

Pensionskasse der  
Credit Suisse Group (Schweiz)

# Anlagekonzept Rates

Version 1.1, November 2023



Datum	Version	Autoren	Reviewer	Kommentar
02.11.2023	1.0	Christian Fischer Bekim Hotnjani Oliver Fässler		Version für Concept Group
27.11.2023	1.1	Christian Fischer Bekim Hotnjani Oliver Fässler	Concept Group	Wichtige Inputs der Concept Group vom 22.11.2023 wurden integriert

# Inhaltsverzeichnis

Management Summary .....	6
1    Rahmenbedingungen .....	7
1.1    Regulation.....	7
1.2    Vorgaben aus ALM und SAA .....	7
1.3    Aktuelle Portfoliosituation .....	10
2    Anlageuniversum «Rates» .....	11
2.1    Einleitung.....	11
2.2    Klassifikation .....	12
2.2.1    Kredit-Ratings .....	12
2.2.2    Länder- und Währungsaufteilung.....	13
2.2.3    Emittenten-Klassen .....	13
2.3    Zinskurven .....	15
2.4    Risiko- und Rendite-Profil .....	18
2.4.1    Verwendete Proxies.....	18
2.4.2    Historische Renditeentwicklung im Vergleich .....	20
2.4.3    Annualisierte Volatilitäten .....	24
2.4.4    Korrelationen .....	24
2.4.5    Verhalten in Krisen.....	25
2.5    Verhalten in Marktphasen.....	27
2.5.1    Zinsen als Steuerungsinstrument.....	27
2.5.2    Zinsen als Zustandsmesser der Wirtschaft .....	28
2.5.3    Investorenverhalten .....	29
2.6    Charakteristiken .....	31
2.7    Implementationsvarianten .....	32
3    Abgrenzung «Rates».....	33
4    Steuerung und Strategie.....	34
4.1    Taktische Allokation.....	34
5    Listed Rates CHF .....	35
Pensionskasse der Credit Suisse Group (Schweiz), Research and Strategy .....	3

5.1	Beschreibung der Anlageklasse .....	35
5.1.1	Marktgrösse und -Entwicklung .....	35
5.1.2	Benchmark Definition .....	38
5.1.3	Renditeerwartungen .....	38
5.2	Strategie .....	39
5.2.1	Ziele.....	39
5.2.2	Allokation und Constraints .....	39
5.2.3	Implementation .....	40
5.2.4	Strategische Erfolgskontrolle .....	40
5.3	Risk Management Vorgaben .....	40
5.4	Reporting Vorgaben .....	40
6	Listed Rates Non-CHF .....	41
6.1	Beschreibung der Anlageklasse .....	41
6.1.1	Marktgrösse und -Entwicklung .....	41
6.1.2	Benchmark Definition .....	44
6.1.3	Renditeerwartungen .....	44
6.2	Strategie .....	44
6.2.1	Ziele.....	44
6.2.2	Allokation und Constraints .....	45
6.2.3	Implementation .....	46
6.2.4	Strategische Erfolgskontrolle .....	46
6.3	Risk Management Vorgaben .....	46
6.4	Reporting Vorgaben .....	46
7	Listed Rates EM .....	47
7.1	Beschreibung der Anlageklasse .....	47
7.1.1	Marktgrösse und -Entwicklung .....	47
7.1.2	Benchmark Definition .....	49
7.1.3	Renditeerwartungen .....	50
7.2	Strategie .....	50
7.2.1	Ziele.....	50

7.2.2	Allokation und Constraints .....	51
7.2.3	Implementation .....	51
7.2.4	Strategische Erfolgskontrolle .....	51
7.3	Risk Management Vorgaben .....	52
7.4	Reporting Vorgaben .....	52
Anhang	.....	53
Abbildungsverzeichnis	.....	53
Tabellenverzeichnis	.....	54

# Management Summary

Anlagekategorie Rates	
Anlageuniversum	<p>Festverzinsliche Finanzinstrumente, deren Risikoprofil primär durch Zinsrisiken geprägt sind. Kreditrisiken sollen bei der Preisbildung keine oder eine sehr geringe Rolle spielen.</p> <p>Emittenten sind typischerweise Staaten, staatsnahe Entitäten oder andere Unternehmen mit einem sehr guten Kreditrating. Die Anlagen gelten in ihren Ländern als Anlagen ohne nennenswertes Ausfallrisiko.</p> <p>Die Anlageklasse zeichnet sich insbesondere durch folgende Eigenschaften aus:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sehr hohe Kreditqualität/sehr niedriges Ausfallrisiko</li> <li>• Zinssensitivität/Zinsrisiken dominieren die Volatilität</li> <li>• Breit investierbares Universum mit einer Vielzahl unterschiedlicher Finanzinstrumente (bezüglich Issuer, Laufzeiten, etc.)</li> <li>• Hohe und regelmässig gehandelte Volumen (mit Ausnahme von Private Rates)</li> <li>• Geringe/negative Sensitivität mit dem Wirtschaftszyklus</li> <li>• Günstige und unkomplizierte Umsetzung</li> </ul> <p>Folgende Instrumente sind zulässig:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Öffentlich und privat aufgelegte Anleihen</li> <li>• Verbriefte Produkte</li> <li>• Derivate auf Staatsanleihen und Zinsen in den entsprechenden Benchmark-Universen</li> </ul>
Abgrenzung	<p><b>Anlageklasse:</b> Andere Währungen als jene die in der Subkategorie Listed Rates EM im Index vertreten sind, werden in dieser Subkategorie ausgeschlossen.</p> <p><b>Konzept:</b> Private Rates und Listed Real Rates sind aktuell nicht Teil dieses Anlagekonzepts, können aber bei Bedarf investiert werden, sofern die allgemeinen Kriterien des Anlageuniversums eingehalten werden.</p>
Steuerung und Strategie	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die Strategie ist darauf ausgerichtet, die gemäss ALM-Prozess gewünschte Zinssensitivität sicherzustellen.</li> <li>• Die Steuerung der liquiden Subkategorien erfolgt im Rahmen der Investment Decision Organisation (IDO) und ist dabei der TAA Group zugewiesen.</li> <li>• Der geringeren Liquidität und den höheren Transaktionskosten (Spread) der Subkategorie «Listed Rates CHF» muss in der Taktik Rechnung getragen werden.</li> </ul>

# 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 Rates 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. Ausserdem fallen die Diversifikationsvorgaben für Forderungen gegenüber der Schweizer Eidgenossenschaft und gegenüber schweizerischen Pfandbriefinstitutionen gemäss BVV2 Art. 54 Absatz 2. weg. Für alle anderen Schuldner (ausgenommen Spezialfälle gem. BVV2 Art. 54 Absatz 2 lit. c und d) gelten höchstens 10% des Gesamtvermögens als Obergrenze.

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

## 1.2 Vorgaben aus ALM und SAA

Aus ALM-Sicht (Asset and Liability Management) nehmen «Rates» eine spezielle Rolle in der Strategischen Asset Allocation (SAA) der PK ein, da die Verpflichtungsseite (Liability-Portfolio) im ALM-Prozess als Serie von (negativen) Cashflows modelliert wird, welche mittels der CHF-Zinskurve diskontiert werden. Schweizer Staatsanleihen bzw. risikoarme Anleihen in Schweizer Franken treten somit idealerweise auf beiden Seiten der Bilanz auf, um Zinsänderungen zu neutralisieren.

Aus ALM-Sicht betrachtet sind Anlagen in Schweizer Staatsanleihen äusserst attraktiv, unter der Bedingung, dass die Laufzeiten im Anlageportfolio denjenigen des Liability-Portfolios gleichgesetzt werden (Liability Matching).

Diese Eigenschaft, in Kombination mit der Tatsache, dass Schweizer Staatsanleihen bezüglich Ausfallrisiko als risikofrei zu klassifizieren sind, führen dazu, dass Eidgenossenanleihen die sichersten Anlagen für Schweizer Pensionskassen darstellen.

Aus den dargelegten Gründen favorisiert das auf nominelle Renditen/Ziele orientierte Schweizer Vorsorgesystem Schweizer Staatsanleihen und risikoarme Anleihen in Schweizer Franken. Es gibt allerdings zwei weitere Zielsetzungen für Pensionskassen, die eine reine Liability-Matching Strategie nicht risikolos machen:

1. Marktkonforme Rendite: Im Allgemeinen wird von Pensionskassen eine «marktkonforme Rendite» gefordert, ohne weiter ins Detail zu gehen, was das konkret bedeutet. Der Bundesrat definiert jährlich den Mindestzinssatz, deren Höhe eine normale wirtschaftliche Entwicklung widerspiegeln sollte. Diese ist aber mit einem risikolosen Bondportfolio kaum zu erreichen.
2. Fortführung der gewohnten Lebenshaltung: Das Schweizer Vorsorgesystem verfolgt gem. BVG Art. 1 die nachhaltige Sicherung des Lebensstandards ihrer Versicherten nach der Pensionierung, was einem realen Renditeziel gleichkommt. Ein rein nominales Portfolio bestehend aus risikolosen Staatsanleihen wird real an Wert verlieren, wenn die Inflation höher liegt als die zum Investitionszeitpunkt erwartete Inflation.

In Anbetracht der sehr tiefen, resp. zeitweise negativen Zinsen auf Schweizer Staatsanleihen sind diese beiden Ziele mit ebendiesen nicht umsetzbar. Die Pensionskassen haben als Teil des ALM-Prozesses selbst zu entscheiden, wie sie mit diesen unterschiedlichen Zielvorgaben umgehen wollen. Das Gesetz sieht dennoch vor, dass wenn der Deckungsgrad einer Pensionskasse unter 90% sinkt, Sanierungsmassnahmen unerlässlich sind. Da der Deckungsgrad in der Regel nominal errechnet wird, führt dies zu einer sehr starken Ausrichtung auf ein nominales Anlageziel. Als Teil des ALM-Prozesses ist es dennoch wichtig, alle Ziele mitzuberücksichtigen und die Anlagestrategie auf mögliche Szenarien auszurichten.

Nicht CHF-Staatsanleihen von entwickelten Staaten, welche in CHF gehedged (abgesichert) werden, werden im ALM-Kontext mit vergleichbaren Risiken modelliert. Da die Schweizer Anleihemärkte offen und stark mit den globalen Kapitalmärkten verbunden sind, wird angenommen, dass das Kreditniveau ausländischer Schuldner mit vergleichbarer Bonität sowie die Zinskurven in anderen Währungen sich ähnlich zu den Schweizer Pendants verhalten. 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.

Mögliche Gründe für ein Basisrisiko sind u.a. unterschiedliche Inflationsentwicklungen sowie eine daraus ausgerichtete unterschiedliche Geldpolitik der Notenbanken, eine unterschiedliche Realzinsentwicklung, die im Verhältnis zum Angebot an Staatsanleihen hohe Nachfrage aus dem Pensionskassen- und Versicherungssektor sowie der allgemeine «Safe Haven»-Status der Schweizer Eidgenossenschaft.

Anleihen mit sehr guter Bonität geniessen, abgesehen von der relativen Betrachtung zu den Verpflichtungen, auch aus reiner Anlagesicht, einen hohen Sicherheitscharakter. Die langfristig betrachtet mehrheitlich negative Korrelation zu Aktien oder anderen Risiko behafteten Anlagen macht Rates zu einem interessanten Diversifikator im Anlageportfolio. Über sehr lange Zeiträume können jedoch auch längere Perioden mit deutlich positiver Korrelation festgestellt werden. Im Kontext von ALM und der daraus entstehenden SAA kommt Rates, in CHF oder gehedged in CHF, dennoch die Rolle eines Sicherheitsbausteins zu. Staatsanleihen von Schwellenländer, welche nicht abgesichert sind, tragen deutlich mehr Risiko bei, haben eine höhere Korrelation zu Risikoanlagen und bieten entsprechend ein tieferes Diversifikations- und ein höheres Renditepotenzial.



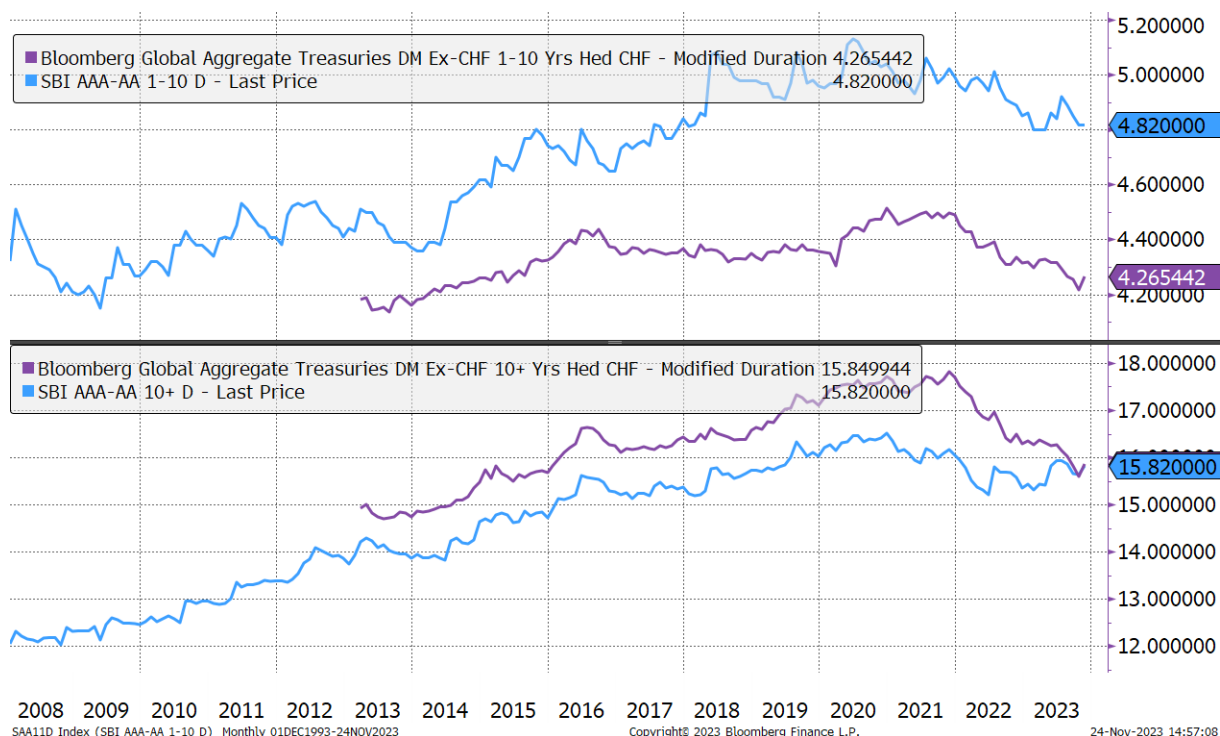
## SAA-Vorgaben

Das Ziel von ALM ist es mittels umfassender Szenarioanalyse und Modellierung eine neutrale Position zu definieren, welche gegeben den Annahmen 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.

	<b>Bandwidth</b> [Min- Max/Neutral]	<b>Benchmark</b>
<b>Listed Rates CHF</b>	9% - 20% / 15%	50% SBI AAA-AA TR 1-10 (CHF) 50% SBI AAA-AA TR 10+ (CHF)
<b>Listed Rates Non-CHF</b>	14% - 22% / 18%	50% Bloomberg Aggregate Treasuries Developed Markets Ex-CHF 1-10 (Hedged, CHF) 50% Bloomberg Aggregate Treasuries Developed Markets Ex-CHF 10+ (Hedged, CHF)
<b>Listed Rates EM</b>	Keine; Teil von Listed Rates Non- CHF	J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified TR (Unhedged, CHF)

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

Die SAA-Benchmarks werden von den Index Providern regelmässig, gemäss vordefinierter Methodik, neu zusammengestellt (Rebalancing). Da im Normalfall mit einem weit gefassten Index sämtliche in das Universum fallenden Bonds inkludiert werden, passt sich der Index der Emissionsdynamik der Schuldner an. Entsprechend verändert sich die Zinssensitivität der Indizes über die Zeit.



Auch die Verpflichtungen der PK sind dynamisch und führen zu einer von mehreren Faktoren abhängigen Zinssensitivität. Neben dem sich verändernden Versichertenbestand kann die Höhe des Zinsniveaus einen Einfluss auf die Duration der Verpflichtungen haben, weil zusätzliche Komponenten wie beispielsweise Rückstellungen für Pensionierungsverluste bei tieferen Zinsen zunehmen. Allgemein kann festgehalten werden, dass das Verpflichtungsportfolio eine höhere Konvexität als ein Anleihenportfolio aufweist. Die Variabilität der Duration der Verpflichtungen sowie der SAA-Benchmarks führt zu einem nicht exakten Zusammenhang zwischen der Anlagekategorie Rates und der Verpflichtungsseite.

## 1.3 Aktuelle Portfoliosituation

Listed Rates CHF und Listed Rates Non-CHF machen in der aktuellen SAA 33% des Portfolios aus. Die Kapitalallokation ist aufgeteilt in mehrere Mandate (segregated accounts), 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 haben. In Core Mandaten wird mit einem Tracking Error (TE) von ca. 2% gerechnet, für Satelliten Mandate sind maximal 5% zulässig.

Mandat	Manager	Grösse	Zweck
Listed Rates CHF CSAM	Credit Suisse	7.1%	Core Mandat
Listed Rates CHF Swiss Life	Swiss Life	8.2%	Core Mandat
Listed Rates Non CHF JPM 10+	J.P. Morgan	5.2%	Core Mandat; Umsetzung 10+ Jahre
Listed Rates Non CHF JPM	J.P. Morgan	2.0%	Core Mandat; Umsetzung all Maturities
Listed Rates Non CHF COL	Colchester	3.6%	Satelliten Mandat; Off BM Positionen
Listed Rates Non CHF GSAM	Goldman Sachs	4.1%	Core Mandat; Umsetzung all Maturities
Listed Rates EM	Colchester	1.0%	Satelliten Mandat; TE erhöht

Tabelle 2 Übersicht Rates Mandate, Quelle: eigene Darstellung, DataHub, 30.10.2023

Die Mandate in der Subkategorie «Listed Rates EM» sind per Definition Satelliten Mandate, da die SAA Benchmark keine Allokation in diese Subkategorie vorsieht. In die Subkategorien «Private Rates» und «Listed Real Rates» wird aktuell nicht investiert.

# 2 Anlageuniversum «Rates»

## 2.1 Einleitung

Das Anlageuniversum «Rates» besteht grundsätzlich aus festverzinslichen Fremdkapitalanlagen (engl. Bonds), welche von souveränen Staaten emittiert werden (engl. Sovereign Debt, Treasuries). Die Kreditqualität dieser Emittenten ist üblicherweise sehr gut. Da das Kredit- resp. Ausfallrisiko (engl. credit risk), das Risiko, dass der Bond nicht (wie vereinbart) zurückbezahlt wird, bei diesen Emittenten sehr tief ist, fällt eine «Kompensation für Ausfallrisiko» (engl. Credit Premium) grösstenteils weg.

Der dominante Risikofaktor von Rates-Anlagen ist somit das Zinsveränderungsrisiko (unter der Annahme einer nominalen Wertbetrachtung), daher auch der Name «Rates» (resp. Interest Rates, engl. Zinsen). Bei Anlagen mit sehr guter Kreditqualität werden Ausfallrisiken als quasi-inexistent angenommen, zumindest für Schuldner aus entwickelten Ländern (engl. Developed Markets).

Im Schweizer Heimatmarkt wird das Universum erweitert, da der CHF-Staatsanleihenmarkt eher klein und weniger liquide ist. Hier werden neben Bonds vom Schweizer Staat auch Anleihen von anderen öffentlichen Körperschaften (Kantone, Städte), Spezialagenturen, Supranationalen Organisationen<sup>1</sup>, Firmen (engl. Corporate Bonds) und verbriefte Wertschriften (z.Bsp. verbriefte Hypotheken, Kreditkartenschulden etc.) zugelassen, unter der Voraussetzung, dass ein sehr gutes Kreditrating attestiert wird (AAA-AA).

Anlagen in Währungen von Schwellenländern (engl. Emerging Markets, abk. EM) werden aufgrund der höheren Fremdwährungsvolatilität sowie den allgemein höheren Risiken von Schuldnern aus den Emerging Markets als weniger sicher eingestuft. Das EM-Universum ist auf staatliche Entitäten im engeren Sinne beschränkt, wobei hier weitere Faktoren die Situation verkomplizieren. So ist beispielsweise der Zugang zu einigen Märkten für internationale Investoren erschwert, die Erträge stark besteuert, der Markt allgemein nicht zugänglich oder das Investieren sonst herausfordernd. Aus diesen Gründen ist in diesem Bereich die Wahl von sehr gut konstruierten Benchmarks besonders wichtig.

Die Anlageklasse (AK) Rates ist wie folgt strukturiert:

1. Subkategorie Listed Rates CHF: Anleihen denominiert in Schweizerfranken mit hoher Qualität
2. Subkategorie Listed Rates Non-CHF: Staatsanleihen denominiert in Währungen von entwickelten Ländern mit Ausnahme von Anleihen in Schweizer Franken
3. Subkategorie Listed Rates EM: Staatsanleihen von Staaten aus und denominiert in den Währungen von Schwellenländer

---

<sup>1</sup> Beispielsweise die Europäische Investmentbank, welche Infrastruktur- und Energie-Projektfinanzierung innerhalb der EU sicherstellt.

Bei der präzisen Beschreibung des Universums kommt erschwerend hinzu, dass sich bisher kein einzelner Index Provider im Bondbereich global durchsetzen konnte. Daher kommen für die unterschiedlichen Subkategorien Indizes von mehreren Index Providern zur Anwendung, mit entsprechend unterschiedlichen Definitionen und Methodologien. Zur näheren Beschreibung der jeweiligen Subkategorien, wird, wenn möglich, der Parent-Index herangezogen, welcher typischerweise Treasuries und Corporate Bonds enthält, bevor in einem zweiten Schritt die Benchmark der eigentlichen Subkategorie beschrieben wird, welcher sich jeweils auf das effektive Rates Segment beschränkt (Sub-Index).

Nach dieser ersten Übersicht zu Rates, werden Klassifikationen eingeführt, welche üblicherweise zur Charakterisierung von Bondportfolios zur Anwendung kommen. Im Rahmen des Anlagekonzept Rates sind Emittenten Kategorisierung von besonderem und Kreditrating von untergeordnetem Interesse. Danach folgt 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 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 des Emittenten die wichtigste Variable in der Preisgestaltung einer festverzinslichen Wertschrift 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 (IG).

Rating Kategorie	S&P	BBG Composite	Fitch	Moody's	Erklärung
Prime/Maximum Sicherheit	AAA	Aaa	AAA	Aaa	Investment Grade: Beste Kreditqualität und geringstes Ausfallrisiko
Sehr hohe Qualität	AA+	Aa1	AA+	Aa1	Investment Grade: Sehr geringes Ausfallrisiko
	AA	Aa2	AA	Aa2	
	AA-	Aa3	AA-	Aa3	
Hohe Qualität	A+	A1	A+	A1	Investment Grade: Höheres Risiko als AAA und AA, aber immer noch geringes Ausfallrisiko
	A	A2	A	A2	
	A-	A3	A-	A3	
Obere Mittelklasse	BBB+	Baa1	BBB+	Baa1	Investment Grade: Moderate Kreditqualität, aber höheres Ausfallrisiko als die vorherigen Kategorien
	BBB	Baa2	BBB	Baa2	
	BBB-	Baa3	BBB-	Baa3	
Spekulative Klasse/Untere Mittelklasse	BB+	Ba1	BB+	Ba1	Spekulativ/High Yield: Signifikantes Ausfallrisiko
	BB	Ba2	BB	Ba2	
	BB-	Ba3	BB-	Ba3	
Sehr spekulativ	B+	B1	B+	B1	High Yield: Sehr hohes Ausfallrisiko
	B	B2	B	B2	
	B-	B3	B-	B3	
Aktuell zahlungsfähig aber hohes langfristiges Ausfallrisiko	CCC+	Caa1	CCC	Caa	Junk: Zahlungsfähigkeit könnte sich in absehbarer Zeit verschlechtern
	CCC	Caa2	CC	Caa2	
	CCC-	Caa3	CCC-	Caa3	
Extrem hohes Ausfallrisiko Default/Insolvenz	CC, C	Ca	DDD, DD, D	Ca	Hochspekulativ Zahlungsausfall
	D	C	D	C	

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 Rating<sup>2</sup>.

Im Kontext der Subkategorie «Listed Rates CHF» ist das von der Six-Group verwendete Kredit-Rating-System («SBI Composite Rating»<sup>3</sup>) besonders relevant, da es vom Index-Sponsor, der Six-Group, als Filterkriterium für die Benchmark der Subkategorie Listed Rates CHF verwendet wird.

## 2.2.2 Länder- und Währungsaufteilung

Obwohl die Ausfallwahrscheinlichkeit in der Kategorie Rates grundsätzlich tief ist, sind die Emittentenländer dennoch von hoher Bedeutung. Sie zeigen auf, welche Länder mehr oder weniger Geld über den Kapitalmarkt aufnehmen und welche Gegenparteirisiken ein Investor in die entsprechenden Portfolios oder Indizes hat. Ein Emittent kann in mehreren Währungen Geld aufnehmen. Im Falle von Staaten ist die natürliche Währung zur Aufnahme von Fremdkapital die Währung des entsprechenden Landes. International tätige Unternehmen können jedoch in sehr unterschiedlichen Währungen Fremdkapital am Markt aufnehmen. Ausserdem verhalten sich die Bonds immer entsprechend dem Zinsniveau, in dem sie denominiert sind. Verändert sich das Zinsniveau, verändert sich der Kurs des Bonds.

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

Wie einleitend bereits beschrieben, ist die Klassifikation resp. Auswahl der Emittenten die primäre Eigenschaft der Rates Anlagekategorie. 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.

---

<sup>2</sup> Ratings und Rating-Vergleiche werden in Bloomberg unter RATD<GO> näher beschrieben

<sup>3</sup> Details zur Klassifikation sind im «Swiss Index – Methodology Rulebook Governing Bond Indices» festgehalten

## **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. Die Beispiele pro Level sind bewusst nicht nur auf Rates bezogen.

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.

Das BICS (Bloomberg Industry Classification System) wird beispielsweise von S&P's GICS (Global Industry Classification Standard) konkurrenziert.

## 2.3 Zinskurven

Die Bewertung von Bonds erfolgt über den aktuell geltenden Marktzins. Steigt das für den Bond relevante Zinsniveau, dann muss der Preis des Bonds um genau so viel sinken, dass der Coupon im Verhältnis zum Preis wieder dem Marktniveau entspricht. Je nach Bond wird dazu eine andere Zinskurve betrachtet. Theoretisch benötigt man für jeden Bond eine eigene Zinskurve die durch das Hinzufügen mehrerer Spreads, um die Besonderheiten und Risiken des jeweiligen Bonds korrekt widerzuspiegeln, angepasst wird. Jeder dieser Spreads berücksichtigt verschiedene Risikofaktoren (Bsp.: Bonität bzw. Liquiditätsüberlegungen), sodass am Ende eine bondspezifische Zinskurve entsteht, die für die genaue Bewertung des Bonds verwendet wird. In der Praxis werden Bonds nach Bonitäten und Laufzeiten zusammengefasst und mit der entsprechenden Zinskurve bewertet.

Als Basis dient in der Regel die Zinskurve von Staatsanleihen in einer Währung, welche die höchste Sicherheit und damit das tiefste Zinsniveau reflektiert. Anschliessend werden Zinsaufschläge (sog. Spreads, de. Differenzen) aufgerechnet. Die Darstellung unten zeigt hypothetisch auf, wie ausgehend von einer Staatsanleihenkurve ein Spread für gute Kreditqualität (IG) und tiefe Kreditqualität (HY) aufgeschlagen wird.

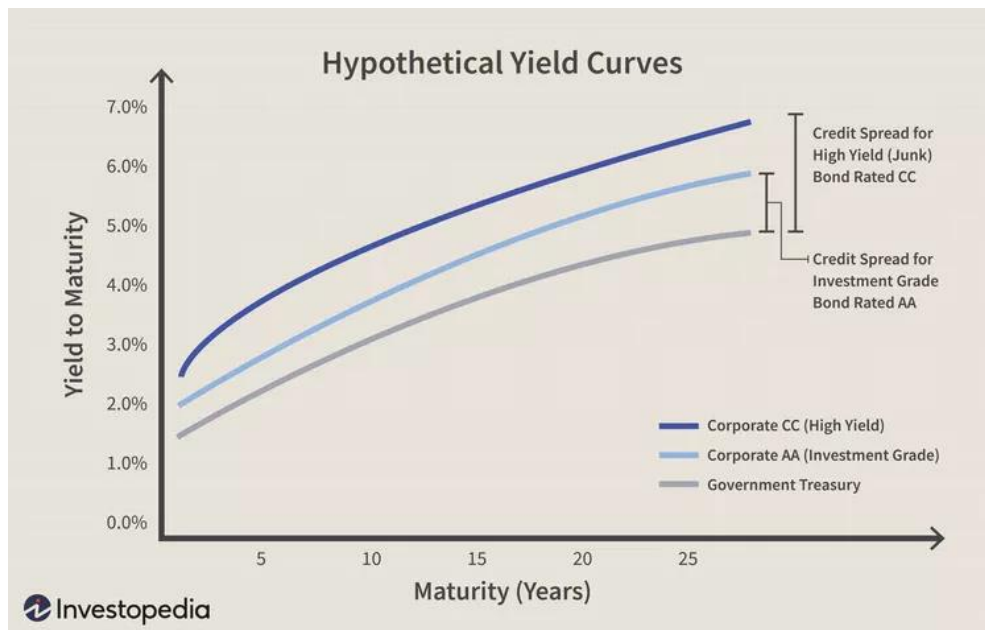


Abbildung 3 Zinskurven im Vergleich, Quelle: Investopedia

Nachfolgend werden verschiedene Zinskurven am Beispiel des Schweizer Francs 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. Schweizer Covered Bonds Zinskurve

Was: Die Zinskurve für Schweizer Covered Bonds stellt die Renditen von besicherten Anleihen (Covered Bonds) aus der Schweiz für verschiedene Laufzeiten dar.

Wie: Diese Kurve wird gebildet, indem man die Renditen von Schweizer Covered Bonds zu verschiedenen Fälligkeitsdaten verwendet. Diese (besicherten) Anleihen sind durch ein Pool von Vermögenswerten (z.B. Hypotheken) besichert. Je nach Qualität dieser Anleihen besteht ein grösserer oder kleinerer Aufschlag gegenüber Staatsanleihen gleicher Laufzeit.

BB Ticker: Bsp: Swiss Pfandbriefzentrale YCGT0263 GC<GO>

Wofür: Massstab für die besicherte Kapitalaufnahme im Vergleich zu unbesicherten Aufnahmen.

### 3. Over-night Swap Curve: CHF OIS Curve



Was: Die CHF OIS-Kurve (Overnight Index Swap Curve) zeigt die Erwartungen der Marktteilnehmer an den Zinssatz für verschiedene Laufzeiten, diskontiert zum Overnight Zinssatz (SARON).

Wie: Sie basiert auf den Preisen von Overnight-Index-Swaps, bei denen feste Zinssätze gegen variable Tageszinssätze (SARON) getauscht werden. Die Kurve repräsentiert damit den Zeitwert des Geldes und berücksichtigt, wie sich die Erwartungen an die kurzfristigen Zinssätze über verschiedene Laufzeiten ändern.

Wofür: Ableitung von Geldpolitikerwartungen und Discounting von Cashflows von Zinsderivaten.

BB Ticker: YCSW0234

#### **4. CHF Swap Curve resp. neu SARON**

Was: Die CHF Swap Curve zeigt die zukünftigen Erwartungen an die längerfristigen Zinssätze, wie sie sich in den Preisen von Zinsswaps widerspiegeln.

Wie: Sie basiert auf den Preisen von Standard-Zinsswaps, bei denen feste Zinssätze gegen variable Zinssätze getauscht werden.

Wofür: Sie wird zur Bewertung einer Vielzahl von Zinsderivaten verwendet, zur Ableitung von Markterwartungen bezüglich zukünftiger Zinssätze und zur Festlegung von Zinssätzen für viele Arten von Floatern und Krediten.

BB Ticker: YCSW0254

#### **5. 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: Indikator für "Spread" (Kompensation für die Übernahme von zusätzlichem Kreditrisiko).

Anmerkung: Ratingbezogene Kurven sind nicht als Ticker verfügbar, sondern repräsentieren eine komplexe Bewertungsherausforderung für Kreditbonds. 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.

Actions ▾ Directory Export Settings Bloomberg Intelligence

<Search BI Research and Data>

Corporate Credit Dashboard (BI STRTN) North America ☆

Research OAS Bond Indices Key Indices CDX Indices

View 10 Months Growth None Currency LCL

Name	11/2023	10/2023	9/2023	8/2023	7/2023	6/2023	5/2023	4/2023	3/2023	2/2023	1/2023	12/2022
Bloomberg Bond Indices												
Composite Indices												
Global Agg	50	53	50	48	46	50	53	54	54	47	47	51
US Aggregate	53	57	52	48	46	49	55	57	57	48	45	51
Canada Aggregate	61.6	63.3	63.1	61.1	60.7	63.7	64.2	65.0	65.8	59.8	61.7	64.7
Corporate Indices												
Global Agg Corporate	137	142	135	133	127	139	151	149	153	135	133	147
US Corporate	124	129	121	118	112	123	138	136	138	124	117	130
Industry												
US Corporate Industrials	109	116	110	108	104	113	127	124	124	122	114	125
US Corporate Financials	145	152	140	132	125	139	157	157	164	126	122	140
US Corporate Utility	125	129	122	124	120	132	140	133	136	130	120	129
Rating												
US Corporate Aaa	41	48	43	43	44	47	53	54	55	59	53	56
US Corporate Aa	56	59	57	57	54	60	69	69	70	69	65	69
US Corporate A	107	113	105	101	95	104	117	116	118	104	97	109
US Corporate Baa	152	156	147	144	138	152	169	166	168	151	144	159
Nativity												
US 1-3 Year Corporate	91	96	84	75	62	72	89	92	101	64	62	73
US Intermediate Corporate	117	125	115	107	99	109	125	124	127	107	103	116
US Long Corporate	132	138	134	139	139	150	163	159	160	158	145	158
Europe Agg Corporate	124	160	153	155	147	163	171	162	170	148	152	167
Sterling Corporate	161	169	162	161	154	172	174	172	191	169	167	194
US High Yield	394	437	394	372	367	390	459	452	455	412	420	469
Industry												
US Corporate Industrials	397	441	396	373	369	390	458	453	453	414	421	470
US Corporate Financials	375	441	407	393	378	427	516	504	528	435	443	511
US Corporate Utility	283	304	290	257	250	262	285	258	261	260	264	270
Rating												
US High Yield Baa	250	286	264	246	239	253	303	286	283	267	267	295
US High Yield Ba/B	315	360	325	303	296	318	379	364	364	337	341	380
US High Yield B	393	443	399	372	366	398	470	457	465	421	434	489
US High Yield Caa	928	966	848	819	821	838	958	933	974	891	893	1,008

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

Die nachfolgende Darstellung zeigt unterschiedliche Kurven im Vergleich.

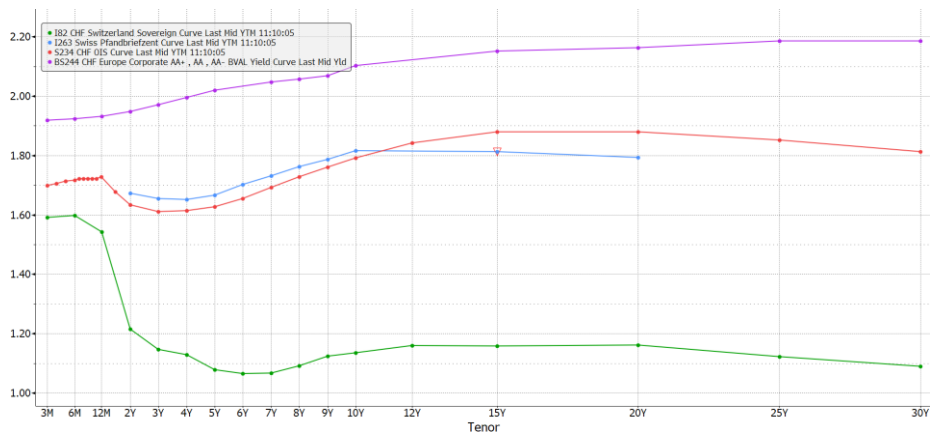


Abbildung 5 CHF Zinskurven im Vergleich, Quelle: Bloomberg (GC<GO>), eigene Darstellung, 10.10.2023

## 2.4 Risiko- und Rendite-Profil

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

### 2.4.1 Verwendete Proxies

Für die historische Veranschaulichung von Verhaltensmustern werden lange Zeitreihen einer exakten Repräsentation der Subkategorie-Benchmarks vorgezogen. Einleitend wird daher auf die verwendeten Proxies eingegangen bevor anschliessend die Analysen anhand der Indizes präsentiert wird.

#### Listed Rates CHF

Die Benchmark für die Subkategorie "Listed Rates CHF", setzt sich aus zwei Indizes zusammen.

- 50% SBI AAA-AA 1-10 (SAA11T Index)

- 50% SBI AAA-AA 10+ (SAA10T Index)

Da diese beiden Indizes eine eingeschränkte verfügbare Historie aufweisen, wird der Proxy-Index, "Rates CHF", welcher den SBR12T Index repräsentiert, verwendet.

Dieser Index gewährt durch seine längere Zeitreihe einen detaillierteren Einblick in das Marktverhalten über verschiedene Zyklen hinweg, insbesondere in Krisenzeiten. Das zentrale Argument für den Einsatz des Proxy-Indexes «Rates CHF» ist die hohe Korrelation ( $>0.99$ ) mit dem zusammengesetzten Index «Listed Rates CHF». Diese hohe Korrelation gilt als hinreichend, den Proxy-Index als Ersatz für den zusammengesetzten Index in Analysen zu verwenden.

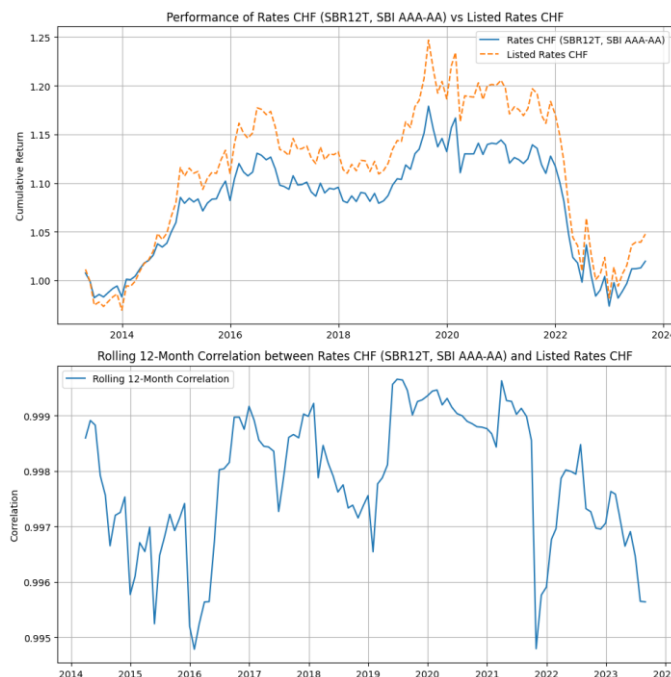


Abbildung 6 Proxy Listed Rates CHF, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

### Listed Rates Non-CHF

Auch der Index «Listed Rates Non-CHF» wird aus zwei separaten Indizes zusammen gesetzt:

- 50% Global Aggregate Treasuries DM Ex-CHF 1-10 Yrs (H38035CH Index)
- 50% Global Aggregate Treasuries DM Ex-CHF 10+ Yrs (H38036CH Index)

Demgegenüber steht der Proxy-Index, «Rates Non-CHF», welcher den Global Aggregate - Treasuries Index (H03432CH Index) repräsentiert. Dabei gibt es eine Diskrepanz zwischen Proxy und Einzelindizes, denn der Proxy beinhaltet auch Treasury Bonds von Ländern ausserhalb der Developed Markets. Dieser Anteil beläuft sich auf ca. 15% wovon ca. 9% auf China entfallen. Derzeit ist kein besserer Proxy verfügbar.

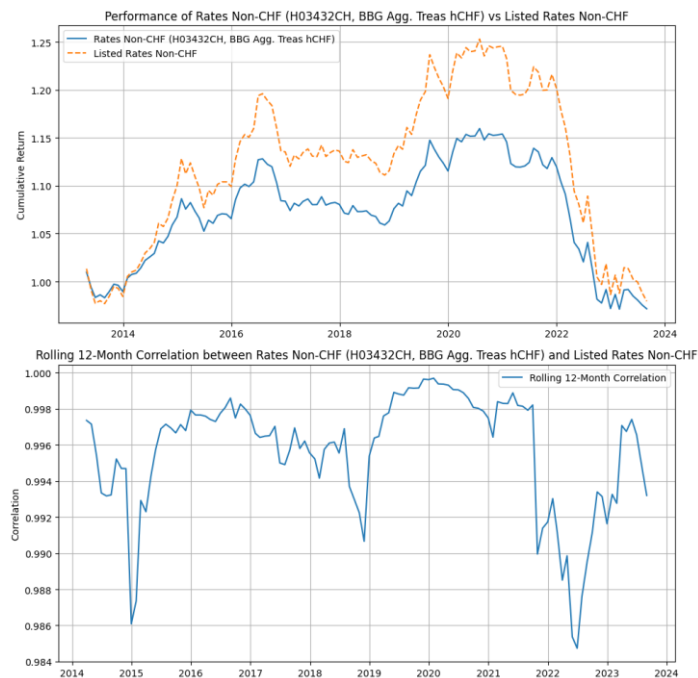


Abbildung 7 Proxy Listed Rates Non-CHF, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Für die Subkategorie «Listed Rates EM» wird kein Proxy Index benötigt.

## 2.4.2 Historische Renditeentwicklung im Vergleich

Die historische Entwicklung der Proxy Indizes seit 2007 wurden von globalen ökonomischen und politischen Ereignissen beeinflusst. Die kumulative Performance zeigt die Entwicklung der unterschiedlichen Anlagekategorien im Vergleich zueinander sowie mit globalen Aktien- und Kreditindizes.

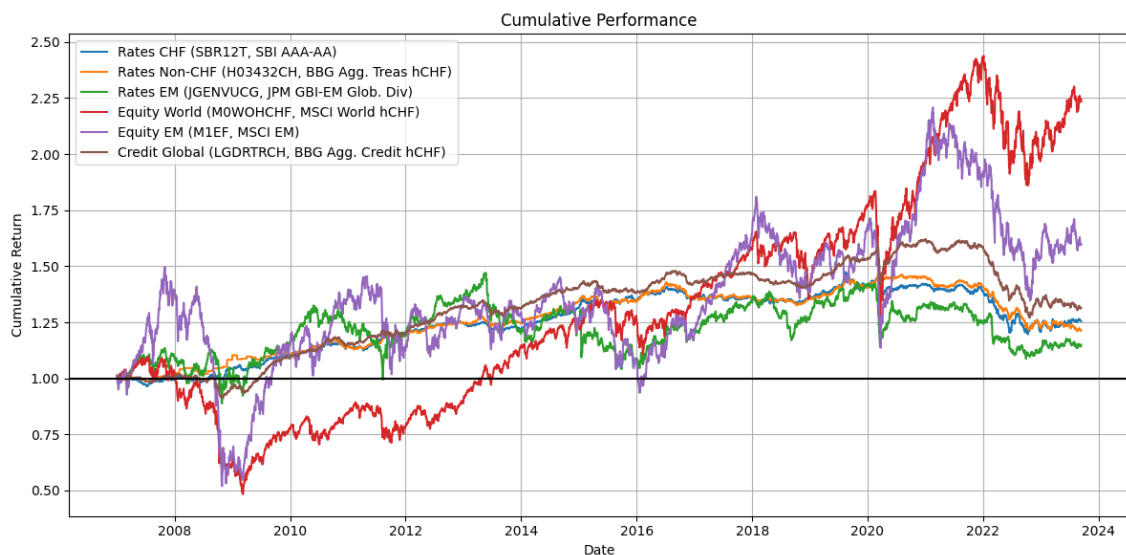


Abbildung 8 Renditeentwicklung Rates, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

### Listed Rates CHF und Listed Rates Non-CHF

Bis zum Ausbruch der Finanzkrise 2008 waren die Renditen von Listed Rates CHF und Non-CHF stabil. Im Zuge der Finanzkrise suchten Investoren jedoch Sicherheit (Safe Haven), was zu einer hohen Nachfrage nach sicheren

Anleihen und in der Folge zu niedrigeren Renditen führte. Die Notenbanken der entwickelten Länder mussten die Zinsen mehrmals senken. Während der Eurokrise (steigende Renditen auf Staatsanleihen in der europäischen Peripherie) war es v.a. die europäische Notenbank, die abermals die Zinsen senken musste und im Fall der Schweizerischen Nationalbank (SNB) wurden im Januar 2015 negative Leitzinsen eingeführt (inkl. Aufhebung Floor EUR/CHF 1.2) um die Exportwirtschaft zu stabilisieren und Deflation zu verhindern, was sich in der Folge ebenfalls negativ auf die laufenden Renditen der Subkategorie auswirkte.

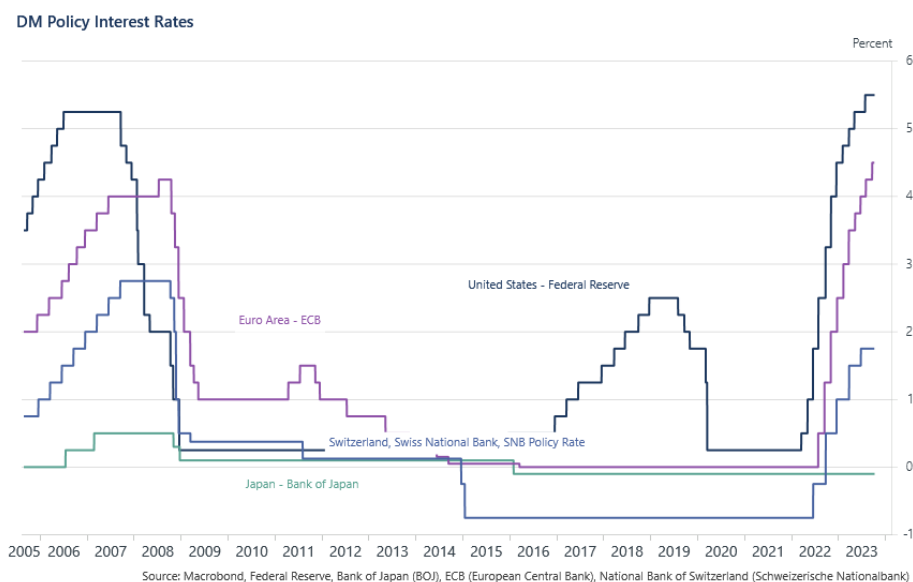


Abbildung 9 Leitzinsentwicklung, Quelle: Macrobond, eigene Darstellung

## Rates EM

Anleihen aus Schwellenländern wurden nach der Finanzkrise zunehmend attraktiv, da sie höhere Renditen boten als Anleihen aus entwickelten Ländern. Allerdings waren sie auch volatil und anfälliger für Kapitalflüsse und geopolitische Spannungen. Während die Zinsen von Ländern in der entwickelten Welt bis 2020 nach unten tendierten und damit zu Kapitalgewinnen für Anleger führten, entwickelten sich die Zinsen von Schwellenländern eher volatil seitwärts.

Die nachfolgende Grafik zeigt die kumulierte Rendite und den Maximum Drawdown über alle Subkategorien.

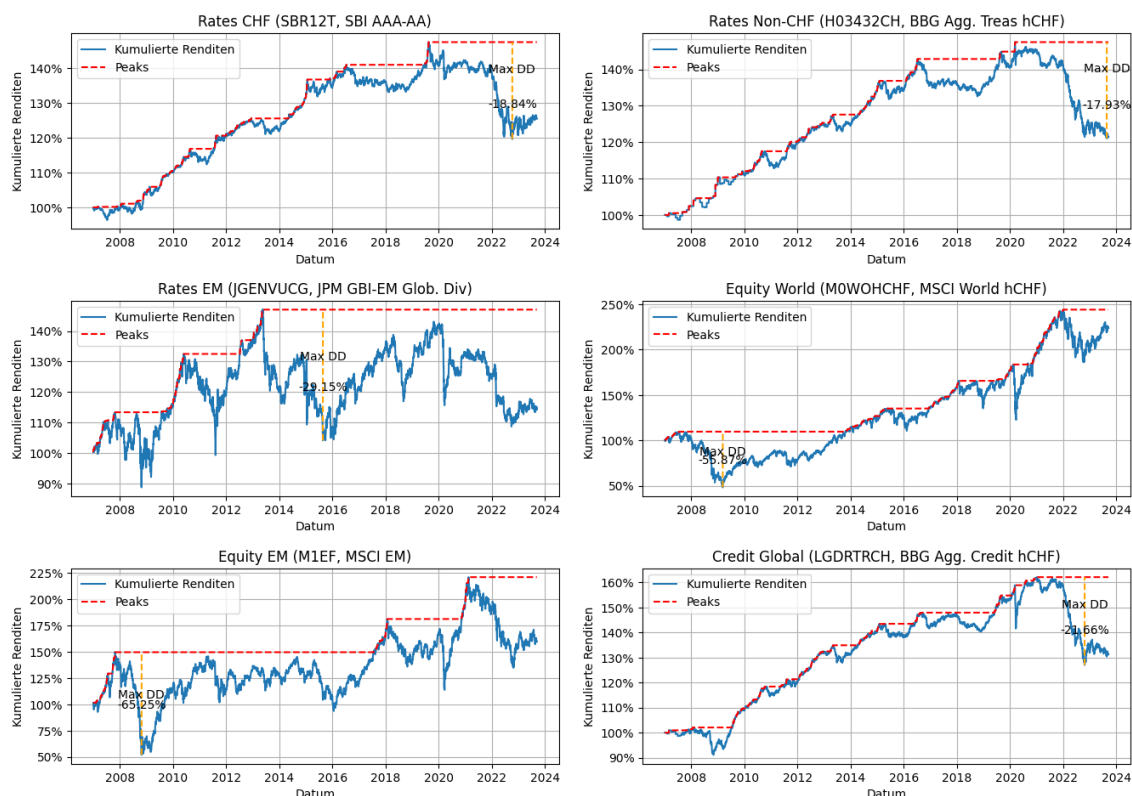


Abbildung 10 Rendite und Max Drawdown Rates, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Sehr eindrücklich zu sehen ist, dass auch Rates ein hohes Risiko in Form von Schwankungen aufweisen. Dazu werden im nächsten Abschnitt detaillierte Analysen durchgeführt. In den folgenden Analysen beziehen wir uns auf die effektiven SAA Benchmark Indizes. Hier zeigen wir statistische Analysen auf, wobei der Zeitraum der Daten April 2013 – September 2023 beträgt.

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

#### 1. Monatliche Renditeverteilung (links)

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

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

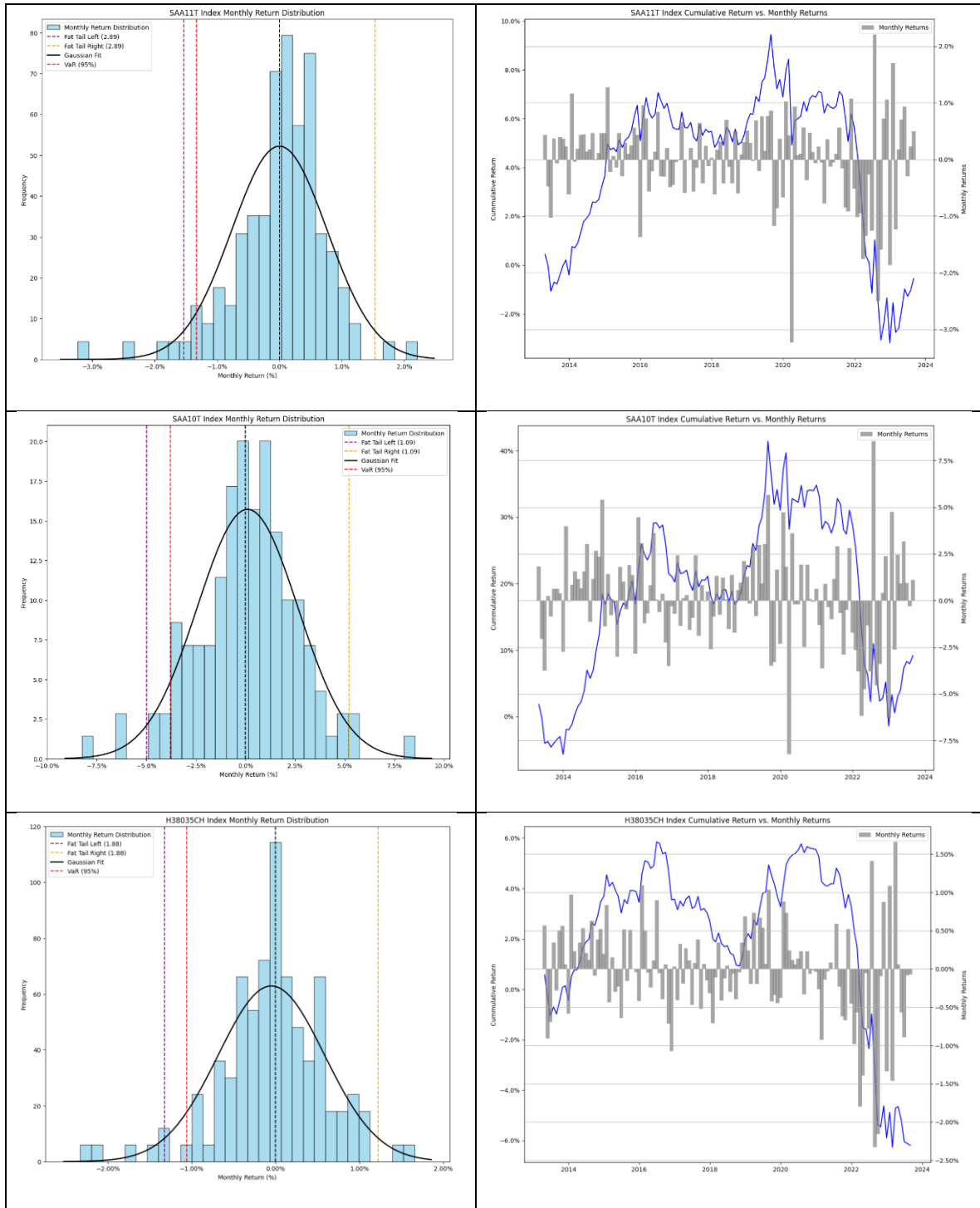
Fat Tails: Die fettgedruckten Linien links und rechts zeigen Bereiche der Verteilung an, die stärker ausgeprägt sind als bei einer normalen Gausssschen Verteilung. Ein hoher Wert für die Kurtosis deutet auf fat tails hin.

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

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

## 2. Kumulierte Rendite vs. Monatsrenditen (rechts)

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



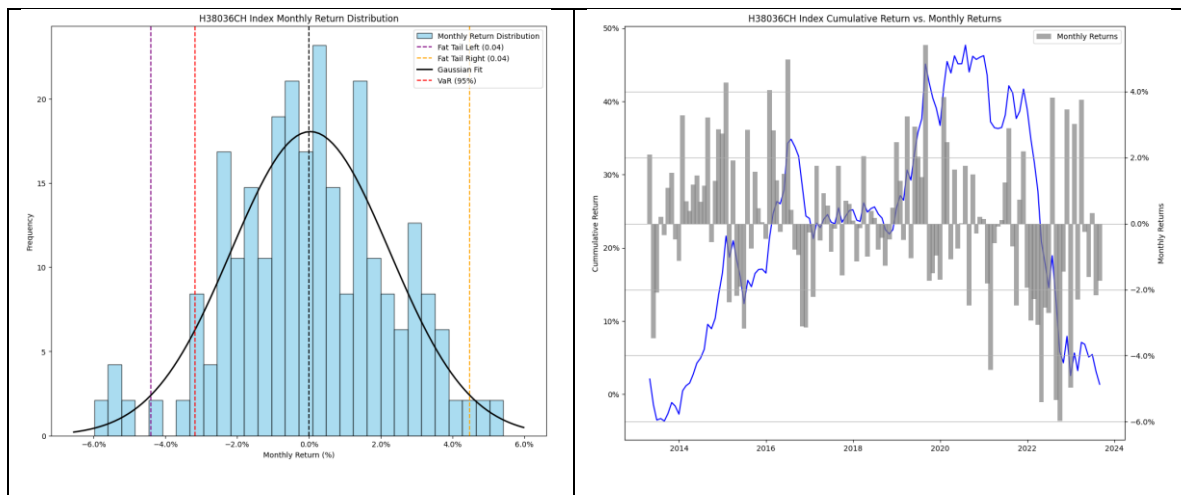


Abbildung 11 Return Distribution Rates, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

### 2.4.3 Annualisierte Volatilitäten

Die Grafik zeigt die annualisierten Volatilitäten der Anlageklassen. Auffallend ist die hohe Volatilität der Rates EM Anlagen im Vergleich zu den anderen Rates Anlagen. Diese erhöhte Volatilität kommt grösstenteils aus den nicht abgesicherten Fremdwährungsrisiken.

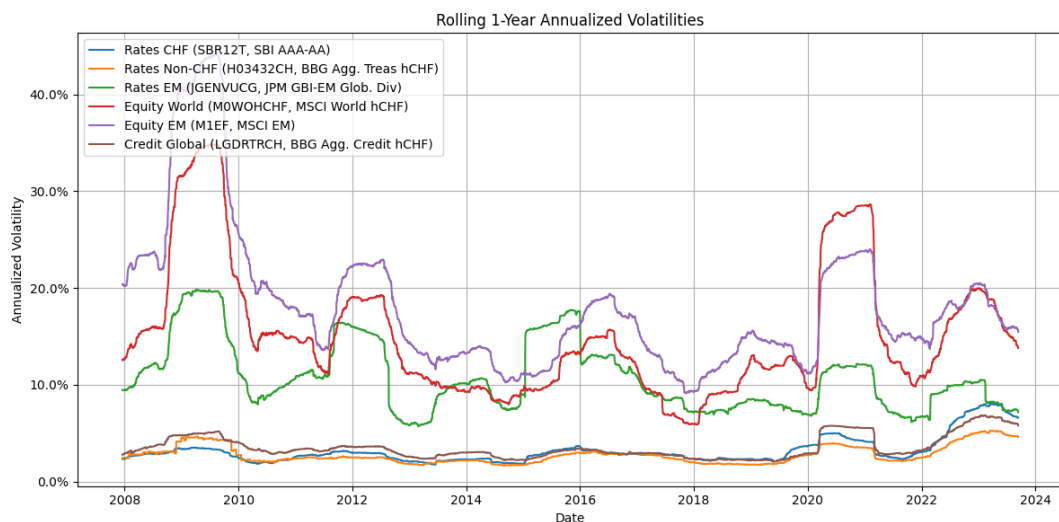


Abbildung 12 Volatilitäten Rates, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

### 2.4.4 Korrelationen

Mit den folgenden Diagrammen 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. Das Ziel ist es, nachzuvollziehen, in welchen Phasen die Anlageklassen stärker oder schwächer korreliert waren.



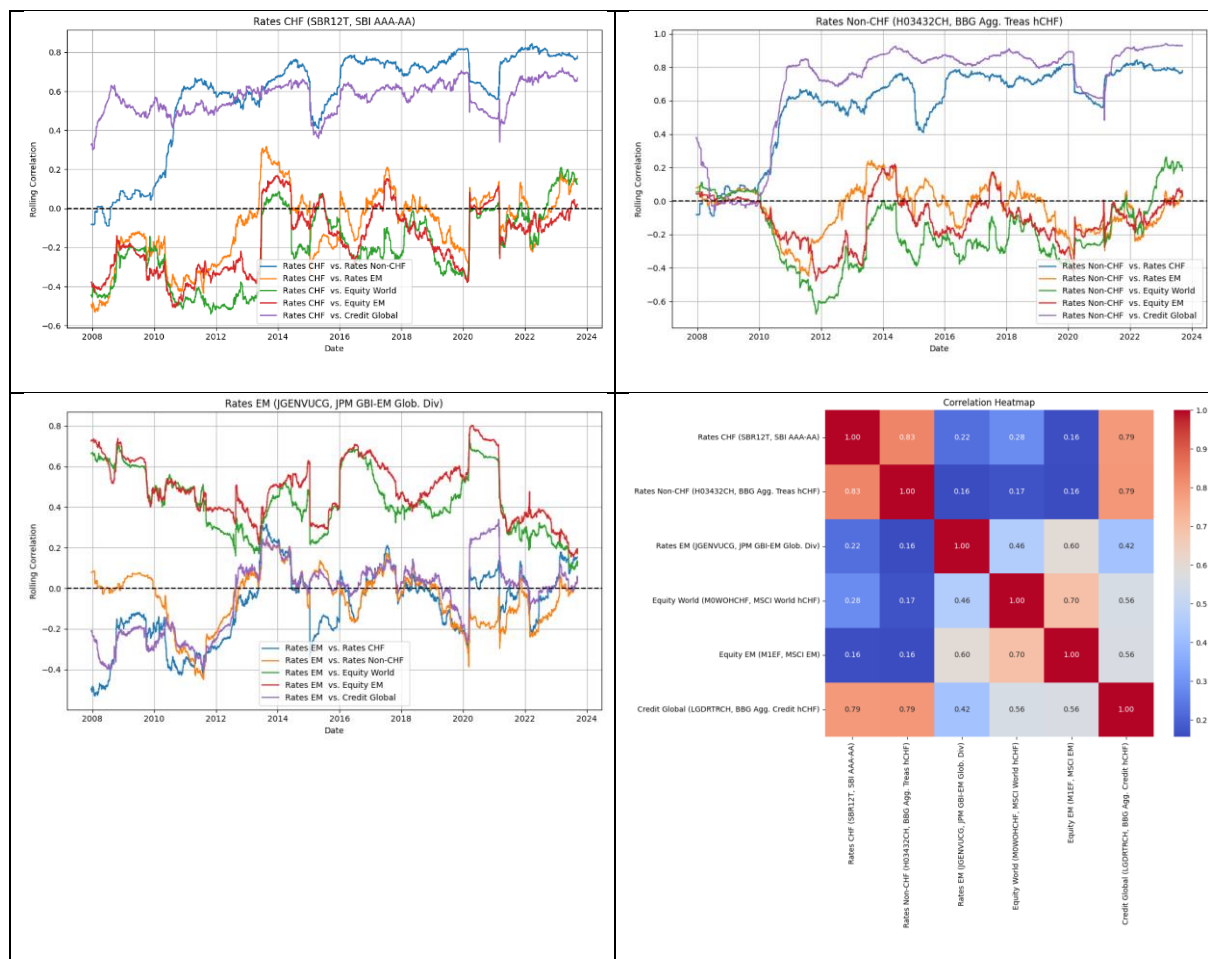


Abbildung 13 Korrelationen Rates, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Die Grafiken zeigen, dass Rates Non-CHF bzw. Rates CHF eine hohe positive Korrelation zueinander und zu Credit Global aufweisen. Im Gegensatz dazu weisen Listed Rates EM, Equity EM und Equity World grösstenteils eine negative, jedoch phasenweise auch eine schwach positive Korrelation zu Listed Rates CHF und Listed Rates Non-CHF auf. Damit wird gut ersichtlich, dass zur Steuerung von Verbindlichkeitsrisiken v.a. Listed Rates CHF und Listed Rates Non-CHF geeignet sind. Listed Rates EM weisen deutlich mehr Volatilität und eine tiefe oder sogar negative Korrelation zu den Verbindlichkeiten auf.

Die Korrelationsmatrix basiert auf der gesamten Zeitperiode der monatlichen Renditen und bietet einen Einblick in die Beziehungen der Anlagekategorien. Listed Rates CHF bewegt sich stark im Einklang mit Listed Rates Non-CHF und Credit Global. Listed Rates EM weist eine stärkere Beziehung zu den Equity-Kategorien, insbesondere zu Equity EM, auf. Equity World und Equity EM weisen eine signifikant hohe Korrelation auf. Schliesslich ist Credit Global mit den meisten anderen Kategorien korreliert, insbesondere mit Rates Non-CHF.

## 2.4.5 Verhalten in Krisen

Die nachfolgende Analyse zeigt die kumulierten Renditen während historischen Krisenperioden.

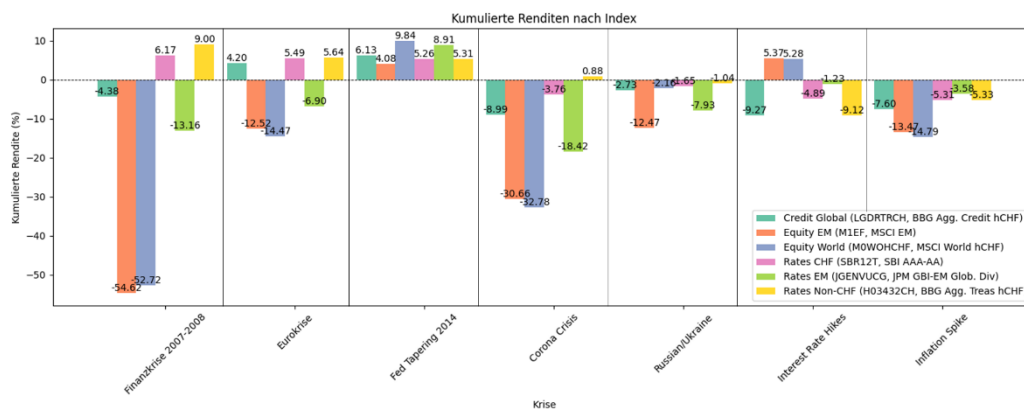


Abbildung 14 Krisenverhalten Rates, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

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

Während der Finanzkrise verzeichneten "Equity World" und "Equity EM" massive Verluste von -52.7% bzw. -54.6%. Im Gegensatz dazu zeigten "Listed Rates CHF" und "Listed Rates Non-CHF" positive Renditen von 6.2% bzw. 9%, was auf eine Flucht in sichere Anlagen während der Krise hindeutet, und die negative Korrelation erklärt (siehe oben).

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

Während dieser Phase erlebten die globalen Aktienmärkte erneut erhebliche Verluste, wobei "Equity World" um 14.5% und der "Equity EM" um 12.5% fiel. Ähnlich wie in der Finanzkrise schnitten "Listed Rates CHF" und "Listed Rates Non-CHF" mit 5.5% bzw. 5.6% positiv ab.

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

Diese Periode war weniger volatil (siehe oben rollierende Volatilität), wobei die meisten Anlagekategorien positive Renditen erzielten (siehe oben rollierende Korrelationen).

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

Ein kurzer, aber intensiver Zeitraum, in dem die globalen Märkte erheblich einbrachen. "Equity World" verzeichnete einen Rückgang von 32.8% und «Equity EM» 27.8%. «Listed Rates Non-CHF» war praktisch flat mit einer Rendite von 0.88%. In diesem kurzen Zeitraum beobachten wir schnell und stark angestiegene rollierende Korrelationen (siehe oben), vor allem zwischen den Rates- und Equity-Anlagen.

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

Während dieses kurzen Zeitraums, bei Ausbruch des Krieges, waren die Verluste in "Listed Rates EM" mit -17.3% 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 Zeitraum, der sich durch Zinserhöhungen auszeichnet hat, führte zu unterschiedlichen Renditen bei den Anlagekategorien.

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

«Equity World» und «Equity EM» verzeichneten erhebliche Rückgänge von -14.8% bzw. -13.5%, die die Auswirkungen der steigenden Inflation sowie die allgemeine Unsicherheit auf die Finanzmärkte spiegeln. Die Verluste bei Rates-Anlagen sind auf die steigenden Zinsen zurückzuführen, welche von den meisten Nationalbanken weltweit zur Inflationsbekämpfung beschlossen wurden. Dies erklärt auch den Anstieg der Korrelationen zwischen allen Anlagekategorien.

## **2.5 Verhalten in Marktphasen**

Rates sind sowohl eine Steuerungsgrösse als auch ein Zustandsmesser für die Wirtschaftsentwicklung eines Landes oder einer Währungsregion. Je nach Marktphase verändern sich die Zinsen, die Investoren für das Halten von zeitgebundenen Forderungen verlangen und die Notenbanken regulieren das Geldangebot im System in dem sie die Zinssätze beeinflussen. In diesem kurzen Abschnitt soll das Verhalten von Rates Anlagen in unterschiedlichen Marktphasen qualitativ beschrieben werden. Das beobachtbare historische Verhalten kann von dem hier beschriebenen Verhalten abweichen und wurde in vorhergehenden Kapiteln eingehend dargestellt.

### **2.5.1 Zinsen als Steuerungsinstrument**

Eine wichtige Voraussetzung für eine funktionierende Volkswirtschaft ist das Vertrauen in die Währung. Ist die Währung instabil bzw. wird diese von hoher oder negativer Inflation (Deflation) geprägt, ist die Planungssicherheit der Wirtschaftsteilnehmer gestört. Eine zu hohe Inflation wiederum erschüttert das Vertrauen in den Wert des Geldes und animiert die Akteure zu einem schnelleren Umlauf, womit die Inflation noch stärker angetrieben wird bis im Extremfall die Inflation so hoch ist, dass das eingenommene Geld nicht schnell genug wiederangelegt werden kann, um den realen Kapitalerhalt zu sichern. In einem Umfeld von Deflation wird die Währung ständig stärker und die Güter günstiger. Die Unternehmen nehmen damit weniger ein und müssen die Mindereinnahmen auf der Ausgabenseite kompensieren, was zu Entlassungen und damit zu weniger Konsum führen kann. In einem internationalen Kontext ist Deflation vor allem für die Exportwirtschaft von Nachteil, da die im eigenen Land produzierten Güter verhältnismässig teurer werden. Als Idealzustand wird allgemein eine Preisstabilität zwischen 0-2% Inflation pro Jahr angesehen. Die meisten Notenbanken verfolgen ein Inflationsziel von 2%. Um dieses Ziel zu erreichen, steuern die Notenbanken über die Leitzinsen und über weitere geldpolitische Instrumente, wie beispielsweise das Auf- oder Verkaufen von Staatsanleihen das Geldangebot und damit die Wirtschaftsleistung. Besteht ein hohes Angebot an Liquidität, können Wirtschaftsteilnehmer sich günstig finanzieren und dadurch mehr Investitionen tätigen, wodurch die Preise in die Höhe getrieben werden. Eine Verknappung des Geldangebots führt zum gegenteiligen Effekt und reduziert die Wirtschaftsleistung und damit die Inflation.

Im Zusammenhang mit der Anlageklasse Rates sind Veränderungen der Zinsen am kurzen Ende der Zinskurve weniger entscheidend als die daraus entstehenden Folgen. Die langfristigen Zinsen sind ein Ausdruck der Erwartung der Marktteilnehmer bezüglich Leitzinsen und Inflationsentwicklung in der Zukunft. In Phasen positiver Wirtschaftsentwicklungen beginnen die Zinsen zu steigen, was sich negativ auf die Preise von Rates

auswirkt. Andererseits steigen die laufenden Renditen von Rates, was sich positiv auf den Total Return auswirkt. Die Laufzeit der Anlagen ist dabei für das Zusammenspiel zwischen Zins und Preis massgeblich. Je früher eine Investition wieder frei zur Wiederanlage ist, desto weniger sensitiv reagiert der Preis der Anlage auf Zinsveränderungen. Ist eine Anlage sehr lange gebunden, beispielsweise in Form eines Bonds mit theoretisch ewiger Laufzeit, schwanken die Preise bei Zinsveränderungen deutlich stärker.

Die folgende Grafik zeigt die historischen Zusammenhänge zwischen Inflation, Leitzins, Geldmenge, Wirtschaftswachstum und Total Return von Rates. Es ist gut zu sehen, wie Leitzinserhöhungen der US-Notenbank (Fed) historisch oft eine wirtschaftliche Schwäche ausgelöst hat auf diese wiederum mit Zinssenkungen reagiert wurde. Die Zinsen von US-Staatsanleihen haben sich mehrheitlich der Entwicklung der Leitzinsen angepasst, was in positiven wirtschaftlichen Phasen zu einem Gegenwind für Rates geführt hat. Im Gegenzug haben die Leitzinssenkungen einen positiven Effekt auf Rates, da die Preise infolge der sinkenden Zinsen steigen. Diese Herleitung erklärt den defensiven Charakter von Rates in verschiedenen Marktphasen und deren Diversifikationseigenschaften in einem gemischten Portfolio mit Aktien.

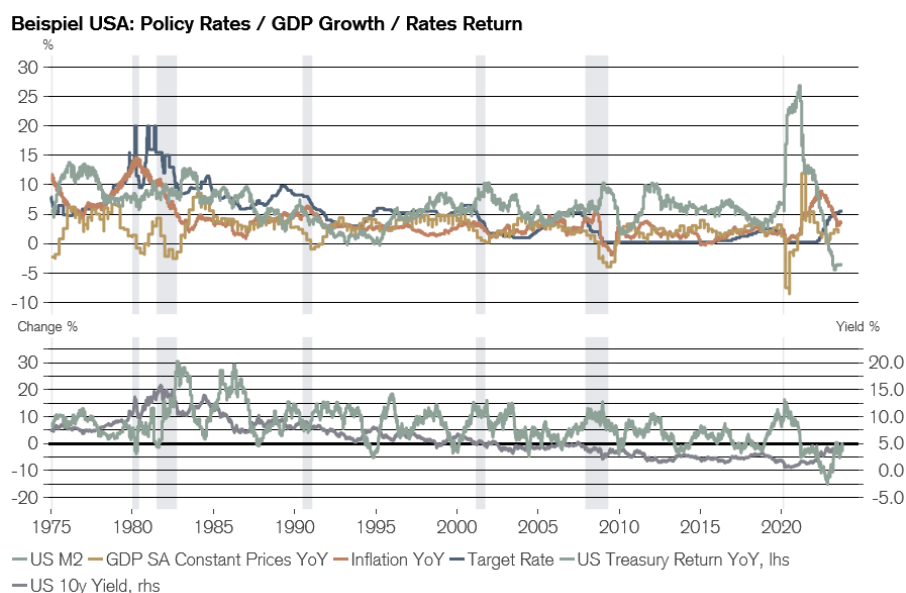


Abbildung 15 Policy Rate und Wirtschaftswachstum USA, Quelle: Macrobond

## 2.5.2 Zinsen als Zustandsmesser der Wirtschaft

Der Zusammenhang zwischen Zins und Wirtschaftsleistung ist natürlich herleitbar, da nur was in einer Wirtschaft erarbeitet werden kann auch als Zins für Kapital ausgegeben werden kann. Anders formuliert, je höher die Wirtschaftsleistung desto mehr Zins können Unternehmen sich auf ihrem Fremdkapital leisten.

## Beispiel USA: GDP Growth / Treasury Yields / Money Velocity

GDP Growth vs. Treasury Yields

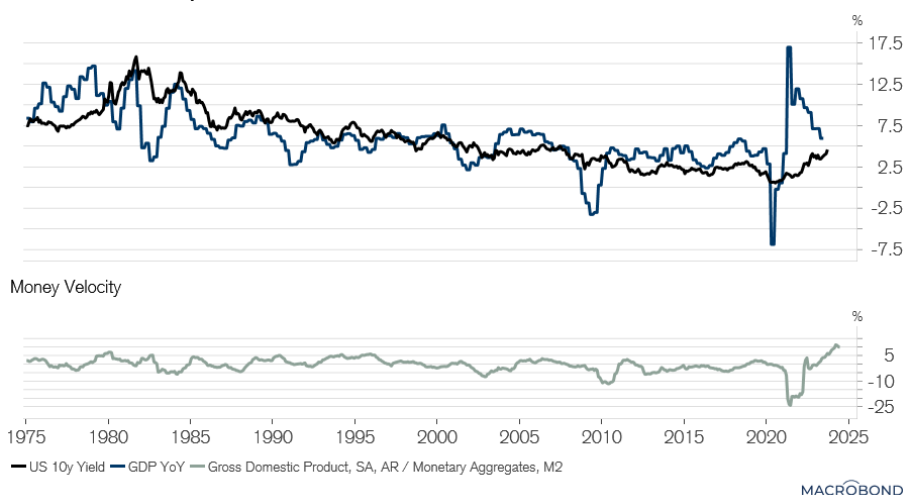


Abbildung 16 Wirtschaftswachstum und Treasury Yields USA, Quelle: Macrobond

Wie man in der Grafik oben gut sehen kann, sind die Zinsen von US Treasuries über die letzten 50 Jahre zusammen mit der Wirtschaftsleistung im Durchschnitt gefallen. Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ist hier als der Quotient aus GDP-Wachstum und Geldmenge M2 angegeben.

### 2.5.3 Investorenverhalten

Die globalen Kapitalmärkte sind eine Ansammlung von verschiedenen Anlegertypen mit unzählig vielen unterschiedlichen Zielen, Voraussetzungen, Einschränkungen und Emotionen. Die Einschätzung des Verhaltens von Rates bezüglich dem Investorenverhalten sind stark vereinfacht und generalisiert. Dennoch lassen sich wiederholt beobachtbare Verhalten ableiten, die uns helfen, das Verhalten der Anlagekategorie Rates in unterschiedlichen Marktphasen zu verstehen.

Anleger sind darauf bedacht ihr Kapital möglichst gewinnbringend anzulegen. Dabei unterscheiden sich langfristige von kurzfristigen Investoren (Spekulant). Sie alle haben gemein, dass sie Annahmen treffen müssen, wie sich die Wirtschaft über ihren Anlagehorizont hinweg entwickeln wird.

#### Aufschwung

Befindet sich 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 positiver Wirtschaftsdynamik, in der alle Akteure mehr Einkommen generieren und damit die Investitionen erneut ankurbeln. Die Sparquote sinkt und die Wirtschaft wächst. Die höhere Nachfrage führt zu steigenden Preisen, die von den Akteuren bereitwillig bezahlt werden, da die Einkommensseite gleichzeitig steigt. Da es genügend lukrative Investitionsmöglichkeiten gibt, werden auch zunehmend höhere Zinsen akzeptiert. Für einen Anleger bedeutet dies, dass es interessant ist das Kapital in die gewinnbringendsten Anlagen zu investieren. Dies sind in dieser Phase Anlagen mit direkter Verbindung zur Wirtschaftsleistung wie beispielsweise Eigenkapitalbeteiligungen an Wachstumsunternehmen. Anleihen von sehr guter Qualität sind in dieser Phase

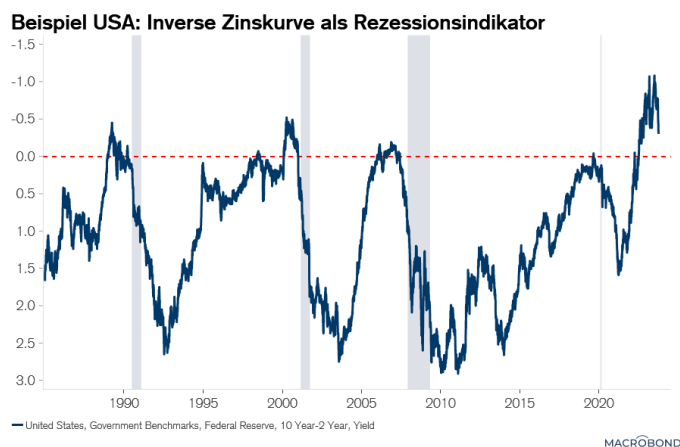
eher unattraktiv, da eine hohe Risikoprämie für das Eingehen zusätzlicher Risiken besteht. Ausserdem steigen die Zinsen an, da die Anleger für die höhere Inflation entschädigt werden wollen, was zu Kapitalverlusten auf Rates führt. Am Ende des Aufschwungs ist bereits sehr viel Kapital in riskantere Anlagen geflossen und die Bewertungen von Risikoanlagen sind hoch. 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 Wirtschaftsleistung langsam beginnt abzufachen und letztlich zu sinken. Die Anleger reagieren in dieser Phase mit Gewinnmitnahmen und trennen sich von Anlagen mit tiefer Risikoprämie. Es kommt zu ersten Umschichtungen in weniger riskante Anlagen wie Kreditobligationen 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 das Zins- und Inflationstop meist erst nach dem Kipppunkt der Wirtschaft statt. 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. Dadurch entsteht eine inverse Zinskurve. Ein Phänomen, welches in der Vergangenheit erstaunlich gut funktioniert hat, um eine kommende Rezession vorherzusagen.



Die Abschwungsphase, 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 stimulierenden 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 Heaven und werden in Krisenzeiten stark nachgefragt.

## 2.6 Charakteristiken

Diese Kapitel hat das Ziel, die Charakteristiken von Rates im grösseren Anlageuniversum zu verorten und ggü. anderen Anlageklassen einzuordnen. Mit der Entwicklung weiterer Anlagekonzepte wird es möglich, die Charakteristiken unterschiedlicher Subkategorien miteinander zu vergleichen. Die unten zum Vergleich aufgeführten Anlageklassen- Charakteristiken wurden «standalone» entwickelt, und dienen lediglich dazu, Rates 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	Rates	Listed Equities DM	Listed Credit
<b>Return:</b> Tiefer bis mittlerer einstelliger Bereich, unter der Zielrendite des Gesamtportfolios der PK.	2	4	3
<b>Market Volatility:</b> In der Regel eher gering, kann aber in Phasen starker geldpolitischer Unsicherheit erhöht sein.	2	4	3
<b>Tail Risk:</b> Das Ausfallrisiko ist bei Rates sehr gering einzustufen. Ein Tail-Event wäre hauptsächlich in Phasen sehr hoher Unsicherheit bezüglich Staatskonkursen oder hoher erwarteter Inflation zu erwarten.	2	4	3
<b>Liquidity:</b> Es besteht ein grosser Sekundärmarkt, der in den meisten Fällen viel Liquidität bietet. Die Liquidität im CHF Markt und während Stressphasen ist deutlich verringert.	4	5	3
<b>Sensitivity to Business Cycle:</b> Aufgrund des Verhaltens der Notenbanken und Investoren ist die Sensitivität sehr tief (negative Korrelation). Die generelle Sensitivität wird als tief eingeschätzt.	1	5	3
<b>Interest Rate Sensitivity:</b> Maximale Sensitivität zu Zinsen.	5	2	4
<b>Equity Risk Sensitivity:</b> Die Korrelation zu Listed Equity ist mehrheitlich als tief bis negativ einzustufen, phasenweise jedoch erhöht und positiv.	2	5	4
<b>Implementation Complexity:</b> Listed Rates lassen sich einfach über klassische Implementationsformen umsetzen. Einige Länder in den Emerging Markets ausgenommen.	1	1	1
<b>Market Size:</b> Sehr grosser Markt mit vielen Teilnehmern und regelmässigem Handel.	5	5	3
<b>Cost:</b> Sehr günstig umsetzbar mit Ausnahme von aktiven Mandaten für Satellitenmandate.	1	1	1

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

## 2.7 Implementationsvarianten

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

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 keinen Appetit sich hier neu zu engagieren.

**Variante 2) kann in speziellen Nischen zum Einsatz kommen:** Im Bereich Emerging Markets kann diese Implementationsvariante interessant sein, da das technische Setup mit Depotbank etc. zu kompliziert oder sogar unmöglich sein kann. 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 «Rates»

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

Die Bandbreite für Listed Rates Non-CHF 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
<b>Emittenten</b>	Forderungen von Emittenten die nicht Teil des Indexuniversums für Listed Rates CHF, Listed Rates Non-CHF und Listed Rates EM sind, werden ausgeschlossen.
<b>Währungen EM</b>	Andere Währungen als jene die in der Subkategorie Listed Rates EM im Index vertreten sind, werden in dieser Subkategorie ausgeschlossen.

*Tabelle 5 Abgrenzung Rates, Quelle: eigene Darstellung*

#### Private Rates

Aktuell gibt es keine konzeptionelle Grundlage für eine Investition in die Subkategorie «Private Rates». Mögliche Investitionen wären hier u.a. Hypotheken in Schweizer Franken oder private Darlehen an Unternehmen und Projekte. Deshalb werden Private Rates aktuell aus diesem Konzept ausgeschlossen. Ein Ausschluss bedeutet nicht, dass eine Investition nicht stattfinden darf, sollte sich eine Opportunität in diesem Bereich ergeben. In diesem Fall würde weiterhin das Prinzip gelten, dass das Kreditrisiko nicht das dominierende Element sein darf. Das Konzept würde zeitnah um diese Dimension ergänzt werden.

#### Listed Real Rates

Unter Listed Real Rates fallen Bondportfolios, die explizit gegen sich verändernde Inflationserwartungen abgesichert sind. Aktuell gibt es keine konzeptionelle Grundlage für eine entsprechende Investition. Deshalb werden Listed Real Rates aktuell aus diesem Konzept ausgeschlossen. Ein Ausschluss bedeutet nicht, dass eine Investition nicht stattfinden darf, sollte sich eine Opportunität in diesem Bereich ergeben. In diesem Fall würde weiterhin das Prinzip gelten, dass das Kreditrisiko nicht das dominierende Element sein soll. Das Konzept würde zeitnah um diese Dimension ergänzt werden.

## 4 Steuerung und Strategie

Die Anlagekategorie Rates ist wie im Kapitel 1 erläutert sehr stark gesteuert durch die Verpflichtungsseite. Die strategischen Vorgaben berücksichtigen bei gut finanzierten Kassen meist ein hohes Mindestgewicht in der Anlageklasse, damit die Deckungsgradvolatilität kontrolliert bleibt. Die Kasse ist nominal betrachtet finanziert und zusätzliche Risiken müssen nicht um jeden Preis eingegangen werden. Im Falle der Pensionskasse der Credit Suisse wurde unter anderem deswegen in den vergangenen Jahren aus strategischer Sicht verstärkt auf den Einsatz von Rates gesetzt. Für den Sponsor reduziert dies das Risiko die Kasse in Krisenzeiten durch Kapitaleinschüsse stützen zu müssen. Aus diesen Gründen ist es in der Steuerung der Anlagekategorie wichtig, dass Abweichungen von den strategischen Vorgaben nur in bedingtem Masse zugelassen werden (siehe Vorgaben aus ALM und SAA) und die gemäss ALM-Prozess gewünschte Zinssensitivität erhalten bleibt.

### 4.1 Taktische Allokation

Innerhalb dieser 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 Rates, mit Ausnahme von Private Rates, 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 Rates 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 Rates CHF hat immer in vorgängiger Absprache mit dem Portfoliomanagement TI/AI zu erfolgen.

Zur Steuerung von Durationsrisiken auf taktischer Stufe ist die Subkategorie Listed Rates Non-CHF sehr gut geeignet, da ein liquider Cash-Markt existiert und es für eine Vielzahl von Staatsanleihen hochliquide Derivate gibt.

Der Subkategorie Listed Rates EM kommt eine Spezialfunktion zu, da diese wie oben beschrieben über ein deutlich anderes Rendite- und Risikoprofil verfügt als Listed Rates CHF und Listed Rates Non-CHF. Listed Rates EM werden im Portfoliokontext als renditetreibend (engl. «return-seeking») verstanden. Sie können gegenüber klassischen Risikoanlagen wie Aktien jedoch über attraktive Eigenschaften verfügen und im Wirtschaftszyklus entsprechend eingesetzt werden.

# 5 Listed Rates CHF

Die Anlagekategorie Rates ist mit Ausnahme von Listed Rates EM sehr homogen und in den Vorgaben aus ALM und SAA stark verankert. Die Beschreibung der Anlageklasse sowie die Strategie wird deshalb in diesem Kapitel kurzgehalten, um Doppelspurigkeit zu verhindern.

## 5.1 Beschreibung der Anlageklasse

Dieses Kapitel beschreibt die Anlageklasse Listed Rates CHF 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 das Portfolio bereits seit längerem erfolgreich investiert ist in der Anlageklasse, 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 ihrem Composite Rating.

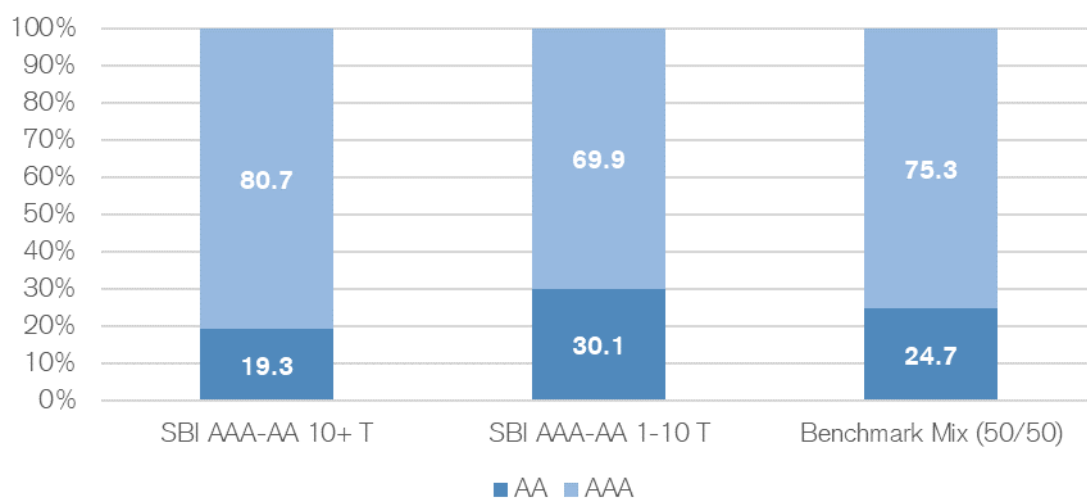


Abbildung 18 Rating SBI Indizes, Quelle: SIX Group

Wenig überraschend ist das Ratinguniversum bei Listed Rates CHF aufgeteilt in AAA und AA. Diese Definition ist eine Vorgabe aus ALM, damit die Subkategorie hauptsächlich Zins- und wenig bis keine Kreditrisiken beinhaltet.

Ein weiteres Kriterium der Subkategorie ist, dass sie ausschliesslich Bonds in CHF beinhaltet. Das Domizil der Schuldner ist aufgrund des natürlichen Finanzierungsbedarfs nach Schweizer Franken hauptsächlich in der Schweiz zu finden (engl. «domestic bonds»). Insgesamt befinden sich ca. 13% des Benchmarks bei Schuldnern im Ausland (engl. «foreign bonds»).

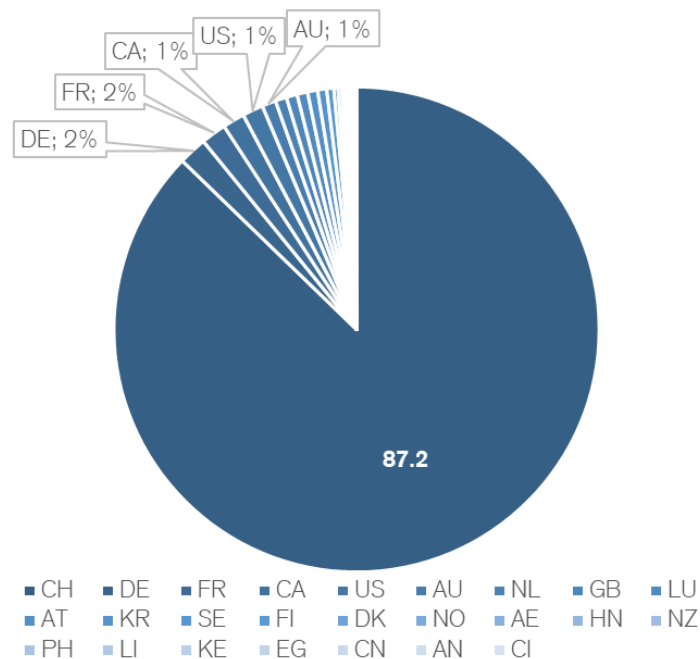


Abbildung 19 Länderallokation Listed Rates CHF, Quelle: SIX Group

Neben Staatsanleihen werden auch andere Emittenten zugelassen, die dieser strikten Rating-Kategorie entsprechen. Wie sich die Indizes nach ihrer Emittenten- und Branchenstruktur verhalten, wird unten anhand der unter Anlageuniversum vorgestellten Dimensionen dargestellt.

#### BCLASS Level 2 – historisch und aktuell (Combined Benchmark)

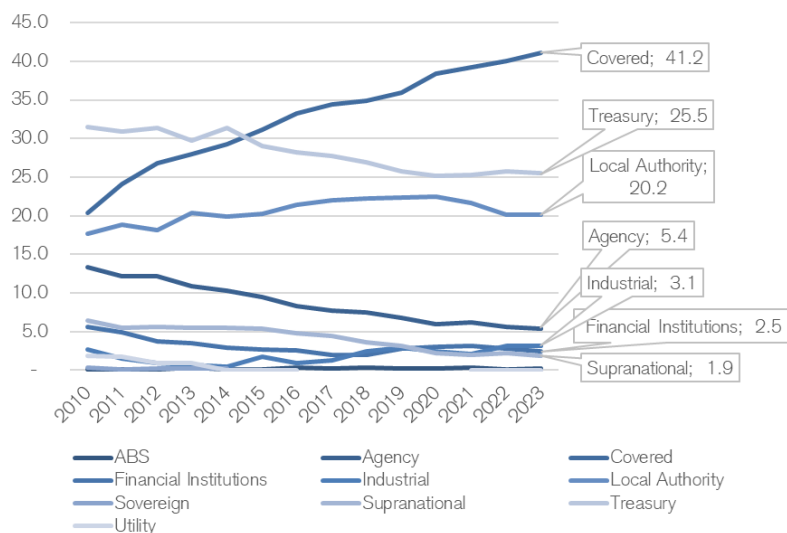


Abbildung 20 BCLASS Level 2 historisch Listed Rates CHF, Quelle: SIX Group

Wie in der Grafik gut zu sehen ist machen die «Covered» Bonds mit über 41% derzeit den grössten Teil der Benchmark aus. Der Löwenanteil davon nehmen die beiden inländischen Schuldner Pfandbriefbank (21%) und Pfandbriefzentrale (15%) ein. Dieser Anteil ist über die letzten Jahre relativ am stärksten angewachsen, während der Anteil «Treasury», unter der ausschliesslich die Schweizer Eidgenossenschaft aufgeführt wird, abgenommen

hat. Die drittgrösste Kategorie sind die «Local Authorities», welche vor allem Kantone, Kantonalbanken und Städte in der Schweiz beinhalten.

## BICS Level 2 – historisch und aktuell (Combined Benchmark)

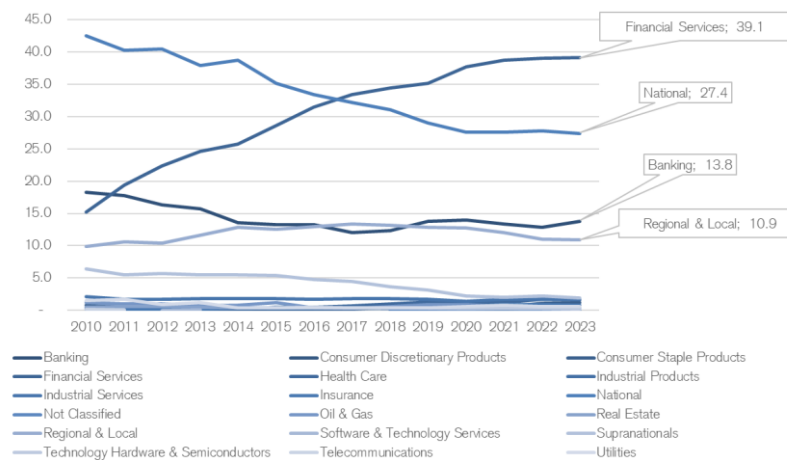


Abbildung 21 BICS Level 2 Listed Rates CHF, Quelle: SIX Group

Die BICS-Klassifizierung setzt an einem anderen Ort an und betrachtet die Schuldner aus einer Branchenperspektive. Entsprechend werden hier die Pfandbriefbank und die Pfandbriefzentrale als «Financial Services» angesehen. Unter «National» werden in dieser Übersicht nun die Schweizer Eidgenossenschaft aber auch ausländische staatsnahe Betriebe aufgeführt. Die Trends über die Zeit wirken sich entsprechend auf diese Kategorien aus. Als «Banking» zählen Kantonalbanken und ausländische Banken. Kantone und Städte werden als «Regional & Local» geführt.

## Marktgrösse

Die Marktgrösse für erstklassige Anleihen in Schweizer Franken hat sich über die letzten Jahre nicht stark verändert und beträgt aktuell knapp CHF 400 Mrd. Die Verteilung über die Laufzeiten ist jedoch in einem Verhältnis von ca. 3:1 zu Gunsten der Laufzeiten unter 10 Jahren. Dies hat zur Folge, dass die uns zur Verfügung stehende Marktgrösse bei neutraler Abdeckung nur ca. die Hälfte des gesamten Marktes ausmacht.

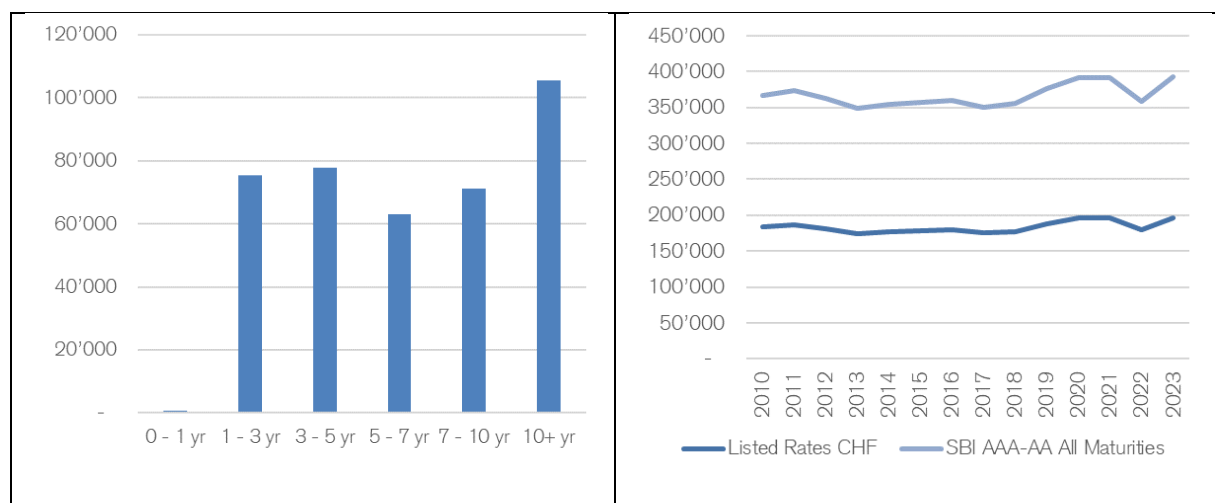


Abbildung 22 Laufzeitbuckets und Marktgrösse Listed Rates CHF, Quelle: SIX Group

### 5.1.2 Benchmark Definition

Die Benchmark für Listed Rates CHF setzt sich zusammen aus zwei Sub-Indizes, die jeweils zu 50% Gewicht bekommen.

Name	Gewicht	Ticker
Swiss Bond Index SBI AAA-AA 1-10 Total Return	50%	SAA11T Index
Swiss Bond Index SBI AAA-AA 10+ Total Return	50%	SAA10T Index

Tabelle 6 Benchmarkdefinition Listed Rates CHF, Quelle: ÜSAA2-2023-DRT

### 5.1.3 Renditeerwartungen

#### Risk/Return Assumptions (ALM Officer)

	Expected Return	Volatility
Listed Rates CHF	1.25%	4.50%

Tabelle 7 Risk/Return Assumptions Listed Rates CHF, Quelle: PPCMetrics, 30.06.2023

#### Capital Market Assumptions PKCSG

	Expected Return	Volatility
Listed Rates CHF	1.25%	3.00%

Tabelle 8 Risk/Return Assumptions Listed Rates 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 Rates CHF. Diese werden primär von den Charakteristiken abgeleitet und in diesem Kapitel operationalisiert, so dass sie konkret gemessen werden können.

<b>Return</b>	Primär: Erreichen der Benchmarkrendite nach Kosten.  Sekundär: Erzielen einer Überperformance von 0.25% p.a. über einen Zeitraum von 5 Jahren.
<b>Market Volatility</b>	Die Strategie soll ein sehr ähnliches Risikoprofil aufweisen wie die Subkategorie Benchmark. Der Tracking Error soll maximal 2% betragen.
<b>Tail Risk</b>	Es sollen keine zusätzlichen Risikotreiber neben den in der Benchmark bestehenden Risiken eingegangen werden (Bsp. Tieferes Ratingspektrum).
<b>Liquidity</b>	Die Erwartung ist, dass die Liquidität ausreichend hoch ist für regelmässiges Rebalancing und für kleinere taktische Anpassungen im Bereich von 1-2% pro Monat.
<b>Sensitivity to Business Cycle</b>	Die Anlageklasse sollte sich entsprechend der Benchmark verhalten. Erwartet wird, dass eine insgesamt über einen Horizont von 5 Jahren negative Korrelation zu globalen Aktien (MSCI World) besteht.
<b>Interest Rate Sensitivity</b>	Die Strategie soll sich entsprechend der Benchmark Vorgabe primär an der Schweizer Zinskurve orientieren und sich entsprechend verhalten.
<b>Implementation Complexity</b>	Die Komplexität soll tief sein und über Benchmark-nahe Mandate erfolgen. Es können aktive Strategien eingesetzt werden.
<b>Market Size</b>	Die Marktgrösse wird über das Anlageuniversum bzw. die Benchmark-Zusammensetzung definiert.
<b>Cost</b>	Es wird eine Management Fee unter 0.1% erwartet. Es darf keine Performance Fee vereinbart werden.

Tabelle 9 Ziele Listed Rates CHF, Quelle: JPKA

### 5.2.2 Allokation und Constraints

<b>Universum / Abgrenzung</b>	<p>Es darf ausschliesslich in Forderungen in Schweizer Franken von Emittenten aus dem Indexuniversum investiert werden. Ausnahmen können vom Portfoliomanagement bis zu maximal 10% der Subkategorie bewilligt werden.</p> <p>Liquidität sowie Geldmarktfunds- und Anlagen sind erlaubt sofern die durchschnittliche Laufzeit 1 Jahr nicht übersteigt.</p> <p>Wandelanleihen jeglicher Art sind nicht erlaubt einschliesslich sogenannte Coco Bonds mit Zwangswandlung oder «full write down».</p> <p>Erlaubt sind Derivate, die auf die oben genannten Anlagen oder eine dem Universum sehr ähnliche Anlage lauten inklusive Bond Futures auf Schweizer Staatsanleihen und Zinssatzswaps in CHF.</p>
-------------------------------	---

<b>Tracking Error</b>	Der Tracking Error muss im Rahmen des von der Investment Planning, Treasury and Risk Group definierten Selektionsbudgets liegen.
<b>Sektoren</b>	Es gelten keine speziellen Bandbreiten, sofern der Tracking Error eingehalten wird.

*Tabelle 10 Allokation und Constraints Listed Rates CHF, Quelle: JPKA*

### 5.2.3 Implementation

Die Strategie folgt einem reinen Core Ansatz. Es sollen mindestens zwei Manager für die Umsetzung mandatiert werden, um allfällige Ausfälle oder temporäre Schwächen eines Managers ausgleichen zu können. Die Implementierung erfolgt über segregated Accounts im Einanlegerfund «Global Bonds». Steuerliche Folgen sind bei der Implementierung stets zu berücksichtigen und vorsichtig abzuwägen.

### 5.2.4 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

## 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 Teil des regulären Mandatsmonitorings. Diese beiden Facetten sind nicht spezifisch zu Rates als Anlagekategorie, sondern sind Teil der normalen Business Prozesse der PK

## 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
- Positionierung gegenüber Benchmark
- Risikoausnutzung auf Stufe Selektionsbudget



## 6 Listed Rates Non-CHF

Die Anlagekategorie Rates ist mit Ausnahme von Listed Rates EM sehr homogen und in den Vorgaben aus ALM und SAA stark verankert. Die Beschreibung der Anlageklasse sowie die Strategie wird deshalb in diesem Kapitel kurzgehalten, um Doppelspurigkeit zu verhindern.

### 6.1 Beschreibung der Anlageklasse

Dieses Kapitel beschreibt die Anlageklasse Listed Rates Non-CHF 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 das Portfolio bereits seit längerem erfolgreich investiert ist in der Anlageklasse, werden die Implementationsvarianten kurz gehalten.

#### 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 Rating dargestellt. Die Quelle für die Ratings ist Bloomberg mit POINT.

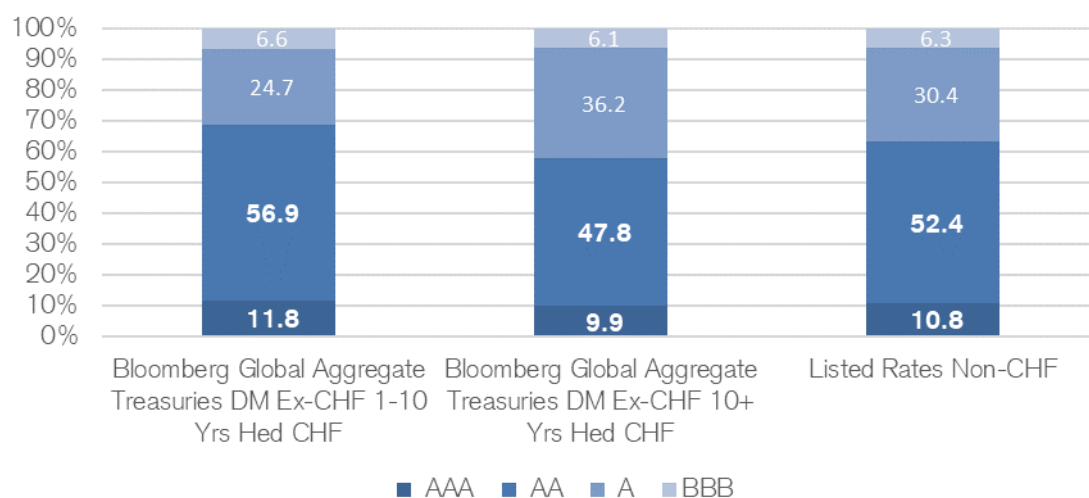


Abbildung 23 Rating Listed Rates Non-CHF, Quelle: Bloomberg

In dieser internationalen Subkategorie befindet sich der grösste Teil im Ratingsegment AA, u.a. das Schwergewicht USA sowie Grossbritannien und Frankreich. Im Top-Segment AAA befinden sich unter anderem Deutschland, Kanada und Österreich. Der zweitgrösste Schuldner Japan macht den Grossteil des A-Segments aus.

Da es sich bei der Subkategorie Listed Rates Non-CHF um eine reine Staatsanleihen Kategorie handelt, macht die Aufteilung nach BCLASS und BICS wenig Sinn. Diese Kategorisierungen würden bis auf tiefer Stufe nicht mehr Informationen liefern als auf oberster Stufe («Treasury» bzw. «National»). Deshalb wird in den beiden

nachfolgenden Pie-Charts die Aufteilung des kombinierten Benchmarkportfolios nach Schuldner und nach Währung dargestellt.

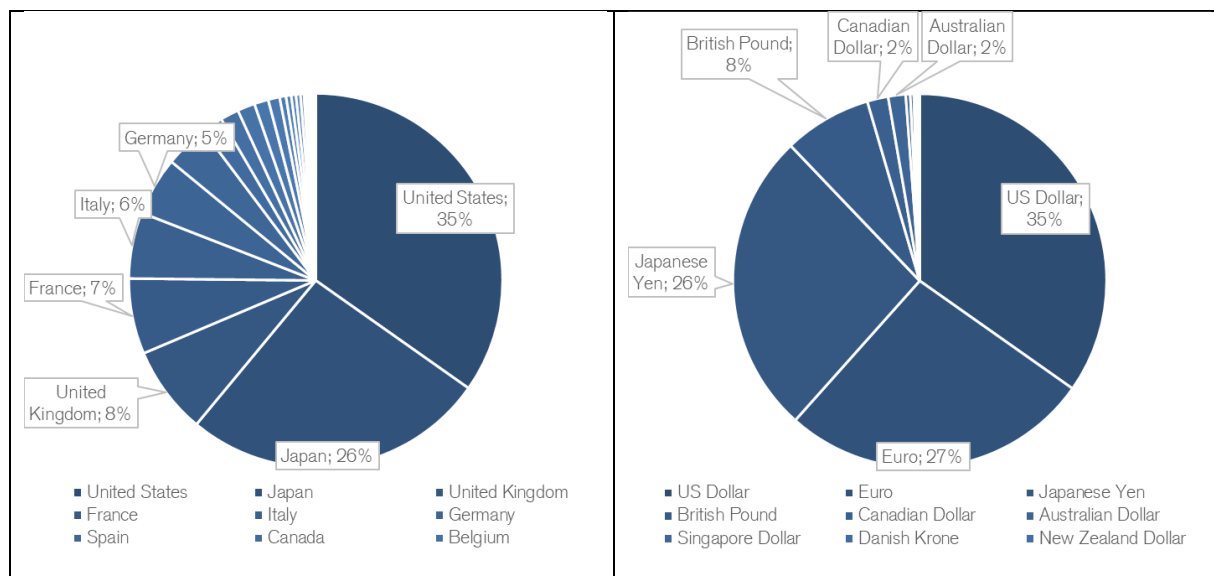


Abbildung 24 Länder- und Währungsallokation Listed Rates Non-CHF, Quelle: Bloomberg

Die USA und Japan machen mit 35% bzw. 26% den mit grossem Abstand zu Grossbritannien mit 8% den grössten Teil der Benchmark aus. Dies zeigt sich auch in der Währungsallokation, die sehr ähnlich zur Länderallokation ist. Das lässt darauf schliessen, dass die Schuldnerländer in ihrer natürlichen Währung Geld aufnehmen. Die Währungsdarstellung ist dennoch wertvoll, da sie alle Länder der Währungsregion Eurozone zusammenfasst. Insgesamt kommt der Euroraum damit auf ein Gewicht von 27%.

Die Währungsallokation ist trotz Währungsabsicherung eines der entscheidenden Elemente der Subkategorie Listed Rates Non-CHF. 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.

Für die historische Betrachtung wird nachfolgend wieder die Länder- und Währungsallokation angeschaut. Da die effektiven Benchmarkindizes für diesen längeren Zeitraum keine Daten bezüglich Länder und Währungen enthalten, wurde auf den Benchmark Index aus dem Kapitel 2 zurückgegriffen und über die Bloomberg Funktion «Exclude» Länder der Emerging Markets ausgeschlossen. Es bestehen deshalb leichte Differenzen zur Darstellung oben, in der die effektiven Benchmarkindizes mit den SAA-Gewichten kombiniert wurden.

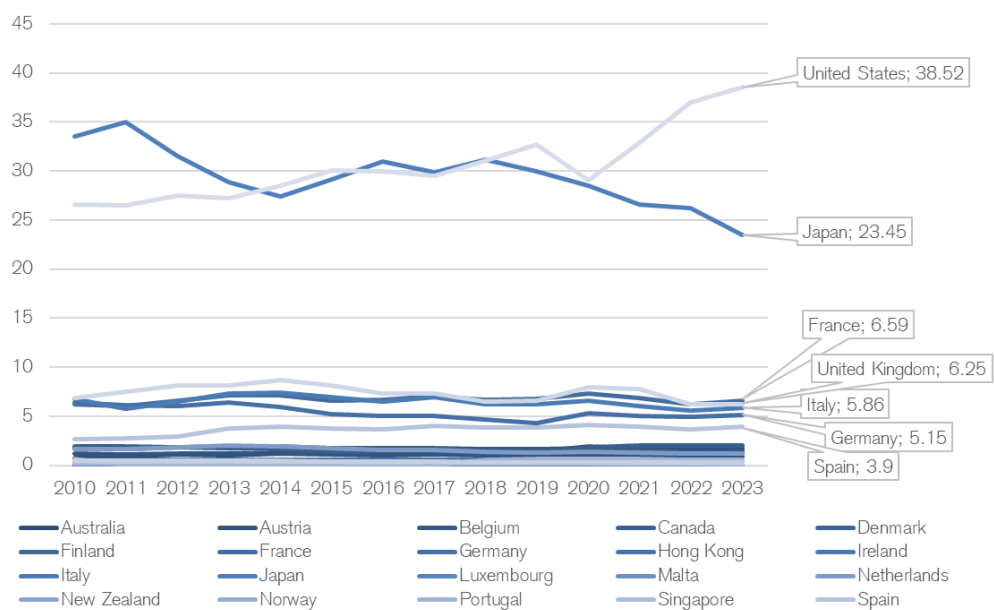


Abbildung 25 Länderallokation historisch Listed Rates Non-CHF, Quelle: Bloomberg

Das Gewicht der USA im Index hat über die letzten Jahre und insbesondere seit 2020 (Corona Krise) deutlich zugenommen, während das relative Gewicht von Japan abgenommen hat.

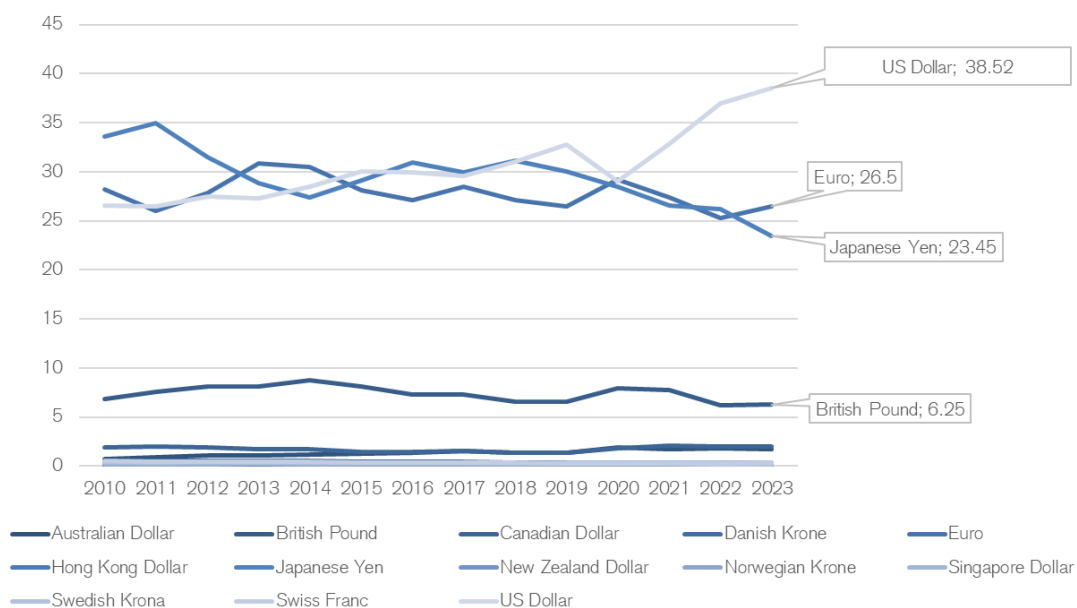


Abbildung 26 Währungsallokation historisch Listed Rates Non-CHF, Quelle: Bloomberg

Das gleiche Bild sieht man entsprechend auf der Währungsallokation. Hier sieht man zusätzlich, wie das Gewicht von Euro-Bonds im historischen Vergleich leicht rückläufig ist.

## Marktgrösse

Die Marktgrösse für erstklassige Anleihen in entwickelten Ländern (ex CHF) hat über die letzten Jahre stark zugenommen und beträgt aktuell knapp CHF 25 Billionen (engl. Trillion). Die Verteilung über die Laufzeiten ist jedoch in einem Verhältnis von ca. 3:1 zu Gunsten der Laufzeiten unter 10 Jahren. Dies hat zur Folge, dass die

uns zur Verfügung stehende Marktgrösse bei neutraler Abdeckung nur ca. die Hälfte des gesamten Marktes ausmacht. Historische Daten stehen aktuell leider nicht zur Verfügung.

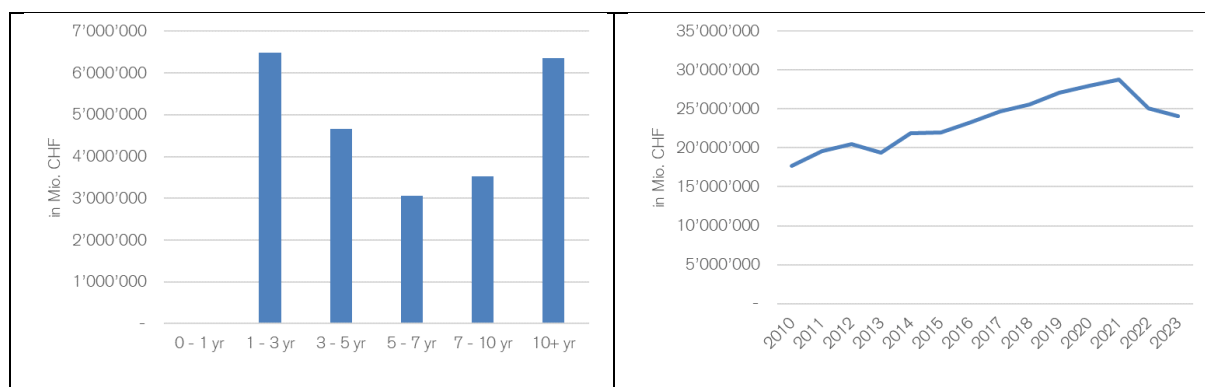


Abbildung 27 Laufzeitbucket und Marktgrösse Listed Rates Non-CHF, Quelle: Bloomberg

## 6.1.2 Benchmark Definition

Die Benchmark für Listed Rates Non-CHF setzt sich zusammen aus zwei Sub-Indizes, die jeweils zu 50% Gewicht bekommen.

Name	Gewicht	Ticker
BB Agg. Treasuries DM ex-CHF 1-10 Total Return	50%	H38035CH Index
BB Agg. Treasuries DM ex-CHF 10+ Total Return	50%	H38036CH Index

Tabelle 11 Benchmarkdefinition Listed Rates Non-CHF, Quelle: ÜSAA2-2023-DRT

## 6.1.3 Renditeerwartungen

### Risk/Return Assumptions (ALM Officer)

	Expected Return	Volatility
Listed Rates Non-CHF	1.15%	4.00%

Tabelle 12 Risk/Return Assumptions Listed Rates Non-CHF, Quelle: PPCMetrics, 30.06.2023

### Capital Market Assumptions PKCSG

	Expected Return	Volatility
Listed Rates Non-CHF	2.35%	4.00%

Tabelle 13 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 PK an ihre Anlage in Listed Rates Non-CHF. Diese werden primär von den Charakteristiken abgeleitet und in diesem Kapitel operationalisiert, so dass sie konkret gemessen werden können.

<b>Return</b>	Primär: Erreichen der Benchmarkrendite nach Kosten.  Sekundär: Erzielen einer Überperformance von 0.5% p.a. über einen Zeitraum von 5 Jahren.
<b>Market Volatility</b>	Die Strategie soll ein sehr ähnliches Risikoprofil aufweisen wie die Subkategorie Benchmark. Der Tracking Error soll maximal 2% betragen.
<b>Tail Risk</b>	Es sollen keine zusätzlichen Risikotreiber neben den in der Benchmark bestehenden Risiken eingegangen werden (Bsp. Tieferes Ratingspektrum).
<b>Liquidity</b>	Die Erwartung ist, dass die Liquidität ausreichend hoch ist für regelmässiges Rebalancing und für taktische Anpassungen im Rahmen der strategischen Bandbreiten.
<b>Sensitivity to Business Cycle</b>	Die Anlageklasse sollte sich entsprechend der Benchmark verhalten. Erwartet wird, dass eine insgesamt über einen Horizont von 5 Jahren negative Korrelation zu globalen Aktien (MSCI World) besteht.
<b>Interest Rate Sensitivity</b>	Die Strategie soll sich entsprechend der Benchmark Vorgabe primär an den dominanten Zinskurven der Benchmark orientieren und sich entsprechend verhalten.
<b>Implementation Complexity</b>	Die Komplexität soll tief sein und mehrheitlich über benchmarknahe Mandate umgesetzt werden. Es können aktive Strategien eingesetzt werden.
<b>Market Size:</b>	Die Marktgrösse wird über das Anlageuniversum bzw. die Benchmarkzusammensetzung definiert.
<b>Cost</b>	Ein Total Expense Ratio (TER) soll unter 0.1% liegen. Es darf keine Performance Fee vereinbart werden.

Tabelle 14 Ziele Listed Rates Non-CHF, Quelle: JPKA

## 6.2.2 Allokation und Constraints

<b>Universum</b>	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 jeglicher Art sind nicht erlaubt einschliesslich sogenannte Coco Bonds mit Zwangswandlung oder «full write down».  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 in den Währungen gemäss Benchmarkuniversum.
<b>Tracking Error</b>	Der Tracking Error muss im Rahmen des von der Investment Planning, Treasury and Risk Group definierten Selektionsbudgets liegen.
<b>Sektoren</b>	Es gelten keine speziellen Bandbreiten, sofern der Tracking Error eingehalten wird.

### **6.2.3 Implementation**

Die Strategie folgt einem Core-Satellite Ansatz. Es sollen mindestens zwei Manager für die Umsetzung mandatiert werden, um allfällige Ausfälle oder temporäre Schwächen eines Managers ausgleichen zu können. Die Implementierung erfolgt über segregated Accounts im Einanlegerfund «Global Bonds». Steuerliche Folgen sind bei der Implementierung stets zu berücksichtigen und vorsichtig abzuwägen.

### **6.2.4 Strategische Erfolgskontrolle**

Der Erfolg der Strategie wird in Zukunft regelmässig zwischen PM und CIO 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 Teil des regulären Mandatsmonitorings. Diese beiden Facetten sind nicht spezifisch zu Rates 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
- Positionierung gegenüber Benchmark
- Risikoausnutzung auf Stufe Selektionsbudget

## 7 Listed Rates EM

Die Subkategorie Listed Rates EM ist im Unterschied zu den Subkategorien Listed Rates CHF und Listed Rates Non-CHF eine renditetreibende Subkategorie. Zwar investiert auch diese Subkategorie in Staatsanleihen, allerdings von Schwellenländern und ohne eine entsprechende Währungsabsicherung.

### 7.1 Beschreibung der Anlageklasse

Dieses Kapitel beschreibt die Anlageklasse Listed Rates Non-CHF 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.

#### 7.1.1 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 Bloomberg mit POINT.

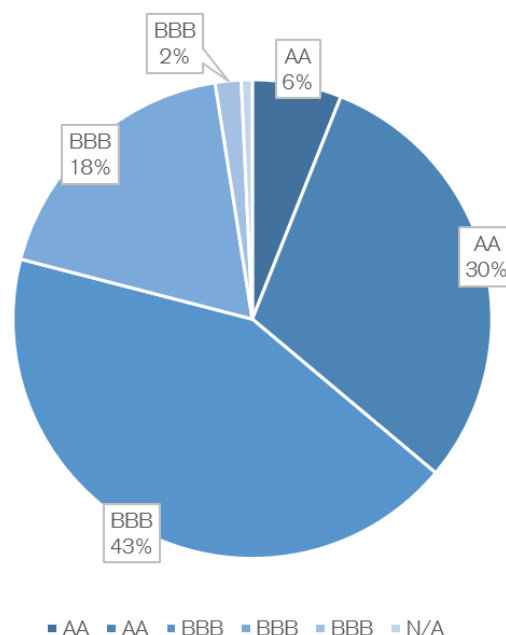


Abbildung 28 Rating Listed Rates EM, Quelle: Bloomberg/J.P. Morgan

Was sofort ins Auge sticht, ist die allgemein tiefere Ratingqualität der Subkategorie «Listed Rates EM» gegenüber den qualitativ hochwertigeren Subkategorien «Listed Rates CHF» und «Listed Rates Non-CHF», die beide hauptsächlich über AAA und AA-Ratings verfügen. Dies reflektiert nochmals die bereits früher in diesem Konzept diskutierten Charakteristiken, die sich bei Listed Rates EM deutlich unterscheiden.

Die Benchmark der Subkategorie Listed Rates EM entspricht dem J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Index (unhedged). Die Bezeichnung GBI-EM steht für «Government Bond Index – Emerging Markets» und das Merkmal «Diversified» steht für die Begrenzung von Schuldnern auf 10%.

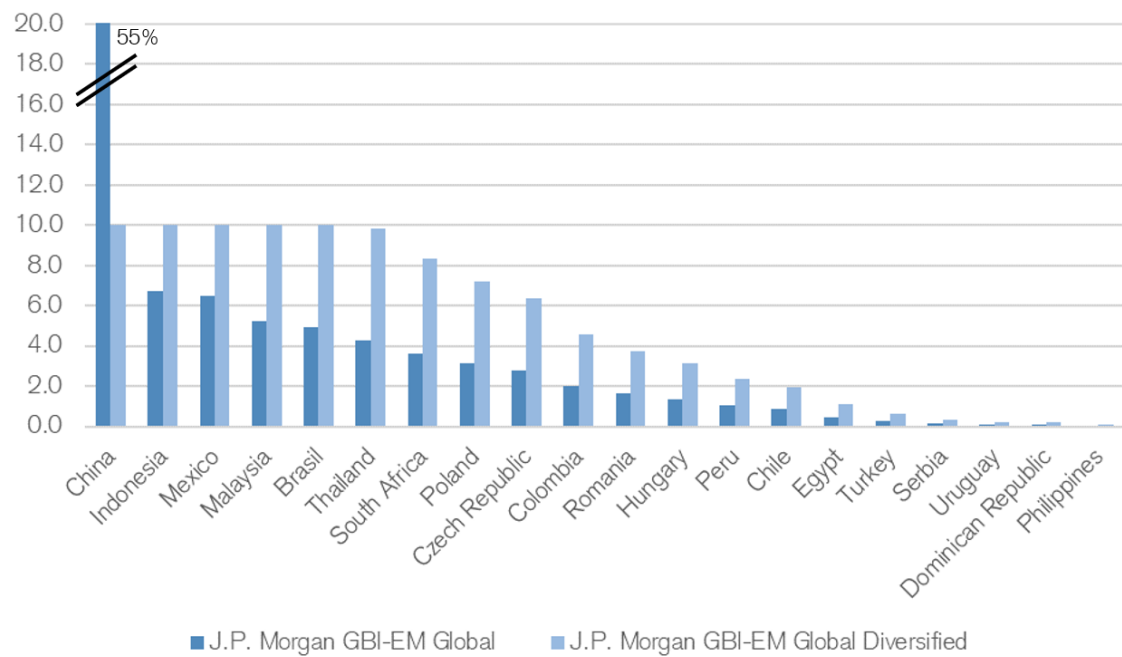


Abbildung 29 Länderallokation Listed Rates EM, Quelle: Bloomberg/J.P. Morgan

Wie man in der Grafik oben gut sehen kann, werden die Länder China, Indonesien, Mexiko, Malaysia, Brasilien und Thailand aktuell bei 10% begrenzt. Der Grund dafür liegt darin, dass China unbegrenzt ein Gewicht von fast 55% im Index hätte. Dieses Gewicht wird anteilmässig auf die anderen Länder verteilt bis diese 10% erreichen.

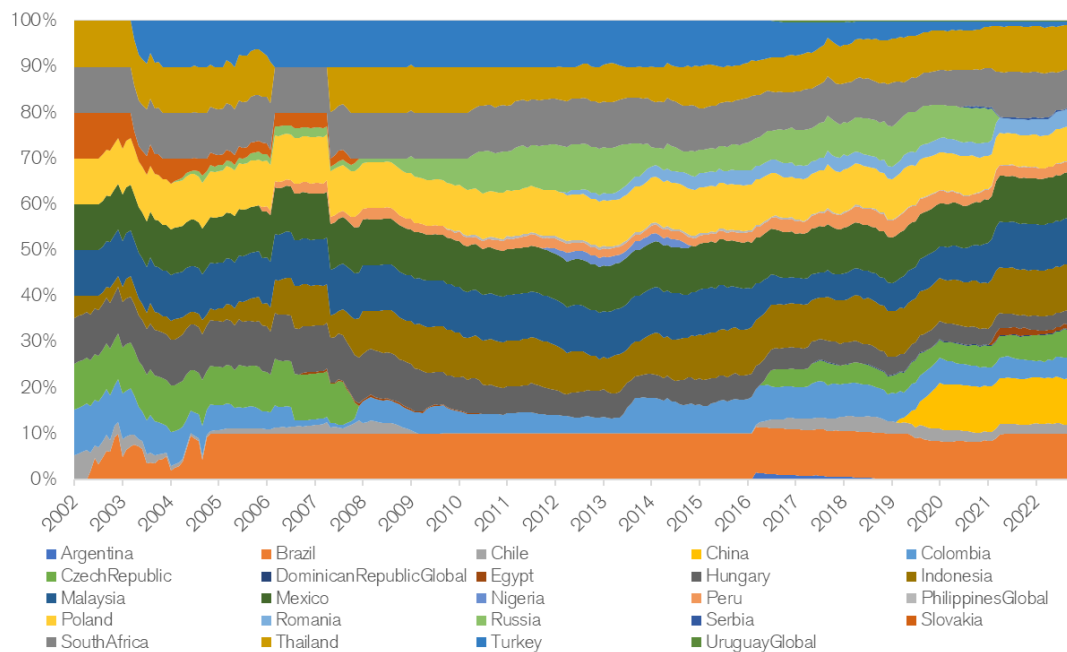


Abbildung 30 Länderallokation historisch Listed Rates EM, Quelle: J.P. Morgan

In der historischen Betrachtung ist zu erwähnen, dass China Anfangs 2020 in den Index aufgenommen und anschliessend gemäss Methodologie bei 10% limitiert wurde. Ebenfalls bemerkenswert ist der vollständige Ausschluss von Russland nach dem Beginn des Angriffskrieges gegen die Ukraine im Jahr 2022.



Listed Rates EM bietet neben den eigentlichen Zinsänderungschancen und -risiken auch teilweise sehr unterschiedliche Zinsniveaus. Dies ist deshalb von Bedeutung, weil die Subkategorie nicht gegen den Schweizer Franken abgesichert wird und deshalb keine Zinsdifferenzkosten abgezogen werden müssen.

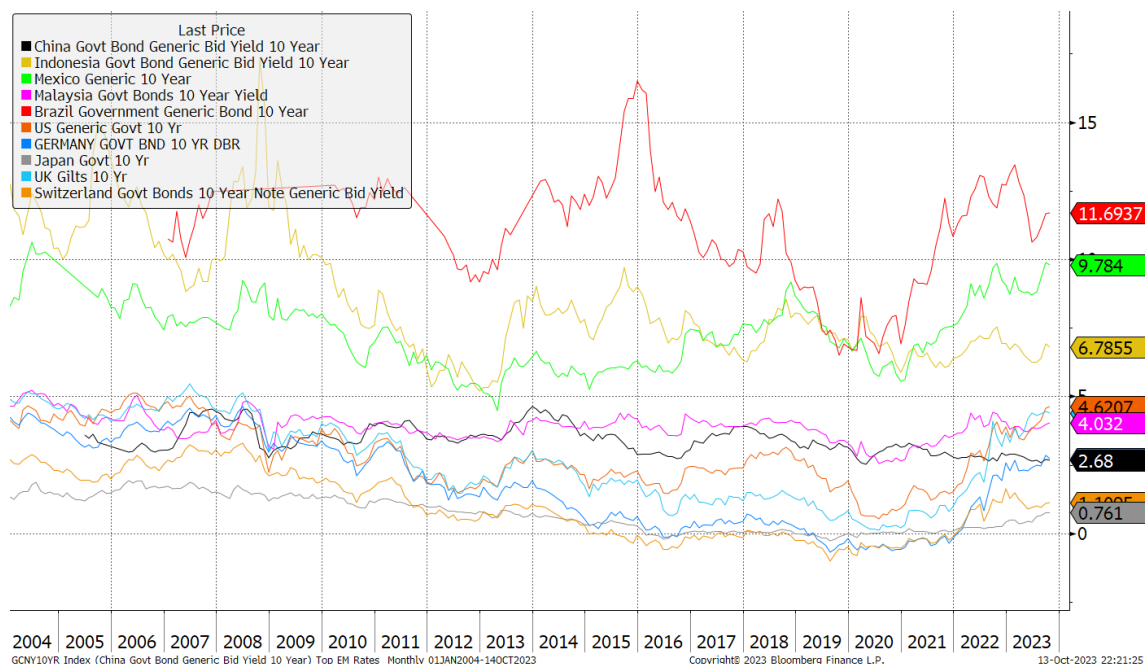


Abbildung 31 Zinslevel EM vs. DM historisch, Quelle: Bloomberg

Insbesondere in Brasilien, Mexiko und Indonesien sind die Renditelevels höher als in den entwickelten Ländern. Bis vor 2022 waren die Zinsen auch in China und Malaysia deutlich höher. Was auch sehr gut ersichtlich ist sind die unterschiedlichen Zinsentwicklungen, was Diversifikationsvorteile für ein gemischtes Portfolio bringen kann.

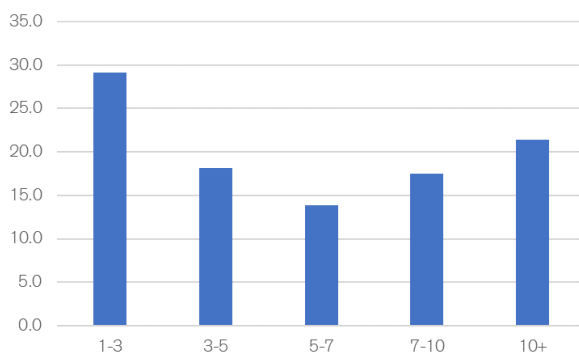


Abbildung 32 Laufzeitbuckets Listed Rates EM, Quelle: J.P. Morgan

Leider ist der Zugriff auf Indexinformationen von J.P. Morgan über Bloomberg stark eingeschränkt. Die historische Marktgrösse ist für die PK erst seit Lizenzierungsstart verfügbar (2022). Aktuell beträgt die Marktkapitalisierung des Index ca. CHF 1.3 Billionen (engl. Trillion).

### 7.1.2 Benchmark Definition

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

Name	Gewicht	Ticker
J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified TR	100%	JGENVUCG Index

Tabelle 16 Benchmarkdefinition Listed Rates EM, Quelle: ÜSAA2-2023-DRT

### 7.1.3 Renditeerwartungen

#### Risk/Return Assumptions (ALM Officer)

	Expected Return	Volatility
Listed Rates EM	3.70%	14.50%

Table 17 Risk/Return Assumptions Listed Rates EM, Quelle: PPCMetrics, 30.06.2023

#### Capital Market Assumptions PKCSG

	Expected Return	Volatility
Listed Rates EM	7.00%	10.00%

Tabelle 18 Risk/Return Assumptions Listed Rates EM, 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 Rates EM. Diese werden primär von den Charakteristiken abgeleitet und in diesem Kapitel operationalisiert, so dass sie konkret gemessen werden können.

<b>Return</b>	Primär: Erreichen der Benchmarkrendite nach Kosten.  Sekundär: Erzielen einer Überperformance von 0.75% p.a. über einen Zeitraum von 5 Jahren.
<b>Market Volatility</b>	Die Strategie kann vom Verhalten der Benchmark abweichen.. Der Tracking Error soll maximal 3% betragen.
<b>Tail Risk</b>	Es sollen keine zusätzlichen Risikotreiber neben den in der Benchmark bestehenden Risiken eingegangen werden (Bsp. tieferes Ratingspektrum).
<b>Liquidity</b>	Die Erwartung ist, dass die Liquidität ausreichend hoch ist für regelmässiges Rebalancing und für kleinere taktische Anpassungen im Bereich von 1-2% pro Monat.
<b>Sensitivity to Business Cycle</b>	Die Anlageklasse sollte sich entsprechend der Benchmark verhalten. Erwartet wird, dass eine insgesamt über einen Horizont von 5 Jahren eine Korrelation zwischen -0.2 und +0.2 zu globalen Aktien (MSCI World) besteht.
<b>Interest Rate Sensitivity</b>	Die Strategie soll sich entsprechend der Benchmark Vorgabe primär an den dominanten Zinskurven der Benchmark orientieren und sich entsprechend verhalten.

<b>Implementation Complexity</b>	Die Komplexität darf erhöht sein, um einen möglichst vollständigen Zugang zu allen Märkten zu gewährleisten. Es können aktive Strategien eingesetzt werden.
<b>Market Size:</b>	Die Marktgrösse wird über das Anlageuniversum bzw. die Benchmarkzusammensetzung definiert.
<b>Cost</b>	Ein Total Expense Ratio (TER) soll unter 0.5% liegen. Es darf keine Performance Fee vereinbart werden.

Tabelle 19 Ziele Listed Rates EM, Quelle: JPKA

## 7.2.2 Allokation und Constraints

<b>Universum</b>	<p>Es darf ausschliesslich in Forderungen von Emittenten und in den Währungen des Indexuniversum investiert werden. Ausnahmen können vom Portfoliomanagement bis zu maximal 10% der Subkategorie bewilligt werden.</p> <p>Liquidität sowie Geldmarktfunds- und Anlagen sind erlaubt sofern die durchschnittliche Laufzeit 1 Jahr nicht übersteigt.</p> <p>Wandelanleihen jeglicher Art sind nicht erlaubt einschliesslich sogenannte Coco Bonds mit Zwangswandlung oder «full write down».</p> <p>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 in den Währungen gemäss Benchmarkuniversum.</p>
<b>Tracking Error</b>	Der Tracking Error muss im Rahmen des von der Investment Planning, Treasury and Risk Group definierten Selektionsbudgets liegen.
<b>Sektoren</b>	Es gelten keine speziellen Bandbreiten, sofern der Tracking Error eingehalten wird.

Tabelle 20 Allokation und Constraints Listed Rates EM, 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.

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 Rates 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
- Positionierung gegenüber Benchmark
- Risikoausnutzung auf Stufe Selektionsbudget

# Anhang

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1 Kredit-Rating-Klassifikationen, Quelle: Bloomberg (RATD<GO>) .....	13
Abbildung 2 Zinskurven im Vergleich, Quelle: Investopedia.....	16
Abbildung 3 Kreditspreads, Quelle: Bloomberg (BI STRT<GO>), eigene Darstellung, 14.11.2023 .....	18
Abbildung 4 CHF Zinskurven im Vergleich, Quelle: Bloomberg (GC<GO>), eigene Darstellung, 10.10.2023 .....	18
Abbildung 5 Proxy Listed Rates CHF, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung .....	19
Abbildung 6 Proxy Listed Rates Non-CHF, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung .....	20
Abbildung 7 Renditeentwicklung Rates, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung .....	20
Abbildung 8 Leitzinsentwicklung, Quelle: Macrobond, eigene Darstellung .....	21
Abbildung 9 Rendite und Max Drawdown Rates, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung .....	22
Abbildung 10 Return Distribution Rates, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung .....	24
Abbildung 11 Volatilitäten Rates, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung .....	24
Abbildung 12 Korrelationen Rates, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung .....	25
Abbildung 13 Krisenverhalten Rates, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung .....	26
Abbildung 14 Policy Rate und Wirtschaftswachstum USA, Quelle: Macrobond.....	28
Abbildung 15 Wirtschaftswachstum und Treasury Yields USA, Quelle: Macrobond .....	29
Abbildung 16 Zinskurvensteilheit USA, Quelle: Macrobond .....	31
Abbildung 17 Rating SBI Indizes, Quelle: SIX Group .....	35
Abbildung 18 Länderallokation Listed Rates CHF, Quelle: SIX Group .....	36
Abbildung 19 BCLASS Level 2 historisch Listed Rates CHF, Quelle: SIX Group .....	36
Abbildung 20 BICS Level 2 Listed Rates CHF, Quelle: SIX Group .....	37
Abbildung 21 Laufzeitbuckets und Marktgrösse Listed Rates CHF, Quelle: SIX Group .....	37
Abbildung 22 Rating Listed Rates Non-CHF, Quelle: Bloomberg .....	41
Abbildung 23 Länder- und Währungsallokation Listed Rates Non-CHF, Quelle: Bloomberg.....	42
Abbildung 24 Länderallokation historisch Listed Rates Non-CHF, Quelle: Bloomberg .....	43
Abbildung 25 Währungsallokation historisch Listed Rates Non-CHF, Quelle: Bloomberg.....	43
Abbildung 26 Laufzeitbucket und Marktgrösse Listed Rates Non-CHF, Quelle: Bloomberg.....	44
Abbildung 27 Rating Listed Rates EM, Quelle: Bloomberg/J.P. Morgan .....	47
Abbildung 28 Länderallokation Listed Rates EM, Quelle: Bloomberg/J.P. Morgan .....	48
Abbildung 29 Länderallokation historisch Listed Rates EM, Quelle: J.P. Morgan .....	48
Abbildung 30 Zinslevel EM vs. DM historisch, Quelle: Bloomberg .....	49
Abbildung 31 Laufzeitbuckets Listed Rates EM, Quelle: J.P. Morgan .....	49

# Tabellenverzeichnis

Tabelle 1 SAA Vorgaben Rates, Quelle: ÜSAA2-2023-DRT .....	9
Tabelle 2 Übersicht Rates Mandate, Quelle: eigene Darstellung, DataHub, 30.10.2023 .....	10
Tabelle 3 Charakteristiken Rates, Quelle: eigene Darstellung .....	32
Tabelle 4 Stärken und Schwächen der Umsetzungsvarianten, Quelle: eigene Darstellung.....	32
Tabelle 5 Abgrenzung Rates, Quelle: eigene Darstellung .....	33
Tabelle 6 Benchmarkdefinition Listed Rates CHF, Quelle: ÜSAA2-2023-DRT .....	38
Tabelle 7 Risk/Return Assumptions Listed Rates CHF, Quelle: PPCMetrics, 30.06.2023 .....	38
Tabelle 8 Risk/Return Assumptions Listed Rates CHF, Quelle: JPKA, 31.10.2023 .....	38
Tabelle 9 Ziele Listed Rates CHF, Quelle: JPKA.....	39
Tabelle 10 Allokation und Constraints Listed Rates CHF, Quelle: JPKA.....	40
Tabelle 11 Benchmarkdefinition Listed Rates Non-CHF, Quelle: ÜSAA2-2023-DRT .....	44
Tabelle 12 Risk/Return Assumptions Listed Rates Non-CHF, Quelle: PPCMetrics, 30.06.2023 .....	44
Tabelle 13 Risk/Return Assumptions Listed Rates Non-CHF, Quelle: PKCSG, 31.10.2023 .....	44
Tabelle 14 Ziele Listed Rates Non-CHF, Quelle: JPKA.....	45
Tabelle 15 Allokation und Constraints Listed Rates Non-CHF, Quelle: JPKA.....	46
Tabelle 16 Benchmarkdefinition Listed Rates EM, Quelle: ÜSAA2-2023-DRT .....	50
Table 17 Risk/Return Assumptions Listed Rates EM, Quelle: PPCMetrics, 30.06.2023 .....	50
Tabelle 18 Risk/Return Assumptions Listed Rates EM, Quelle: PKCSG, 31.10.2023 .....	50
Tabelle 19 Ziele Listed Rates EM, Quelle: JPKA.....	51
Tabelle 20 Allokation und Constraints Listed Rates EM, Quelle: JPKA.....	51