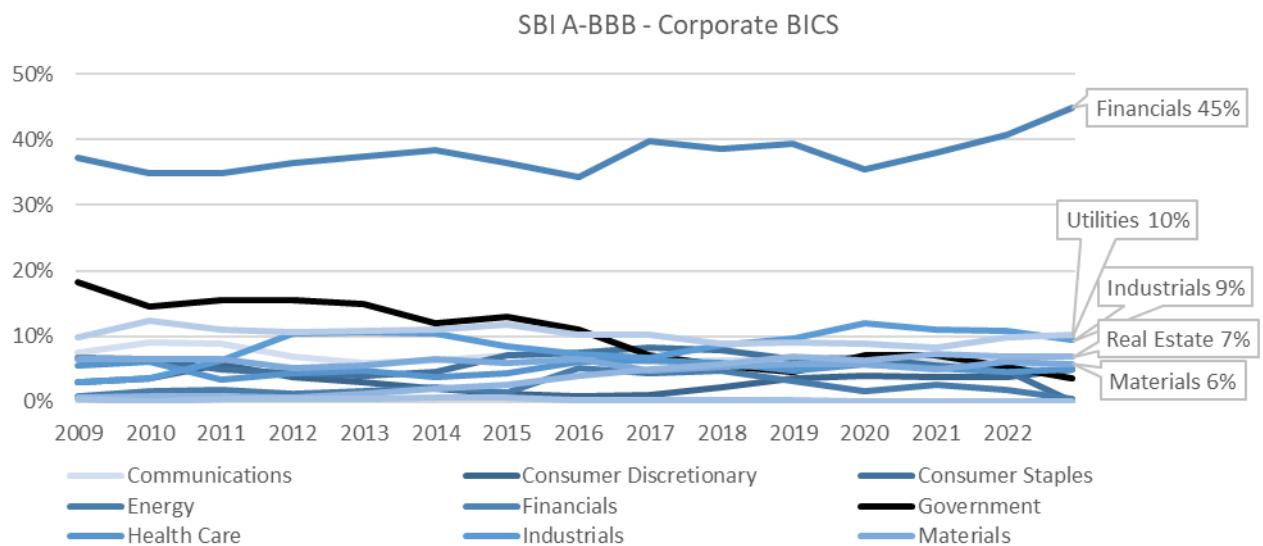


Abbildung 29 BICS historisch Listed Credit CHF, Quelle: Bloomberg

Die Grafik zeigt sowohl den zeitlichen Verlauf der BICS-Sektorallokationen sowie die Top-5 zum letzten Stichtag am Ende Oktober 2023 im Benchmark Listed Credit CHF auf. Wie in der Grafik gut zu erkennen ist, machen «Financial Institutions» mit über 45% und «Utilities» mit 10% den grössten Anteil im Benchmark aus. Die zeitliche Entwicklung lässt einen Anstieg der «Financials» erkennen. Gleichzeitig ist ein starker Rückgang der Sektorallokation «Government» (Dezember 2009: 18%, Oktober 2023: 4%) zu beobachten, welche es nicht mehr unter die Top 5 der Sektorallokationen schafft. Unter „Government“ Bonds fallen unter anderem Staatsanleihen sowie regionale (z. B. Kantone, Städte im In- und Ausland) und supranationale Organisationen. Die Allokation zu (nicht eidgenössischen) Staatsanleihen machte im Jahr 2009 etwa 18,3% der Gesamtallokation in Listed Credit CHF aus. Hierzu zählten Staatsanleihen aus Tschechien, Griechenland, Italien, Polen und der Slowakei, die vermutlich aufgrund der niedrigen Zinsen Anleihen ausgegeben haben in Erwartung stabiler Wechselkurse. Mit den darauffolgenden Eingriffen der SNB in die Währung, zur Stützung des Schweizer Franken (Floor und Devisenmarkttransaktionen) hat die Attraktivität solche Anleihen in CHF zu emittieren, stark abgenommen, und entsprechend ist die Allokation gefallen.

Marktgrösse

Die Marktgrösse Schweizer Unternehmensanleihen mit Rating A-BBB war über die letzten Jahre konstant und beträgt aktuell knapp CHF 110 Mrd. Die Verteilung über die Laufzeiten ist so, dass ca. 70% der Anleihen eine kürzere (Rest)-Laufzeit als 5 Jahre haben.

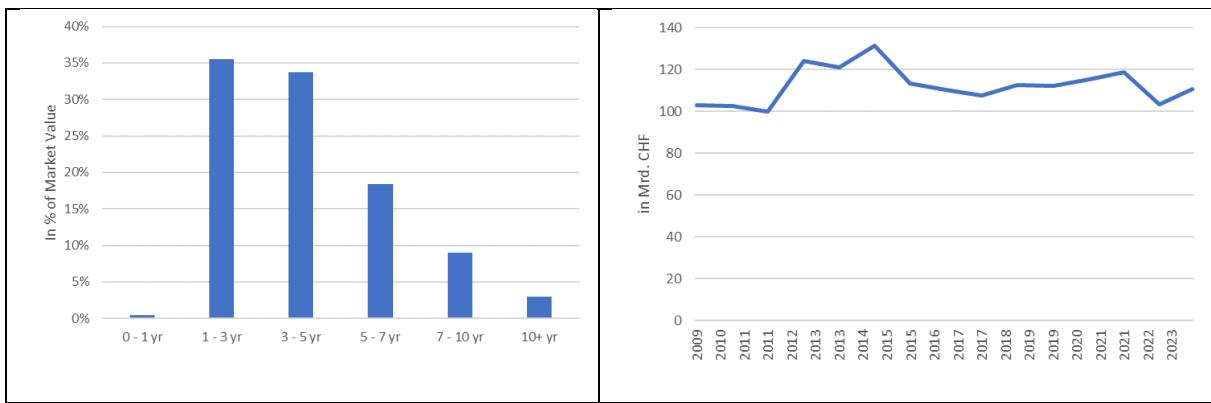


Abbildung 30 Laufzeitbucket und Marktgrösse Listed Credit CHF, Quelle: Bloomberg

5.1.2 Renditeerwartungen

Risk/Return Assumptions (ALM Officer)

	Expected Return	Volatility
Listed Credit CHF	1.55%	3.50%

Table 6 Risk/Return Assumptions Listed Credit CHF, Quelle: PPCMetrics, 30.06.2023

Capital Market Assumptions PKCSG

	Expected Return	Volatility
Listed Credit CHF	2.2%	4.0%

Table 7 Risk/Return Assumptions Listed Credit CHF, Quelle: JPKA, 31.10.2023

5.2 Strategie

5.2.1 Ziele

Dieses Kapitel beschreibt die Ziele und Erwartungen der PKCSG an ihre Anlage in Listed Credit CHF. Diese werden primär von den Charakteristiken abgeleitet und in diesem Kapitel operationalisiert, so dass sie konkret gemessen werden können.

Return	Primär: Erreichen der Benchmarkrendite nach Kosten. Sekundär: Erzielen einer Überperformance von 0.5% p.a. über einen Zeitraum von 5 Jahren.
Market Volatility	Die Strategie soll ein sehr ähnliches Risikoprofil aufweisen wie die Subkategorien Benchmark. Der Tracking Error soll maximal 3% betragen.
Liquidity	Die Erwartung ist, dass die Liquidität ausreichend hoch ist für regelmässiges Rebalancing und für kleinere taktische Anpassungen im Bereich von 1-2% pro Monat.

Sensitivity to Business Cycle	Die Strategie soll sich ähnlich der Benchmark verhalten.
Interest Rate Sensitivity	Die Strategie soll sich ähnlich der Benchmark verhalten.
Implementation Complexity	Die Komplexität soll tief sein und über benchmarknahe Mandate erfolgen. Es können aktive Strategien eingesetzt werden.
Market Size	Die Marktgrösse wird über das Anlageuniversum bzw. die Benchmarkzusammensetzung definiert.
Cost	Ein Total Expense Ratio (TER) soll deutlich unter 0.1% liegen. Es darf keine Performance Fee vereinbart werden.

Tabelle 8 Ziele Listed Credit CHF, Quelle: JPKA

5.2.2 Allokation und Constraints

Universum / Abgrenzung	Es darf ausschliesslich in Forderungen in Schweizer Franken von Emittenten aus dem Indexuniversum investiert werden. Ausnahmen können vom Portfoliomangement bis zu maximal 10% der Subkategorie bewilligt werden. Liquidität sowie Geldmarktfonds- und Anlagen sind erlaubt sofern die durchschnittliche Laufzeit 1 Jahr nicht übersteigt. Wandelanleihen mit Zwangswandlung oder «full write down» werden ausgeschlossen. Erlaubt sind Derivate, die auf die oben genannten Anlagen oder eine dem Universum sehr ähnliche Anlage lauten, inkl. Bond Futures auf Schweizer Staatsanleihen und Zinssatzswaps in CHF.
Tracking Error	Der Tracking Error muss im Rahmen des von der Investment Planning, Treasury and Risk Group definierten Selektionsbudgets liegen.
Sektoren	Es gelten keine speziellen Bandbreiten, sofern der Tracking Error eingehalten wird.

Tabelle 9 Allokation und Constraints Listed Credit CHF, Quelle: JPKA

5.2.3 Implementation

Die Strategie folgt einem reinen Core Ansatz. Die strategische Quote kann mit einem Manager umgesetzt werden. Bei Allokationen über 5% des Gesamtvermögens soll ein weiterer Manager mandatiert werden. Die Implementierung erfolgt über segregated Accounts im Eianlegerfond «Global Bonds». Steuerliche Folgen sind bei der Implementierung stets zu berücksichtigen und vorsichtig abzuwägen.

5.2.4 Strategische Erfolgskontrolle

Der Erfolg der Strategie wird regelmässig mit dem CIO und IC besprochen . Dazu muss eine Analyse entwickelt werden, welche mindestens folgende Elemente enthält:

1. Rendite der Strategie und der einzelnen Portfolios
2. Relevante Benchmarks
3. Relevante Peer-Group Investoren (falls möglich)

4. Relevante Peer-Group Funds
5. Würdigung des verantwortlichen Portfolio Managers

5.3 Risk Management Vorgaben

Die Vorgaben bezüglich Risikomanagement sind im Strategiekonzept Portfolio Risk Budgeting & Monitoring festgehalten. Auf Stufe des Managers, werden sie während des initialen Due Diligence Prozesses beurteilt, als einen wichtigen Teil der Kernkompetenz des Managers. Auf kontinuierlicher Basis ist Risikomanagement wiederum Teil des regulären Mandatsmonitorings. Diese beiden Facetten sind nicht spezifisch zu Credit als Anlagekategorie, sondern sind Teil der normalen Business Prozesse der PKCSG.

5.4 Reporting Vorgaben

Wie auch für andere Anlagen üblich, wird auch für diese Strategie ein Reporting erstellt, welches min. auf folgende Punkte einzugehen hat:

- Performance vs. Benchmark
- Risikoausnutzung auf Stufe Selektionsbudget

6 Listed Credit Non-CHF IG

6.1 Beschreibung der Anlageklasse

Dieses Kapitel beschreibt die Anlageklasse Listed Credit Non-CHF IG bezüglich ihrer Eigenschaften im Portfolio, Marktgrösse und Entwicklung, bringt die verwendeten Benchmarks näher, erklärt die erwarteten Risiken und Renditen und gibt Auskunft zu Rendite-/Risikoprofil und den möglichen Implementationsvarianten.

6.1.1 Marktgrösse und -Entwicklung

In diesem Abschnitt werden konkrete Kennzahlen zur spezifischen Subkategorie genannt. Als erstes wird die Benchmark in die Einzelteile zerlegt und nach Sektoren, Rating und nach Country of Risk der zugrundeliegenden Bonds dargestellt. Die Quelle für die Ratings ist S&P. Die anderen Daten basieren auf Bloomberg Informationen.

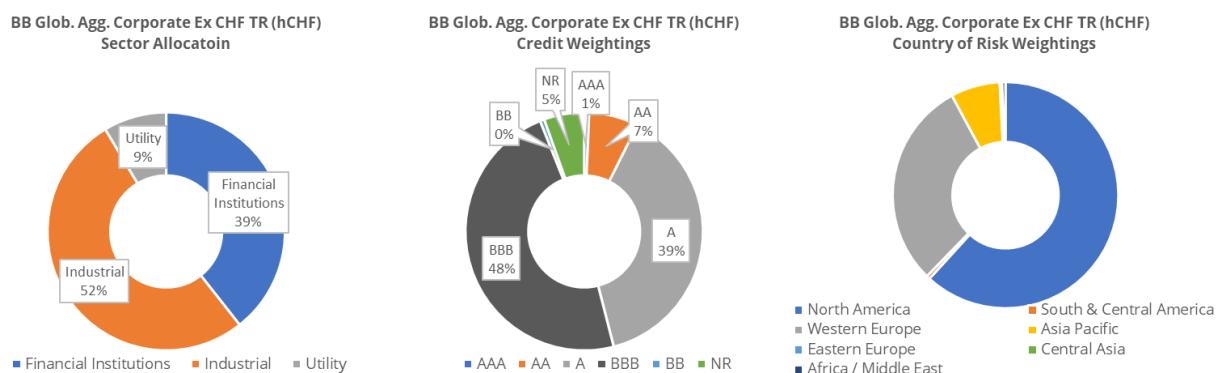


Abbildung 31 Rating Listed Credit Non-CHF, Quelle: Bloomberg

In dieser internationalen Subkategorie befindet sich der grösste Teil im Ratingsegment BBB und schwergewichtig in North America und Western Europe.

BICS - Historisch und aktuell

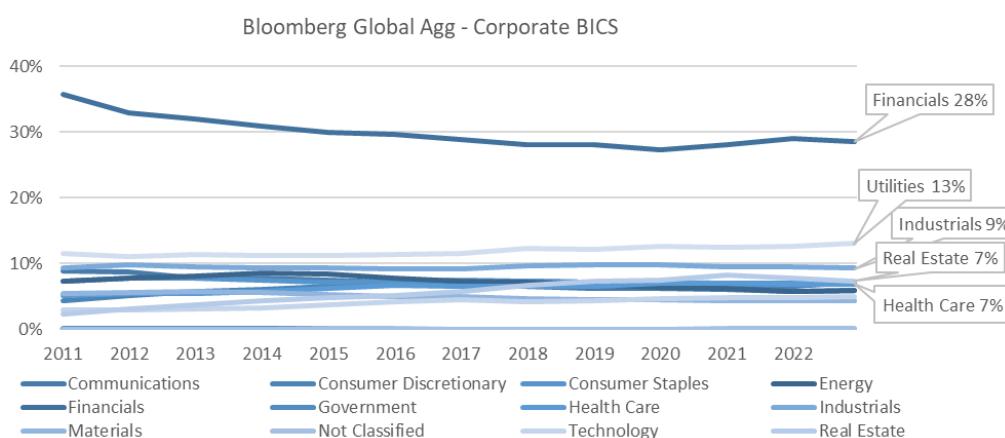


Abbildung 32 BICS historisch Listed Credit Non-CHF IG, Quelle: Bloomberg

Die Grafik zeigt sowohl den zeitlichen Verlauf der BICS-Sektorallokationen als auch die Top-5 zum letzten Stichtag am Ende Oktober 2023 im Benchmark Listed Credit Non-CHF. Wie in der Grafik deutlich zu erkennen ist, stellen Financials mit über 28% den grössten Anteil am Benchmark dar. Bei den Financials ist der Rückgang über die Zeit auf die Subkategorie Banken zurückzuführen, deren Allokation im Benchmark im Laufe der Zeit stetig gefallen ist.

Die Country of Risk Allokationen über die Zeit sind praktisch konstant. Nordamerika und Westeuropa aggregiert machen über 90% der Regionen Allokation aus.

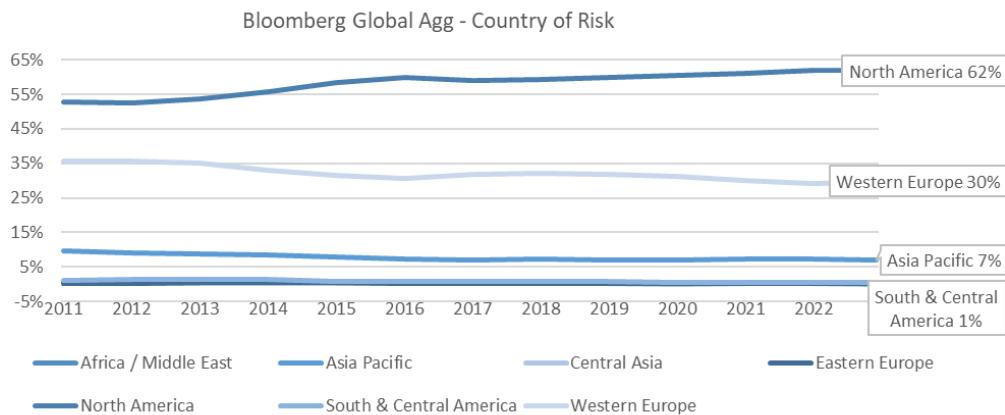


Abbildung 33 Country of Risk historisch Listed Credit Non-CHF IG, Quelle: Bloomberg

Die Währungsallokation ist trotz Währungsabsicherung eines der entscheidenden Elemente der Subkategorie Listed Credit Non-CHF IG. Sie gibt Aufschluss darüber, welche Zinskurven am dominantesten sind. Dieses Risiko wird durch die Währungsabsicherung nicht vollständig mitigiert, da die Absicherung – letztlich eine Zinsdifferenz – am kurzen Ende und nicht an den Fälligkeitsterminen der Anleihen abgeschlossen wird. Die grösste Währungsallokation besteht gegenüber dem US-Dollar (67%), gefolgt vom Euro (24%), dem GBP (4%) und dem CAD (3%). Die anderen Währungen liegen auch im historischen Vergleich meistens unter 1%.

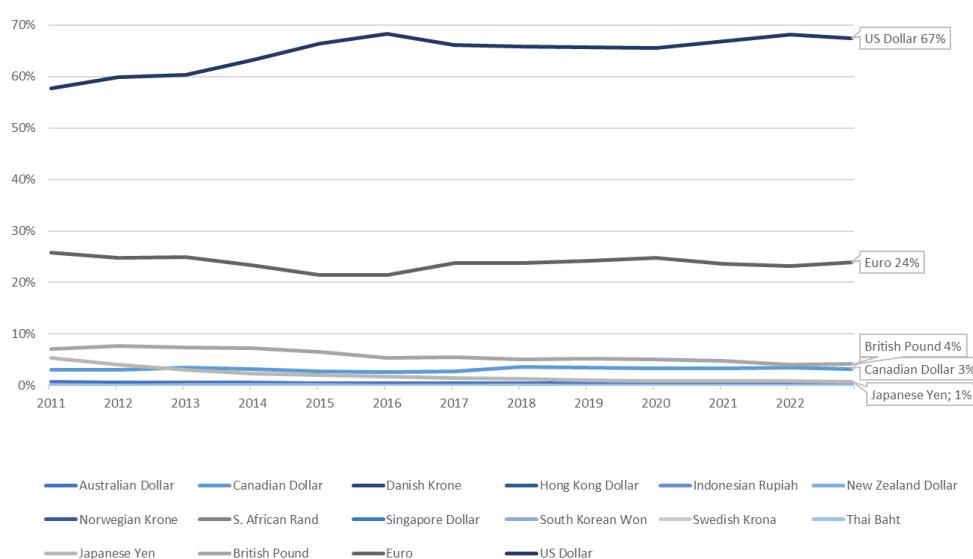


Abbildung 34 Währungsallokation historisch Listed Rates Non-CHF, Quelle: Bloomberg

Marktgrösse

Die Marktgrösse ist über die letzten Jahre stetig gestiegen und beträgt aktuell knapp CHF 10'000 Milliarden. Die Verteilung über die Laufzeiten ist interessant, als dass, Anleihen mit Laufzeiten 1-3 Jahre und solche mit Laufzeiten 10+ Jahre überproportional im Benchmarkuniversum vertreten sind.

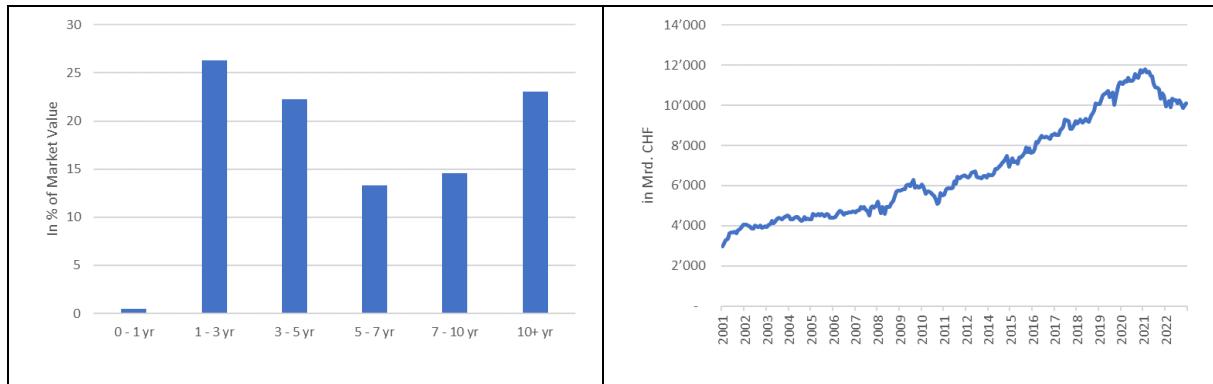


Abbildung 35 Laufzeitbucket und Marktgrösse Listed Credit Non-CHF IG, Quelle: Bloomberg

6.1.2 Benchmark Definition

Der Benchmark für Listed Credit Non-CHF IG ist Bloomberg Global Aggregate - Corporate Ex CHF TR (hCHF) Index (H22052CH Index).

6.1.3 Renditeerwartungen

Risk/Return Assumptions (ALM Officer)

	Expected Return	Volatility
Listed Credit Non-CHF IG	1.95%	5.50%

Tabelle 10 Risk/Return Assumptions Listed Credit Non-CHF IG, Quelle: PPCMetrics, 30.06.2023

Capital Market Assumptions PKCSG

	Expected Return	Volatility
Listed Credit Non-CHF IG	3.4%	4.5%

Tabelle 11 Risk/Return Assumptions Listed Rates Non-CHF, Quelle: PKCSG, 31.10.2023

6.2 Strategie

6.2.1 Ziele

Dieses Kapitel beschreibt die Ziele und Erwartungen der PKCSG an ihre Anlage in Listed Credit Non-CHF IG. Diese werden primär von den Charakteristiken abgeleitet und in diesem Kapitel operationalisiert, so dass sie konkret gemessen werden können.

Return	Primär: Erreichen der Benchmarkrendite nach Kosten. Sekundär: Erzielen einer Überperformance von 0.5% p.a. über einen Zeitraum von 5 Jahren.
Market Volatility	Die Strategie soll ein sehr ähnliches Risikoprofil aufweisen wie die Subkategorien Benchmark. Der Tracking Error soll maximal 3.0% betragen.
Tail Risk	Es sollen keine zusätzlichen Risikotreiber neben den in der Benchmark bestehenden Risiken eingegangen werden (Bsp. Tieferes Ratingspektrum).
Liquidity	Die Erwartung ist, dass die Liquidität ausreichend hoch ist für regelmässiges Rebalancing und für taktische Anpassungen im Rahmen der strategischen Bandbreiten.
Sensitivity to Business Cycle	Die Strategie soll sich ähnlich der Benchmark verhalten.
Interest Rate Sensitivity	Die Strategie soll sich ähnlich der Benchmark verhalten.
Implementation Complexity	Die Komplexität der Implementation soll tief sein und mehrheitlich über benchmarknahe Mandate erfolgen. Es können aktive Strategien eingesetzt werden.
Market Size	Die Marktgrösse wird über das Anlageuniversum bzw. die Benchmarkzusammensetzung definiert.
Cost	Ein Total Expense Ratio (TER) soll unter 0.1% liegen. Es darf keine Performance Fee vereinbart werden.

Tabelle 12 Ziele Listed Credit Non-CHF IG, Quelle: JPKA

6.2.2 Allokation und Constraints

Universum	Es darf ausschliesslich in Forderungen von Emittenten aus dem Indexuniversum investiert werden, die in Schweizer Franken abgesichert werden. Ausnahmen können vom Portfoliomanagement bis zu maximal 10% der Subkategorie bewilligt werden. Liquidität sowie Geldmarktfonds- und Anlagen sind erlaubt sofern die durchschnittliche Laufzeit 1 Jahr nicht übersteigt. Wandelanleihen mit Zwangswandlung oder «full write down» werden ausgeschlossen. Erlaubt sind Derivate, die auf die oben genannten Anlagen oder eine dem Universum sehr ähnliche Anlage lauten inklusive Bond Futures auf Staatsanleihen und Zinssatzswaps in den Währungen gemäss Benchmarkuniversum.
Tracking Error	Der Tracking Error muss im Rahmen des von der Investment Planning, Treasury and Risk Group definierten Selektionsbudgets liegen.
Sektoren	Es gelten keine speziellen Bandbreiten, sofern der Tracking Error eingehalten wird.

Tabelle 13 Allokation und Constraints Listed Rates Non-CHF IG, Quelle: JPKA

6.2.3 Implementation

Die Strategie folgt einem Core-Satellite Ansatz. Es sollen mindestens zwei Manager für die Core-Umsetzung mandatiert werden, um allfällige Ausfälle oder temporäre Schwächen eines Managers ausgleichen zu können.

Die Implementierung erfolgt über segregated Accounts im Einanlegerfond «Global Bonds». Steuerliche Folgen sind bei der Implementierung stets zu berücksichtigen und vorsichtig abzuwägen.

6.2.4 Strategische Erfolgskontrolle

Der Erfolg der Strategie wird regelmässig mit dem CIO und IC besprochen werden. Dazu muss eine Analyse entwickelt werden, welche mindestens folgende Elemente enthält:

1. Rendite der Strategie und der einzelnen Portfolios
2. Relevante Benchmarks
3. Relevante Peer-Group Investoren (falls möglich)
4. Relevante Peer-Group Funds
5. Würdigung des verantwortlichen Portfolio Managers

6.3 Risk Management Vorgaben

Die Vorgaben bezüglich Risikomanagement sind im Strategiekonzept Portfolio Risk Budgeting & Monitoring festgehalten. Auf Stufe des Managers, werden sie während des initialen Due Diligence Prozesses beurteilt, als einen wichtigen Teil der Kernkompetenz des Managers. Auf kontinuierlicher Basis ist Risikomanagement wiederum Teil des regulären Mandatsmonitorings. Diese beiden Facetten sind nicht spezifisch zu Credit als Anlagekategorie, sondern sind Teil der normalen Business Prozesse der PKCSG.

6.4 Reporting Vorgaben

Wie auch für andere Anlagen üblich wird auch für diese Strategie ein Reporting erstellt, welches min. auf folgende Punkte einzugehen hat:

- Performance vs. Benchmark
- Risikoausnutzung auf Stufe Selektionsbudget

7 Listed Credit Non-CHF HY

7.1 Beschreibung der Anlageklasse

Dieses Kapitel beschreibt die Anlageklasse Listed Credit Non-CHF HY bezüglich ihrer Eigenschaften im Portfolio, Marktgrösse und Entwicklung, bringt die verwendeten Benchmarks näher, erklärt die erwarteten Risiken und Renditen und gibt Auskunft zu Rendite-/Risikoprofil und den möglichen Implementationsvarianten.

In Anbetracht der Tatsache, dass keine strategische Quote (SAA) definiert und auch nicht absehbar ist, werden die Implementationsvarianten kurzgehalten.

7.1.1 Marktgrösse und -Entwicklung

In diesem Abschnitt werden konkrete Kennzahlen zur spezifischen Subkategorie genannt. Als erstes wird die Benchmark in die Einzelteile zerlegt und nach Sektoren, Rating und nach Country of Risk der zugrundeliegenden Bonds dargestellt. Die Quelle für die Ratings ist S&P. Die anderen Daten basieren auf Bloomberg Informationen.

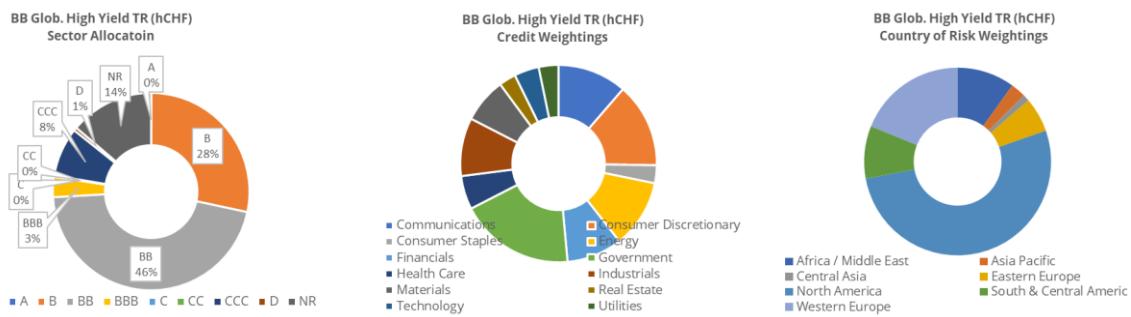


Abbildung 36 Rating Listed Credit Non-CHF HY, Quelle: Bloomberg

In dieser internationalen Subkategorie befindet sich der grösste Teil im Ratingsegment BB und B, u.a. mit folgenden Gewichten: North America (52%), Western Europe (19%), Africa / Middle East (10%) und South & Central America (9%).

BICS – Historisch und aktuell

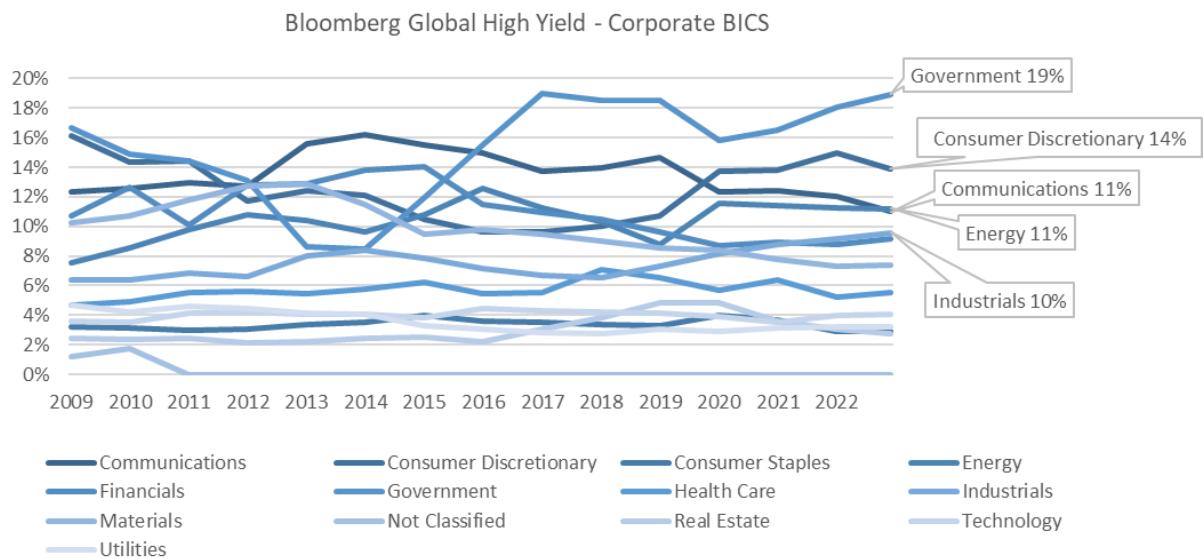


Abbildung 37 BICS historisch Listed Credit Non-CHF HY, Quelle: Bloomberg

Die Grafik stellt sowohl den zeitlichen Verlauf der BICS-Sektorallokationen als auch die Top-5 zum letzten Stichtag am Ende Oktober 2023 im Benchmark Listed Credit Non-CHF HY dar. Es ist deutlich, dass die Government Bonds (in USD) mit 19% den grössten Anteil am Benchmark einnehmen. Diese Staatsanleihen stammen von Ländern wie Argentinien, Bolivien und Aserbaidschan. Governmental Bank Anleihen haben ein Gewicht von 8% im Benchmark. Consumer Discretionary ist mit 14% vertreten, wobei innerhalb dieser Kategorie die Consumer Discretionary Services das grösste Gewicht haben. Ein markanter Anstieg der Government Bonds seit 2014 zulasten der Sektoren Financials und Energy ist ebenfalls erkennbar. Die Country of Risk Allokationen über die Zeit zeigt die Reduktion in North America zugunsten South & Central America sowie Africa / Middle East auf.

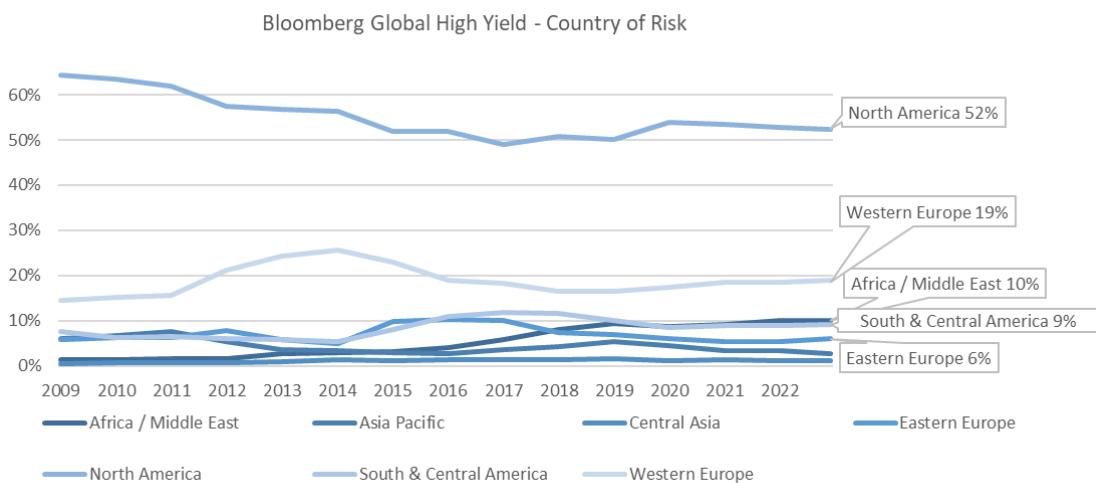


Abbildung 38 Country of Risk historisch Listed Credit Non-CHF IG, Quelle: Bloomberg

Die Währungsallokation ist trotz Währungsabsicherung eines der entscheidenden Elemente der Subkategorie Listed Credit Non-CHF HY. Die Währung gibt Aufschluss darüber, welche Zinskurven am dominantesten sind. Dieses Risiko wird über die Währungsabsicherung nicht mitigiert, da die Absicherung – letztlich eine Zinsdifferenz – am kurzen Ende und nicht an den Verfallterminen der Bonds abgeschlossen wird.

Die grösste Währungsallokation ist gegenüber dem US Dollar (80%), gefolgt von Euro (18%), GBP (2%). Die anderen Währungen sind auch im historischen Vergleich meistens weit unter 1%.

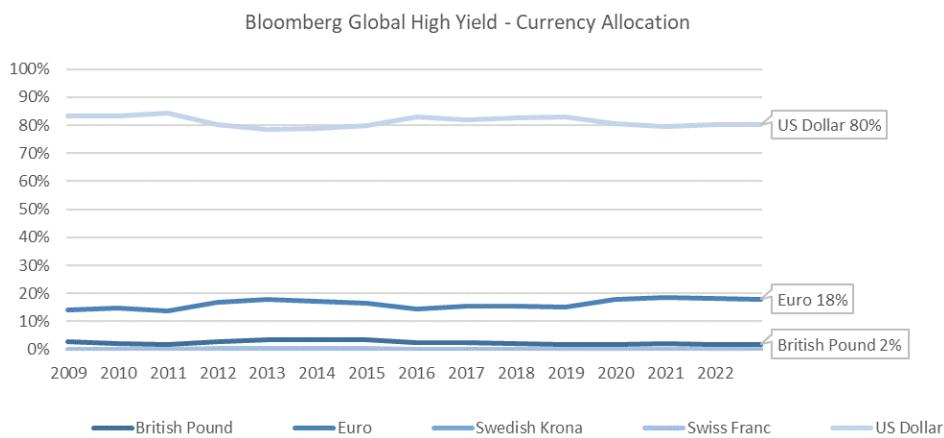


Abbildung 39 Währungsallokation historisch Listed Rates Non-CHF, Quelle: Bloomberg

Marktgrösse

Die Marktgrösse ist über die letzten Jahre stetig gestiegen und beträgt aktuell knapp CHF 2'500 Milliarden. Die Verteilung über die Laufzeiten ist aufgeführt, mit einem Buckel bei 3-5 Jahren.

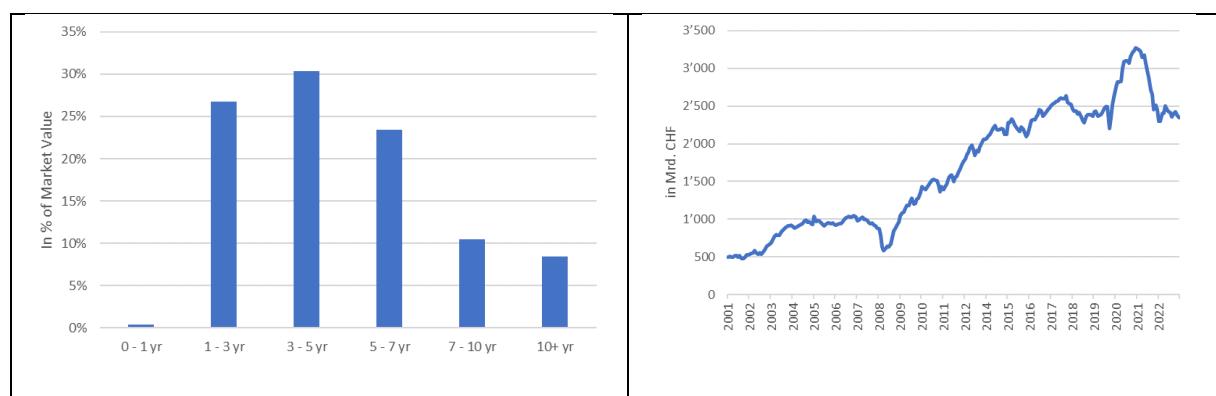


Abbildung 40 Laufzeitbucket und Marktgrösse Listed Credit Non-CHF IG, Quelle: Bloomberg

7.1.2 Benchmark Definition

Der Benchmark für Listed Credit Non-CHF HY ist Bloomberg Global High Yield TR (hCHF) Index (H00039CH Index).

7.1.3 Renditeerwartungen

Risk/Return Assumptions (ALM Officer)

	Expected Return	Volatility
Listed Credit Non-CHF IG	NA	NA

Tabelle 14 Risk/Return Assumptions Listed Credit Non-CHF HY, Quelle: PPCMetrics, 30.06.2023

Capital Market Assumptions PKCSG

	Expected Return	Volatility
Listed Credit Non-CHF HY	5.75%	12.50%

Tabelle 15 Risk/Return Assumptions Listed Credit Non-CHF HY, Quelle: PKCSG, 31.10.2023

7.2 Strategie

7.2.1 Ziele

Dieses Kapitel beschreibt die Ziele und Erwartungen der PKCSG an ihre Anlage in Listed Credit Non-CHF IG. Diese werden primär von den Charakteristiken abgeleitet und in diesem Kapitel operationalisiert, so dass sie konkret gemessen werden können.

Return	Primär: Erreichen der Benchmarkrendite nach Kosten. Sekundär: Erzielen einer Überperformance von 1.0% p.a. über einen Zeitraum von 5 Jahren.
Market Volatility	Die Strategie soll ein sehr ähnliches Risikoprofil aufweisen wie die Subkategorie Benchmark. Der Tracking Error soll maximal 7% betragen.
Liquidity	Die Erwartung ist, dass die Liquidität ausreichend hoch ist für regelmässiges Rebalancing und für taktische Anpassungen im Rahmen der strategischen Bandbreiten.
Sensitivity to Business Cycle	Die Strategie kann vom Verhalten der Benchmark abweichen.
Interest Rate Sensitivity	Die Strategie kann vom Verhalten der Benchmark abweichen.
Implementation Complexity	Die Komplexität soll tief sein und mehrheitlich über benchmarknahe Mandate erfolgen. Es können aktive Strategien eingesetzt werden.
Market Size:	Die Marktgrösse wird über das Anlageuniversum bzw. die Benchmarkzusammensetzung definiert.
Cost	Ein Total Expense Ratio (TER) soll unter 0.2% liegen. Es darf keine Performance Fee vereinbart werden.

Tabelle 16 Ziele Listed Credit Non-CHF IG, Quelle: JPKA

7.2.2 Allokation und Constraints

Universum	Es darf ausschliesslich in Forderungen von Emittenten aus dem Indexuniversum investiert werden, die in Schweizer Franken abgesichert werden. Ausnahmen können vom Portfoliomanagement bis zu maximal 10% der Subkategorie bewilligt werden. Liquidität sowie Geldmarktfunds- und Anlagen sind erlaubt sofern die durchschnittliche Laufzeit 1 Jahr nicht übersteigt. Wandelanleihen mit Zwangswandlung oder «full write down» werden ausgeschlossen. Erlaubt sind Derivate, die auf die oben genannten Anlagen oder eine dem Universum sehr ähnliche Anlage lauten inklusive Bond Futures auf Staatsanleihen und Zinssatzswaps in den Währungen gemäss Benchmarkuniversum.
Tracking Error	Der Tracking Error muss im Rahmen des von der Investment Planning, Treasury and Risk Group definierten Selektionsbudgets liegen.
Sektoren	Es gelten keine speziellen Bandbreiten, sofern der Tracking Error eingehalten wird.

Tabelle 17 Allokation und Constraints Listed Rates Non-CHF, Quelle: JPKA

7.2.3 Implementation

Die Strategie folgt keinem vorgegebenen Ansatz. Da keine strategische Quote besteht, kann eine Investition über lediglich einen Manager erfolgen. Ab einer Allokation von 300 Mio. CHF muss ein zweiter Manager beauftragt werden um allfällige Ausfälle oder temporäre Schwächen eines Managers ausgleichen zu können. Die Implementierung erfolgt idealerweise über segregated Accounts im Einanlegerfond «Global Bonds». Für eine temporäre Finanzierung können Kollektivanlagen eingesetzt werden. Sofern innert der notwendigen Frist keine Implementierung im Einanlegerfond möglich ist, können Kollektivanlagen direkt auf die Bilanz der PKCSG genommen werden. Steuerliche Folgen sind bei der Implementierung stets zu berücksichtigen und vorsichtig abzuwägen.

7.2.4 Strategische Erfolgskontrolle

Der Erfolg der Strategie wird in Zukunft regelmässig mit dem CIO und IC besprochen werden. Dazu muss eine Analyse entwickelt werden, welche mindestens folgende Elemente enthält:

1. Rendite der Strategie und der einzelnen Portfolios
2. Relevante Benchmarks
3. Relevante Peer-Group Investoren (falls möglich)
4. Relevante Peer-Group Funds
5. Würdigung des verantwortlichen Portfolio Managers

7.3 Risk Management Vorgaben

Die Vorgaben bezüglich Risikomanagement sind im Strategiekonzept Portfolio Risk Budgeting & Monitoring festgehalten. Auf Stufe des Managers, werden sie während des initialen Due Diligence Prozesses beurteilt, als einen wichtigen Teil der Kernkompetenz des Managers. Auf kontinuierlicher Basis ist Risikomanagement wiederum Teil des regulären Mandatsmonitorings. Diese beiden Facetten sind nicht spezifisch zu Credit als Anlagekategorie, sondern sind Teil der normalen Business Prozesse der PKCSG.

7.4 Reporting Vorgaben

Wie auch für andere Anlagen üblich, wird auch für diese Strategie ein Reporting erstellt, welches min. auf folgende Punkte einzugehen hat:

- Performance vs. Benchmark
- Risikoausnutzung auf Stufe Selektionsbudget

8 Listed Credit EM

Dieses Kapitel beschreibt die Anlageklasse Listed Credit EM bezüglich ihrer Eigenschaften im Portfolio, Marktgrösse und Entwicklung, bringt die verwendeten Benchmarks näher, erklärt die erwarteten Risiken und Renditen und gibt Auskunft zu Rendite-/Risikoprofil und den möglichen Implementationsvarianten.

In Anbetracht der Tatsache, dass keine strategische Quote (SAA) definiert und auch nicht absehbar ist, werden die Implementationsvarianten kurzgehalten.

8.1 Beschreibung der Anlageklasse

Dieses Kapitel beschreibt die Anlageklasse Listed Credit EM bezüglich ihrer Eigenschaften im Portfolio, Marktgrösse und Entwicklung, bringt die verwendeten Benchmarks näher, erklärt die erwarteten Risiken und Renditen und gibt Auskunft zu Rendite-/Risikoprofil und den möglichen Implementationsvarianten.

8.1.1 Marktgrösse und -Entwicklung

In diesem Abschnitt werden konkrete Kennzahlen zur spezifischen Subkategorie genannt. Als erstes wird die Benchmark nach Rating dargestellt. Die Quelle für die Ratings ist J.P. Morgan mit den aufgeführten S&P Ratings.

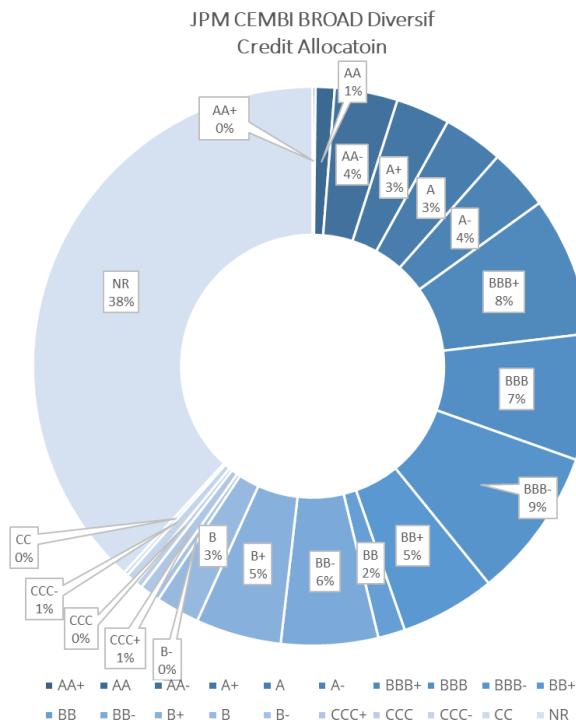


Abbildung 41 Rating Listed Credit EM, Quelle: J.P. Morgan

Was sofort ins Auge sticht, ist der hohe Anteil an nicht gerateten Bonds. Zudem ist die allgemein tiefere Ratingqualität der Subkategorie «Listed Credit EM» gegenüber den qualitativ hochwertigeren Subkategorien

«Listed Credit CHF» und «Listed Credit Non-CHF IG» erkennbar. Dies reflektiert nochmals die bereits früher in diesem Konzept diskutierten Charakteristiken, die sich bei Listed Rates EM deutlich unterscheiden.

Die Benchmark der Subkategorie Listed Credit EM entspricht dem J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified Index (unhedged). Die Bezeichnung CEMBI steht für «Credit Emerging Markets Bond Index» und das Merkmal «Diversified» steht für die Begrenzung von Ländergewichten auf max. 10%.

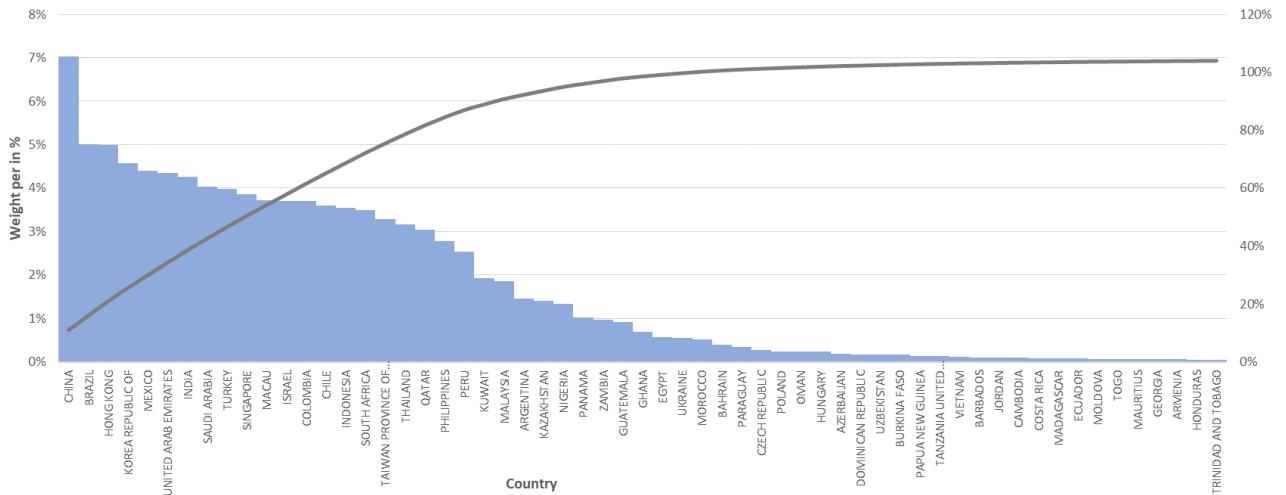


Abbildung 42 Länderallokation Listed Credit EM, Quelle: J.P. Morgan

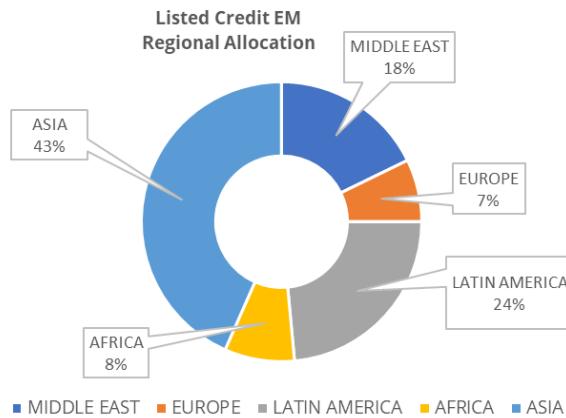


Abbildung 43 Regionenallokation Listed Credit EM, Quelle: J.P. Morgan

Es sind insgesamt 59 Länder vertreten, wobei China mit Abstand das höchste Gewicht im Index hat und Tobago das kleinste Gewicht aufweist. Die Regionen-Verteilung verdeutlicht das überproportionale Gewicht in Asien gegenüber den anderen Regionen.

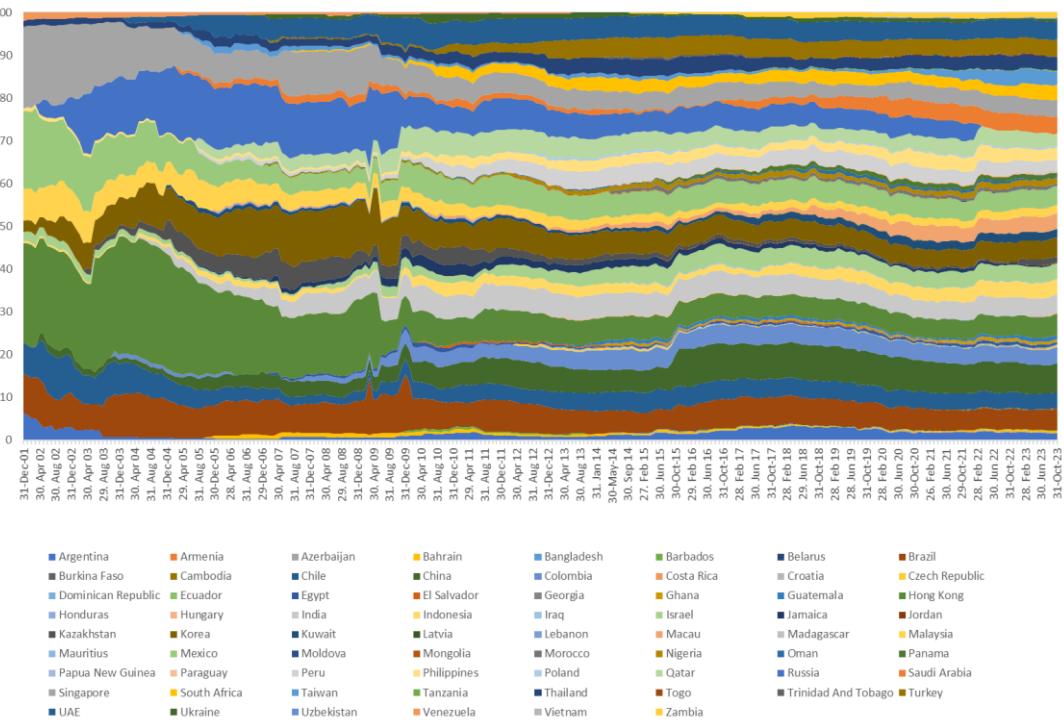


Abbildung 44 Länderallokation historisch Listed Credit EM, Quelle: J.P. Morgan

Im Vergleich zum Beginn der Länderallokation ist eine deutlich grössere Diversifikation über die Zeit feststellbar. Bemerkenswert ist ebenfalls der vollständige Ausschluss von Russland nach dem Beginn des Angriffskrieges gegen die Ukraine im Jahr 2022.

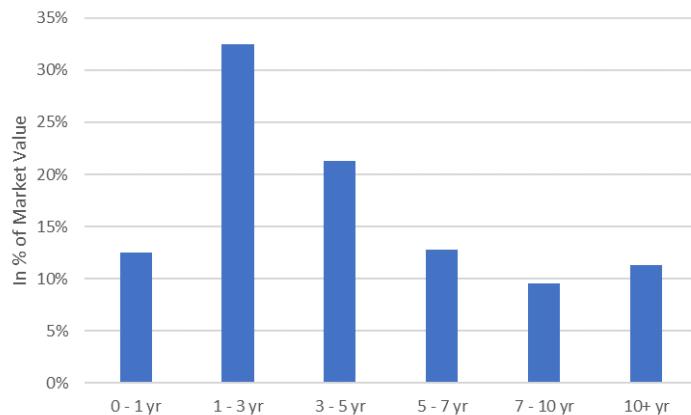


Abbildung 45 Laufzeitbuckets Listed Credit EM, Quelle: J.P. Morgan/Bloomberg

Leider ist der Zugriff auf Indexinformationen von J.P. Morgan über Bloomberg eingeschränkt. Die historische Marktgrösse ist für die PKCSG erst seit Lizenzierungsstart verfügbar (2022). Aktuell beträgt die Marktkapitalisierung des Index ca. USD 494 Milliarden.

8.1.2 Benchmark Definition

Die Benchmark für Listed Rates EM setzt sich zusammen aus einem Index.

Name	Gewicht	Ticker
J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified Composite Index Level Hedged in CHF	100%	JBCDHFCP Index

Tabelle 18 Benchmarkdefinition Listed Credit EM, Quelle: ÜSAA2-2023-DRT

8.1.3 Renditeerwartungen

Risk/Return Assumptions (ALM Officer)

	Expected Return	Volatility
Listed Rates EM	3.70%	13.50%

Table 19 Risk/Return Assumptions Listed Rates EM, Quelle: PPCMetrics, 30.06.2023

Capital Market Assumptions PKCSG

	Expected Return	Volatility
Listed Rates EM	5.25%	7.50%

Tabelle 20 Risk/Return Assumptions Listed Rates EM, Quelle: PKCSG, 31.10.2023

8.2 Strategie

8.2.1 Ziele

Dieses Kapitel beschreibt die Ziele und Erwartungen der PKCSG an ihre Anlage in Listed Credit EM. Diese werden primär von den Charakteristiken abgeleitet und in diesem Kapitel operationalisiert, so dass sie konkret gemessen werden können.

Return	Primär: Erreichen der Benchmarkrendite nach Kosten. Sekundär: Erzielen einer Überperformance von 1.0 % p.a. über einen Zeitraum von 5 Jahren.
Market Volatility	Die Strategie soll ein sehr ähnliches Risikoprofil aufweisen wie die Subkategorie Benchmark. Der Tracking Error soll maximal 5.0% betragen.
Liquidity	Die Erwartung ist, dass die Liquidität ausreichend hoch ist für regelmässiges Rebalancing und für taktische Anpassungen im Rahmen der strategischen Bandbreiten.
Sensitivity to Business Cycle	Die Strategie kann vom Verhalten der Benchmark abweichen.
Interest Rate Sensitivity	Die Strategie kann vom Verhalten der Benchmark abweichen.

Implementation Complexity	Die Komplexität soll tief sein und mehrheitlich über benchmarknahe Mandate erfolgen. Es können aktive Strategien eingesetzt werden.
Market Size:	Die Marktgrösse wird über das Anlageuniversum bzw. die Benchmarkzusammensetzung definiert.
Cost	Ein Total Expense Ratio (TER) soll unter 0.2% liegen. Es darf keine Performance Fee vereinbart werden.

Tabelle 21 Ziele Listed Credit EM, Quelle: JPKA

8.2.2 Allokation und Constraints

Universum	Es darf ausschliesslich in Forderungen von Emittenten aus dem Indexuniversum investiert werden, die in Schweizer Franken abgesichert werden. Ausnahmen können vom Portfoliomangement bis zu maximal 10% der Subkategorie bewilligt werden. Liquidität sowie Geldmarktfonds- und Anlagen sind erlaubt sofern die durchschnittliche Laufzeit 1 Jahr nicht übersteigt. Wandelanleihen mit Zwangswandlung oder «full write down» werden ausgeschlossen. Erlaubt sind Derivate, die auf die oben genannten Anlagen oder eine dem Universum sehr ähnliche Anlage lauten inklusive Bond Futures auf Staatsanleihen und Zinssatzswaps in den Währungen gemäss Benchmarkuniversum.
Tracking Error	Der Tracking Error muss im Rahmen des von der Investment Planning, Treasury and Risk Group definierten Selektionsbudgets liegen.
Sektoren	Es gelten keine speziellen Bandbreiten, sofern der Tracking Error eingehalten wird.

Tabelle 22 Allokation und Constraints Listed Credit EM, Quelle : JPKA

8.2.3 Implementation

Die Strategie folgt keinem vorgegebenen Ansatz. Da keine strategische Quote besteht, kann eine Investition über lediglich einen Manager erfolgen. Ab einer Allokation von 300 Mio. CHF muss ein zweiter Manager beauftragt werden, um allfällige Ausfälle oder temporäre Schwächen eines Managers ausgleichen zu können. Die Implementierung erfolgt idealerweise über segregated Accounts im Eianlegerfond «Global Bonds». Für eine temporäre Finanzierung können Kollektivanlagen eingesetzt werden. Sofern innert der notwendigen Frist keine Implementierung im Eianlegerfond möglich ist, können Kollektivanlagen direkt auf die Bilanz der PKCSG genommen werden. Steuerliche Folgen sind bei der Implementierung stets zu berücksichtigen und vorsichtig abzuwägen.

8.2.4 Strategische Erfolgskontrolle

Der Erfolg der Strategie wird in Zukunft regelmässig mit dem CIO und IC besprochen werden. Dazu muss eine Analyse entwickelt werden, welche mindestens folgende Elemente enthält:

1. Rendite der Strategie und der einzelnen Portfolios
2. Relevante Benchmarks
3. Relevante Peer-Group Investoren (falls möglich)

4. Relevante Peer-Group Funds
5. Würdigung des verantwortlichen Portfolio Managers

8.3 Risk Management Vorgaben

Die Vorgaben bezüglich Risikomanagement sind im Strategiekonzept Portfolio Risk Budgeting & Monitoring festgehalten. Auf Stufe des Managers, werden sie während des initialen Due Diligence Prozesses beurteilt, als einen wichtigen Teil der Kernkompetenz des Managers. Auf kontinuierlicher Basis ist Risikomanagement wiederum Teil des regulären Mandatsmonitorings. Diese beiden Facetten sind nicht spezifisch zu Credit als Anlagekategorie, sondern sind Teil der normalen Business Prozesse der PKCSG.

8.4 Reporting Vorgaben

Wie auch für andere Anlagen üblich wird auch für diese Strategie ein Reporting erstellt, welches min. auf folgende Punkte einzugehen hat:

- Performance vs. Benchmark
- Risikoausnutzung auf Stufe Selektionsbudget

Anhang

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1 Kredit-Rating-Klassifikationen, Quelle: Bloomberg (RATD<GO>)	12
Abbildung 2 Globale default Raten im Vergleich, Quelle: S&P Global Credit Research	15
Abbildung 3 Zinskurven im Vergleich, Quelle: Investopedia	18
Abbildung 4 Kreditspreads, Quelle: Bloomberg (BI STRT<GO>), 14.11.2023.....	19
Abbildung 5 USD-Zinskurven im Vergleich, Quelle: Bloomberg (GC<GO>), eigene Darstellung, 16.11.2023.	19
Abbildung 6 Verwendete Indizes für Credit-Spreads, Quelle: eigene Darstellung	20
Abbildung 7 Credit-Spreads von AAA Bonds über unterschiedliche Regionen.	21
Abbildung 8 Credit-Spreads von Corporate Investment Grade Bonds über unterschiedliche Regionen. Quelle: Bloomberg.....	21
Abbildung 9 Credit-Spreads von High Yield Corporate Bonds über unterschiedliche Regionen. Quelle: Bloomberg.....	22
Abbildung 10 Credit-Spreads von Emerging Market Bonds. Quelle: Bloomberg.	23
Abbildung 11 Credit-Spreads von Emerging Market IG Credit vs. US IG Credit über die Zeit. Quelle: Bloomberg.	24
Abbildung 12 Kumulative Performance Listed Credit CHF, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung	24
Abbildung 13 Kumulative Performance Listed Credit Non-CHF IG, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung	25
Abbildung 14 Kumulative Performance Listed Credit Non-CHF HY, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung...	25
Abbildung 15 Bond Issuer Industry Vergleich High Yield, Quelle: Bloomberg	25
Abbildung 16 Look-Through Bloomberg Global High Yield TR (hCHF) Index, Quelle: Bloomberg	26
Abbildung 17 Kumulative Performance Vergleich Listed Credit Non-CHF HY, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung	26
Abbildung 18 Kumulative Performance Listed Credit EM, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung	26
Abbildung 19 Zinssatzduration der Listed Credit Benchmark Indizes über die Zeit, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung	27
Abbildung 20 Renditeentwicklung Listed Credit, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung	28
Abbildung 21 Beta der Listed Credit Indizes gegenüber Aktien und Zinsen, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung	29
Abbildung 22 Rendite und Max Drawdown Credit Indizes, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung	30
Abbildung 23 Return Distribution Rates, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung	31
Abbildung 24 Volatilitäten Listed Credit, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung	32
Abbildung 25 Rollierende Korrelationen, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung	33
Abbildung 26 Krisenverhalten, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung	34

Abbildung 27 Manager Selection Process, Quelle: JPKA	43
Abbildung 28 SBI A-BBB: Sector Credit and Country of Risk weightings, Quelle: SIX Group	44
Abbildung 29 BICS historisch Listed Credit CHF, Quelle: Bloomberg	45
Abbildung 30 Laufzeitbucket und Marktgrösse Listed Credit CHF, Quelle: Bloomberg	46
Abbildung 31 Rating Listed Credit Non-CHF, Quelle: Bloomberg	49
Abbildung 32 BICS historisch Listed Credit Non-CHF IG, Quelle: Bloomberg	49
Abbildung 33 Country of Risk historisch Listed Credit Non-CHF IG, Quelle: Bloomberg	50
Abbildung 34 Währungsallokation historisch Listed Rates Non-CHF, Quelle: Bloomberg.....	50
Abbildung 35 Laufzeitbucket und Marktgrösse Listed Credit Non-CHF IG, Quelle: Bloomberg.....	51
Abbildung 36 Rating Listed Credit Non-CHF HY, Quelle: Bloomberg.....	54
Abbildung 37 BICS historisch Listed Credit Non-CHF HY, Quelle: Bloomberg	55
Abbildung 38 Country of Risk historisch Listed Credit Non-CHF IG, Quelle: Bloomberg	55
Abbildung 39 Währungsallokation historisch Listed Rates Non-CHF, Quelle: Bloomberg.....	56
Abbildung 40 Laufzeitbucket und Marktgrösse Listed Credit Non-CHF IG, Quelle: Bloomberg.....	56
Abbildung 41 Rating Listed Credit EM, Quelle: J.P. Morgan	60
Abbildung 42 Länderallokation Listed Credit EM, Quelle: J.P. Morgan	61
Abbildung 43 Regionenallokation Listed Credit EM, Quelle: J.P. Morgan.....	61
Abbildung 44 Länderallokation historisch Listed Credit EM, Quelle: J.P. Morgan	62
Abbildung 45 Laufzeitbuckets Listed Credit EM, Quelle: J.P. Morgan/Bloomberg.....	62

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1 SAA Vorgaben Credit, Quelle: ÜSAA2-2023-DRT	9
Tabelle 2 Übersicht Credit Mandate, Quelle: eigene Darstellung, DataHub, 07.11.2023	10
Tabelle 3 Charakteristiken, Quelle: eigene Darstellung	39
Tabelle 4 Stärken und Schwächen der Umsetzungsvarianten, Quelle: eigene Darstellung	40
Tabelle 5 Abgrenzung Credit, Quelle: eigene Darstellung	41
Table 6 Risk/Return Assumptions Listed Credit CHF, Quelle: PPCMetrics, 30.06.2023	46
Table 7 Risk/Return Assumptions Listed Credit CHF, Quelle: JPKA, 31.10.2023	46
Tabelle 8 Ziele Listed Credit CHF, Quelle: JPKA.....	47
Tabelle 9 Allokation und Constraints Listed Credit CHF, Quelle: JPKA.....	47
Tabelle 10 Risk/Return Assumptions Listed Credit Non-CHF IG, Quelle: PPCMetrics, 30.06.2023	51
Tabelle 11 Risk/Return Assumptions Listed Rates Non-CHF, Quelle: PKCSG, 31.10.2023	51
Tabelle 12 Ziele Listed Credit Non-CHF IG, Quelle: JPKA	52
Tabelle 13 Allokation und Constraints Listed Rates Non-CHF IG, Quelle: JPKA	52
Tabelle 14 Risk/Return Assumptions Listed Credit Non-CHF HY, Quelle: PPCMetrics, 30.06.2023	57
Tabelle 15 Risk/Return Assumptions Listed Credit Non-CHF HY, Quelle: PKCSG, 31.10.2023	57
Tabelle 16 Ziele Listed Credit Non-CHF IG, Quelle: JPKA	58
Tabelle 17 Allokation und Constraints Listed Rates Non-CHF, Quelle: JPKA	58
Tabelle 18 Benchmarkdefinition Listed Credit EM, Quelle: ÜSAA2-2023-DRT	63
Table 19 Risk/Return Assumptions Listed Rates EM, Quelle: PPCMetrics, 30.06.2023	63
Tabelle 20 Risk/Return Assumptions Listed Rates EM, Quelle: PKCSG, 31.10.2023.....	63
Tabelle 21 Ziele Listed Credit EM, Quelle: JPKA.....	64
Tabelle 22 Allokation und Constraints Listed Credit EM, Quelle : JPKA.....	64