



**Investment & Actuarial Consulting,  
Controlling and Research.**



**[www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)**



## Investment Consulting

# Strukturanalyse CHF Obligationenmarkt seit dem Ausbruch der Coronavirus-Pandemie

### PPCmetrics AG

Dr. Stephan Skaanes, CFA, Partner

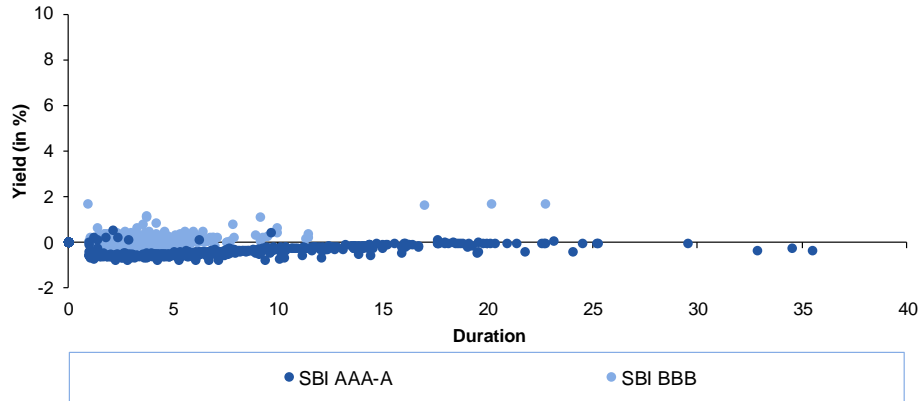
Adrian Imhof, Senior Investment Consultant

Luca Tonizzo, Investment Consultant

Zürich, 27. April 2020

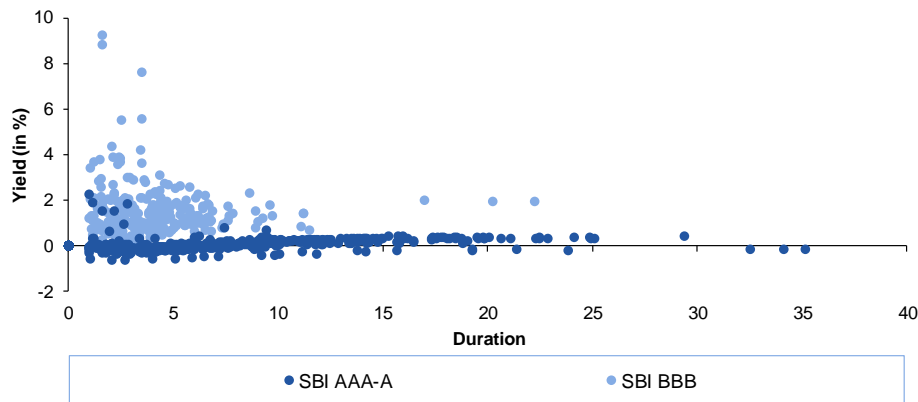
# Ausgangslage

SBI AAA-BBB Verfallsrenditen per 31.01.2020



Quelle: SWX, eigene Berechnungen, per 31.01.2020

SBI AAA-BBB Verfallsrenditen per 15.04.2020



Quelle: SWX, eigene Berechnungen, per 15.04.2020

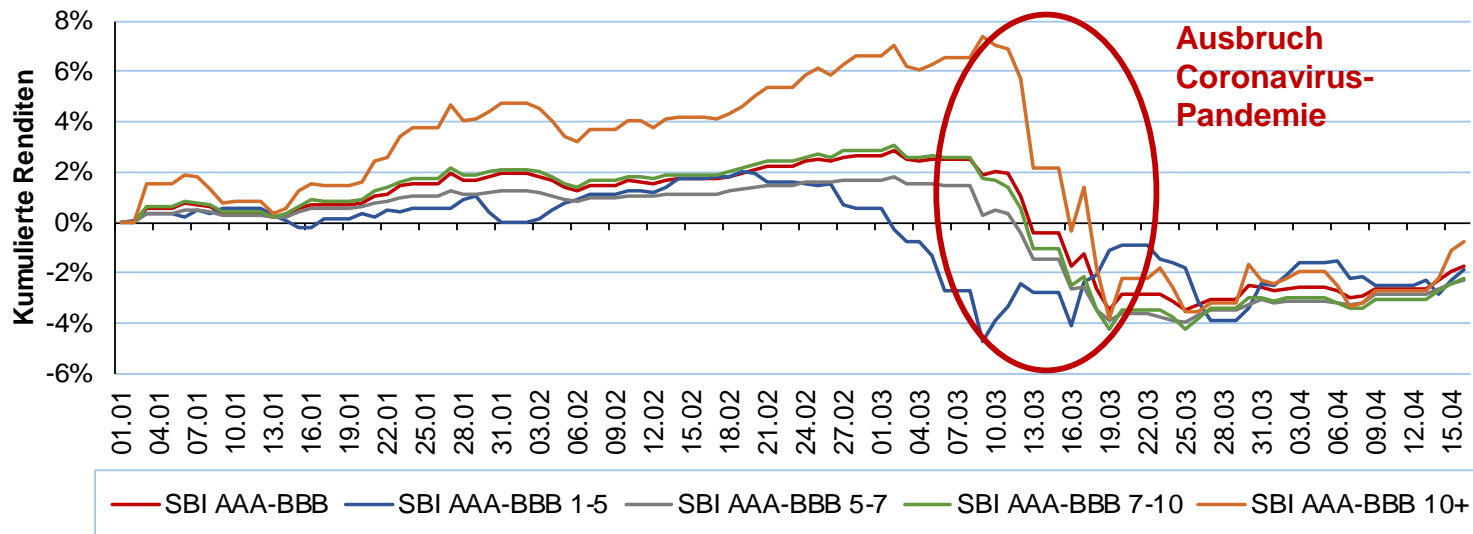
- Die jüngsten Entwicklungen auf den Finanzmärkten hatten auch einen **erheblichen Einfluss auf die Struktur des CHF Obligationenmarkt**.
- Im Vergleich zu Ende Januar 2020 wiesen CHF Obligationen per **Mitte April 2020 deutlich höhere Verfallsrenditen über alle Duration- und Kreditsegmente** aus.
- Die folgende Analyse zeigt im Detail, wie sich der CHF Obligationenmarkt in den letzten Monaten stark verändert hat.

## Verfallsrenditen und Duration

# Zinsrisiken

- Die untenstehende Grafik zeigt die **kumulierten Renditen der verschiedenen Laufzeit-Segmente** des SBI Index seit Jahresbeginn.
- Nach dem Ausbruch der Coronavirus-Pandemie wiesen Obligationen mit **höheren Zinsrisiken tendenziell stärkere negative Renditen** aus.
- Die **Renditen** haben sich **seit Ende März stabilisiert**.

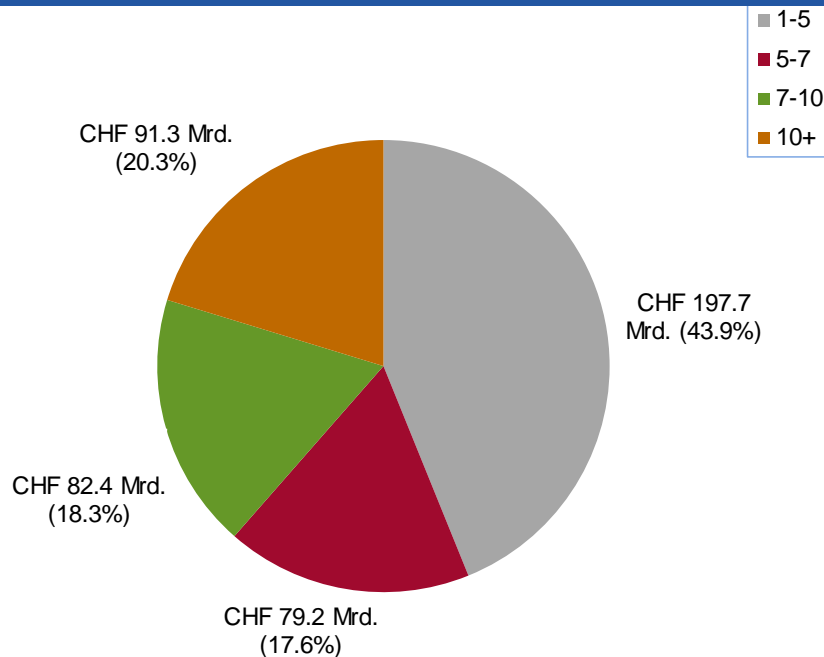
Vergleich der SBI Index-Renditen nach Laufzeiten (YTD, 01.01. - 16.04.2020)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

# Volumen SBI AAA-BBB nach Duration

Volumen SBI AAA-BBB nach Duration per 15.04.2020



Quelle: SWX, eigene Berechnungen, per 15.04.2020

- Das **Volumen** des SBI AAA-BBB Index ist **nach den Durationen relativ gleichverteilt**.
- Obligationen mit einer **Duration von 1 - 5 Jahren** haben den **grössten Anteil** im Index (43.9%), während Obligationen mit einer **Duration von 5 - 7 Jahren** den **kleinsten Anteil** im Index (17.6%) haben.

# Verteilung Verfallsrenditen nach Duration

Verteilung der Verfallsrenditen nach Duration per 31.01.2020					
Duration	Min	Q3	Median	Q1	Max
1-5	-0.80%	-0.55%	-0.37%	-0.12%	1.67%
5-7	-0.79%	-0.47%	-0.37%	-0.12%	0.48%
7-10	-0.81%	-0.39%	-0.31%	-0.15%	1.08%
10+	-0.74%	-0.24%	-0.14%	-0.06%	1.68%

Quelle: SWX, eigene Berechnungen, per 31.01.2020

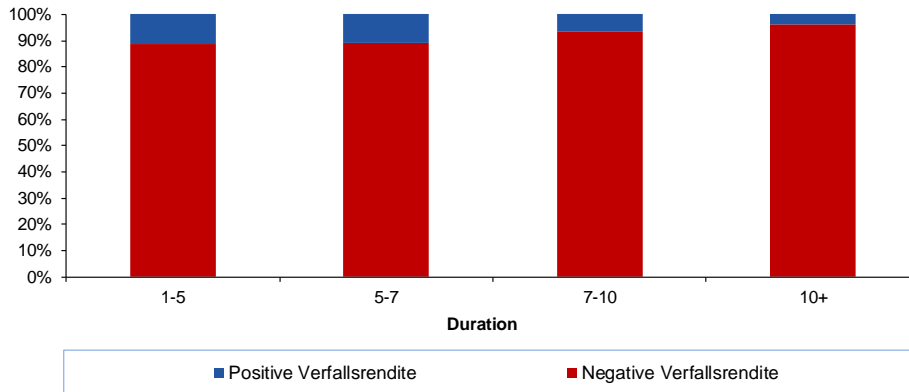
Verteilung der Verfallsrenditen nach Duration per 15.04.2020					
Duration	Min	Q3	Median	Q1	Max
1-5	-0.65%	-0.07%	0.43%	1.14%	9.22%
5-7	-0.59%	-0.02%	0.14%	0.87%	3.24%
7-10	-0.47%	0.08%	0.21%	0.72%	3.72%
10+	-0.39%	0.19%	0.29%	0.36%	1.96%

Quelle: SWX, eigene Berechnungen, per 15.04.2020

- Im Vergleich zu Ende Januar 2020 ist **über alle Durationen** hinweg ein **Anstieg der Verfallsrenditen** zu beobachten.
- Die **Streuung der Verfallsrendite** per Mitte April 2020 war für den **Durationsbereich 1 - 5 Jahre am stärksten**.
- Diese Streuung hängt auch von der **Entwicklung der Kreditrisiken** innerhalb der Durationsbereiche ab.

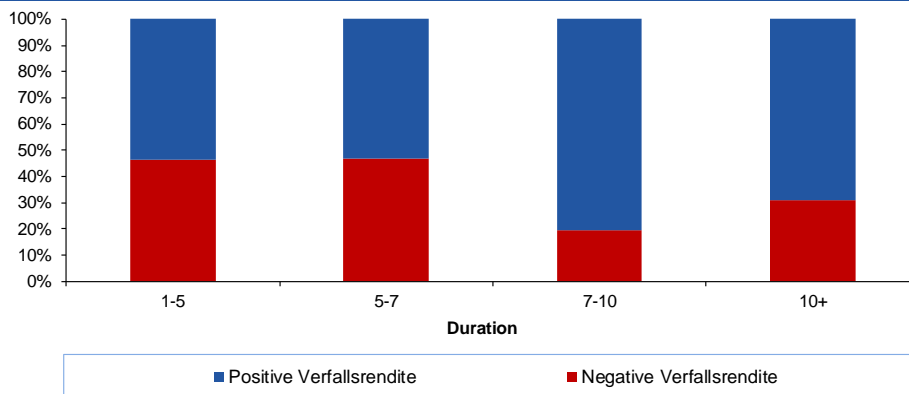
# Anteil negativer Verfallsrendite nach Duration

Aufteilung des SBI AAA-BBB nach positiver/negativer Verfallsrendite und Duration (Volumen) per 31.01.2020



Quelle: SWX, eigene Berechnungen, per 31.01.2020

Aufteilung des SBI AAA-BBB nach positiver/negativer Verfallsrendite und Duration (Volumen) per 15.04.2020



Quelle: SWX, eigene Berechnungen, per 15.04.2020

- Volumenmässig ist der **Anteil der Obligationen mit einer negativen Verfallsrendite** per Mitte April 2020 über alle Laufzeiten hinweg im Vergleich zu Ende Januar 2020 **stark geschrumpft**.
- Obligationen mit einer **höheren Duration** haben einen **höheren Anteil der positiven Verfallsrendite** (Ausnahme Duration 10+ Jahre).

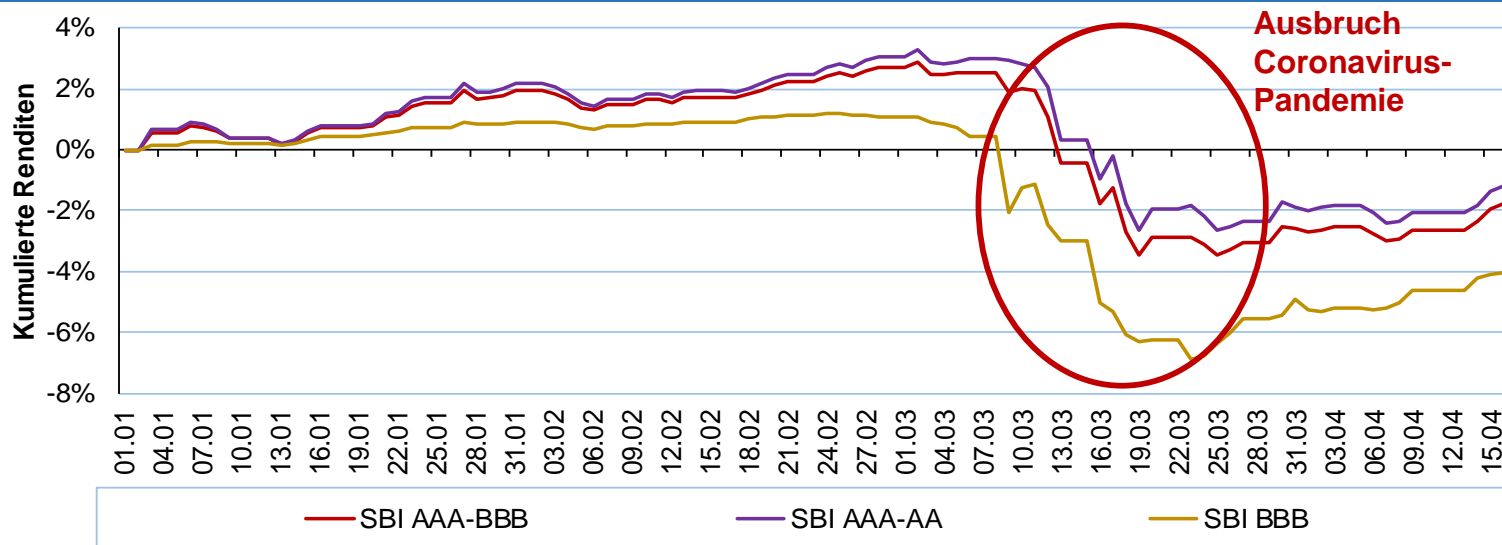


## Verfallsrendite und Ratings

# Kreditrisiken

- Die untenstehende Grafik zeigt die **kumulierten Renditen von unterschiedlichen Rating-Segmenten** des SBI Index seit Jahresbeginn.
- Nach dem Ausbruch der Coronavirus-Pandemie wiesen Obligationen mit **höheren Kreditrisiken tendenziell stärkere negative Renditen** aus.
- Die **Renditen in allen Kredit-Segmenten** haben sich seit Ende März **stabilisiert**.

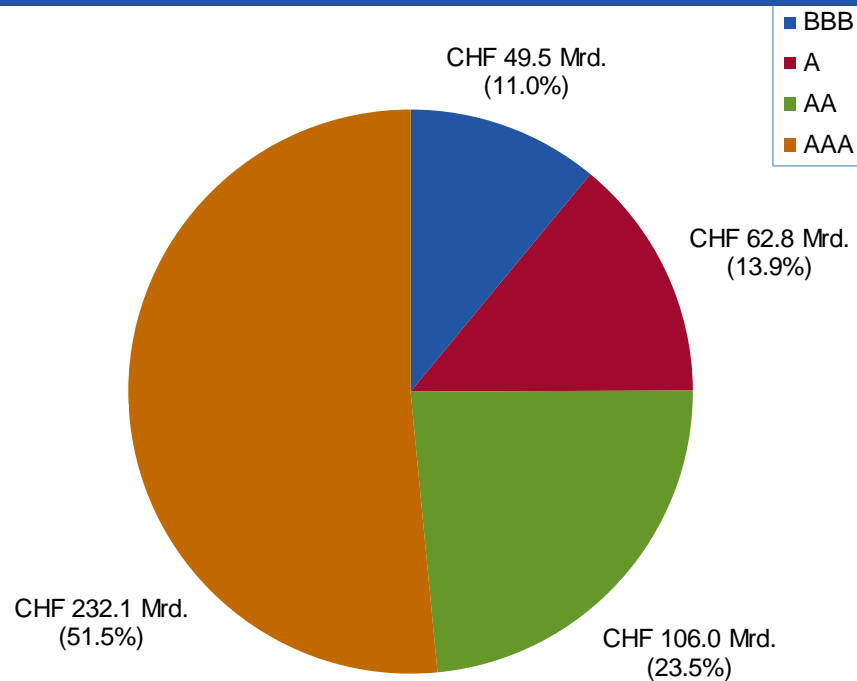
Vergleich der SBI Index-Renditen nach Rating (YTD, 01.01. - 16.04.2020)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

# Volumen SBI AAA-BBB nach Ratings

Volumen SBI AAA-BBB nach Ratings per 15.04.2020



Quelle: SWX, eigene Berechnungen, per 15.04.2020

- Der **Anteil** am Index von Obligationen mit einem **Kredit-Rating von «AAA»** beträgt rund **51%** und ist somit das **grösste Rating-Segment** im Index.
- Obligationen mit einem Kredit-Rating von «**BBB**» machen rund **11%** des Index aus.

# Verteilung Verfallsrenditen nach Ratings

Verteilung der Verfallsrenditen nach Rating per 31.01.2020					
Rating	Min	Q3	Median	Q1	Max
BBB	-0.39%	-0.11%	0.05%	0.21%	1.68%
A	-0.58%	-0.31%	-0.18%	-0.05%	0.57%
AA	-0.67%	-0.50%	-0.37%	-0.22%	0.22%
AAA	-0.81%	-0.57%	-0.45%	-0.29%	0.53%

Quelle: SWX, eigene Berechnungen, per 31.01.2020

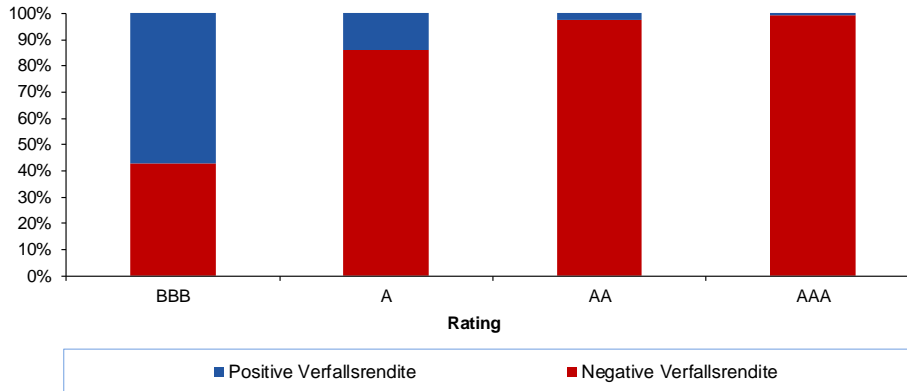
Verteilung der Verfallsrenditen nach Rating per 15.04.2020					
Rating	Min	Q3	Median	Q1	Max
BBB	0.12%	0.90%	1.31%	1.95%	9.22%
A	-0.18%	0.37%	0.73%	1.23%	7.56%
AA	-0.32%	0.01%	0.14%	0.38%	2.70%
AAA	-0.65%	-0.10%	0.01%	0.18%	2.24%

Quelle: SWX, eigene Berechnungen, per 15.04.2020

- Je höher das Kreditrisiko, desto grösser war der Anstieg der Verfallsrenditen und desto grösser war die Streuung der Verfallsrenditen per Mitte April 2020.
- Alle Obligationen mit einem Rating von «BBB» wiesen per Mitte April 2020 positive Verfallsrenditen aus.

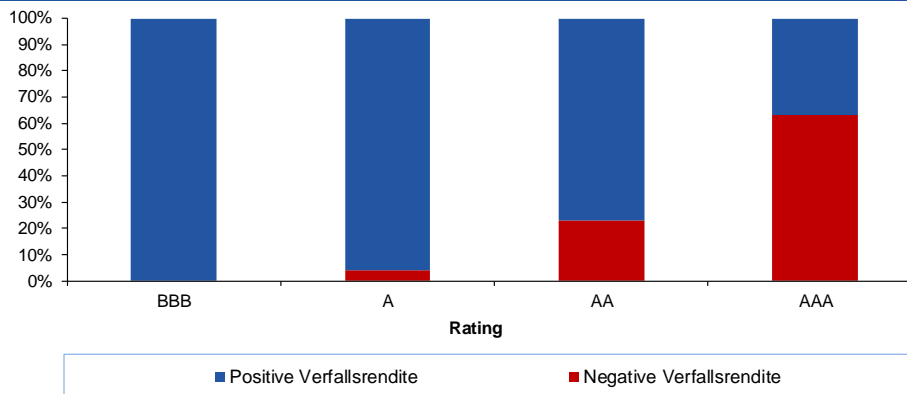
# Anteil negativer Verfallsrenditen nach Ratings

Aufteilung des SBI AAA-BBB nach positiver/negativer Verfallsrendite und Rating (Volumen) per 31.01.2020



Quelle: SWX, eigene Berechnungen, per 31.01.2020

Aufteilung des SBI AAA-BBB nach positiver/negativer Verfallsrendite und Rating (Volumen) per 15.04.2020

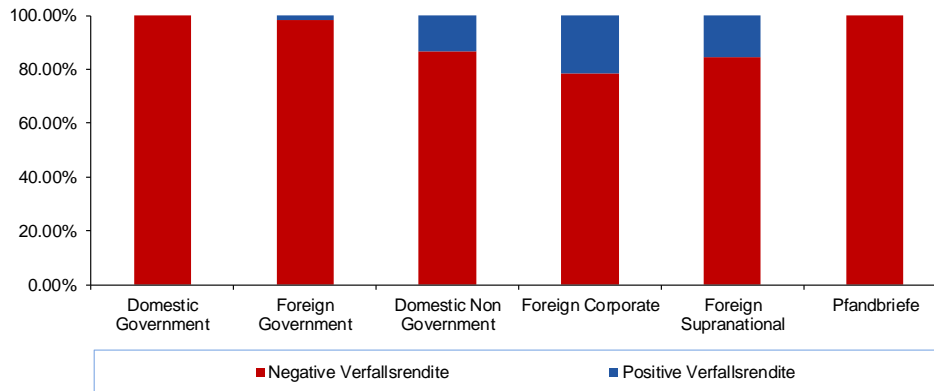


Quelle: SWX, eigene Berechnungen, per 15.04.2020

- Über alle Ratings hinweg ist ein **starker Rückgang der negativen Verfallsrenditen** zu beobachten.
- **Je tiefer das Kredit-Rating**, desto **geringer war der Anteil** der Obligationen mit einer **negativen Verfallsrendite** per Mitte April 2020.
- Bei den **Ratings «BBB»** und **«A»** haben per Mitte April 2020 **fast alle Obligationen** eine **positive Verfallsrendite**.

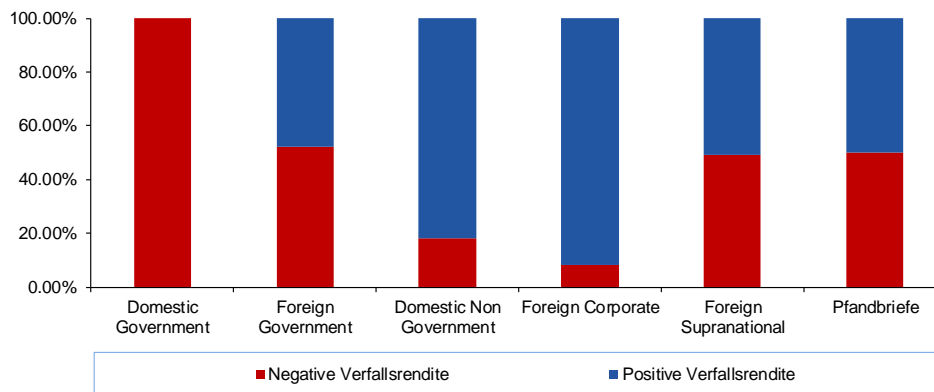
# Anteil negativer Verfallsrenditen nach Sektoren

Aufteilung des SBI AAA-BBB nach positiver/negativer Verfallsrendite und Sektoren 31.01.2020



Quelle: SWX, eigene Berechnungen, per 31.01.2020

Aufteilung des SBI AAA-BBB nach positiver/negativer Verfallsrendite und Sektoren per 15.04.2020



Quelle: SWX, eigene Berechnungen, per 15.04.2020

- Mit Ausnahme der Schweizer Bundesobligationen war ein **starker Rückgang der Obligationen mit einer negativen Verfallsrendite** zu beobachten.
- Der **Sektor «Foreign Corporates»** hat den **niedrigsten Anteil** von Obligationen mit einer **negativen Verfallsrendite**.
- **Schweizer Bundesobligationen** weisen weiterhin **negative Verfallsrenditen** aus.

# Verfallsrenditen «BBB» Rating

Tiefste 10 Verfallsrenditen mit einem BBB Rating per 15.04.2020			
Instrument	Sektor	Rating	Verfallsrendite
2.125 SWEMA 13-23	Foreign Corporate	BBB	0.12%
0.41 AMGNE 16-23	Foreign Corporate	BBB	0.20%
2.125 GIV 11-21	Domestic Non Government	BBB	0.26%
0 GIV 16-22	Domestic Non Government	BBB	0.34%
0.375 VERIZON 17-23	Foreign Corporate	BBB	0.34%
0.25 COOP 16-22	Domestic Non Government	BBB	0.35%
3.25 ICO 07-24	Foreign Government	BBB	0.38%
1 COOP 14-23	Domestic Non Government	BBB	0.39%
0.50 ALL 18-23	Domestic Non Government	BBB	0.42%
0.02 KUEHNE 19-22	Domestic Non Government	BBB	0.43%

Quelle: SWX, eigene Berechnungen, per 15.04.2020

Höchste 10 Verfallsrenditen mit einem BBB Rating per 15.04.2020			
Instrument	Sektor	Rating	Verfallsrendite
1.115 CBQLTD 18-22	Foreign Corporate	BBB	3.82%
4.75 RAIFFINT 12-22	Foreign Corporate	BBB	3.85%
1.75 ACFR 14-22	Foreign Corporate	BBB	3.87%
3.25 NCKTZ 18-23	Foreign Corporate	BBB	4.17%
3.638 NCKTZ 14-22	Foreign Corporate	BBB	4.34%
0.60 TANNER 20-22 /Z	Foreign Corporate	BBB	5.52%
1.50 BOSFL 19-23	Foreign Corporate	BBB	5.56%
1.75 PEMEX 18-23	Foreign Corporate	BBB	7.60%
1 TANNER 19-21	Foreign Corporate	BBB	8.79%
2.375 PEMEX 16-21	Foreign Corporate	BBB	9.22%

Quelle: SWX, eigene Berechnungen, per 15.04.2020

- Die **Unterschiede** in der **Verfallsrendite** von Obligationen mit einem «**BBB**» **Rating** konnte per Mitte April 2020 **bis zu 9%-Punkten** betragen.
- Dies impliziert, dass die **Ratings** in der aktuellen Situation **wenig Aussagekraft** haben.

# Verfallsrenditen «AAA» Rating

Tiefste 10 Verfallsrenditen mit einem AAA Rating per 15.04.2020			
Instrument	Sektor	Rating	Verfallsrendite
2 EIDG 11-22	Swiss Government	AAA	-0.65%
4 EIDG FE 98-23	Swiss Government	AAA	-0.62%
1.25 EIDG 12-24	Swiss Government	AAA	-0.60%
1.50 EIDG 13-25	Swiss Government	AAA	-0.59%
2 EIDG 10-21	Swiss Government	AAA	-0.59%
1.25 EIDG 14-26	Swiss Government	AAA	-0.56%
3.25 EIDG 07-27	Swiss Government	AAA	-0.50%
4 EIDG AP 98-28	Swiss Government	AAA	-0.47%
0 EIDG 16-29	Swiss Government	AAA	-0.45%
0.50 EIDG 15-30	Swiss Government	AAA	-0.42%

Quelle: SWX, eigene Berechnungen, per 15.04.2020

Höchste 10 Verfallsrenditen mit einem AAA Rating per 15.04.2020			
Instrument	Sektor	Rating	Verfallsrendite
1.50 ZGZG KB 12-37	Domestic Non Government	AAA	0.42%
0.15 SWAUTO 19-22	Domestic Non Government	AAA	0.62%
2.25 EBO 10-30	Foreign Corporate	AAA	0.66%
0.25 NYL 19-27	Foreign Corporate	AAA	0.80%
0 FISWMO 19-22 /Z	Domestic Non Government	AAA	0.95%
0.22 SWCABS 18-21	Domestic Non Government	AAA	1.50%
0.04 SWICRE 19-22	Domestic Non Government	AAA	1.51%
0 FISWAG 20-23 /Z	Domestic Non Government	AAA	1.85%
0.10 SCCISS 18-21	Domestic Non Government	AAA	1.87%
0.12 SWISSCAR3 18-21	Domestic Non Government	AAA	2.24%

Quelle: SWX, eigene Berechnungen, per 15.04.2020

- Auch **Obligationen** mit einem «**AAA**» **Rating** weisen teilweise **sehr hohe Verfallsrenditen** sowie **sehr hohe Unterschiede** bei den Verfallsrenditen auf.

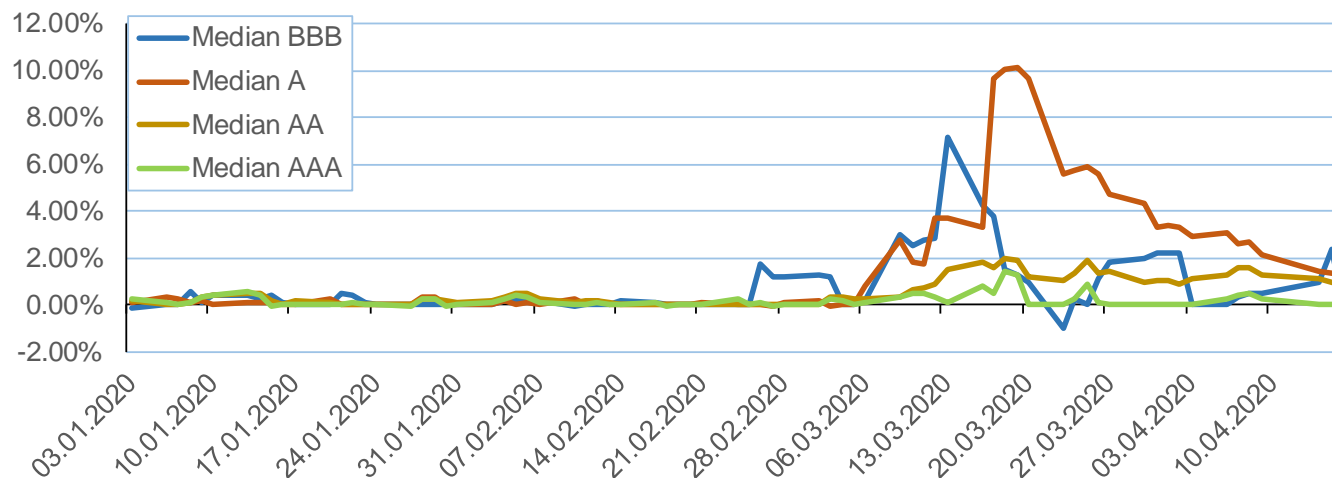


## Liquidität: Indirekte Verkaufs- und Kaufkosten

# Indirekte Verkaufskosten

- Die untenstehende Grafik zeigt die **Spread-Kosten beim Verkauf** der Obligationen mit der Median-Verfallsrendite nach Rating (Vergleich S. 11).
- Die **Spread-Verkaufskosten** sind seit März 2020 **stark angestiegen**.
- **Je höher das Kreditrisiko, desto höher die Spread-Verkaufskosten.**
- In einzelnen Fälle betragen die **Verkaufskosten mehr als 7%**.

Spread-Kosten beim Verkauf von Obligationen (Mid-Bid-Spread in % des Mid)

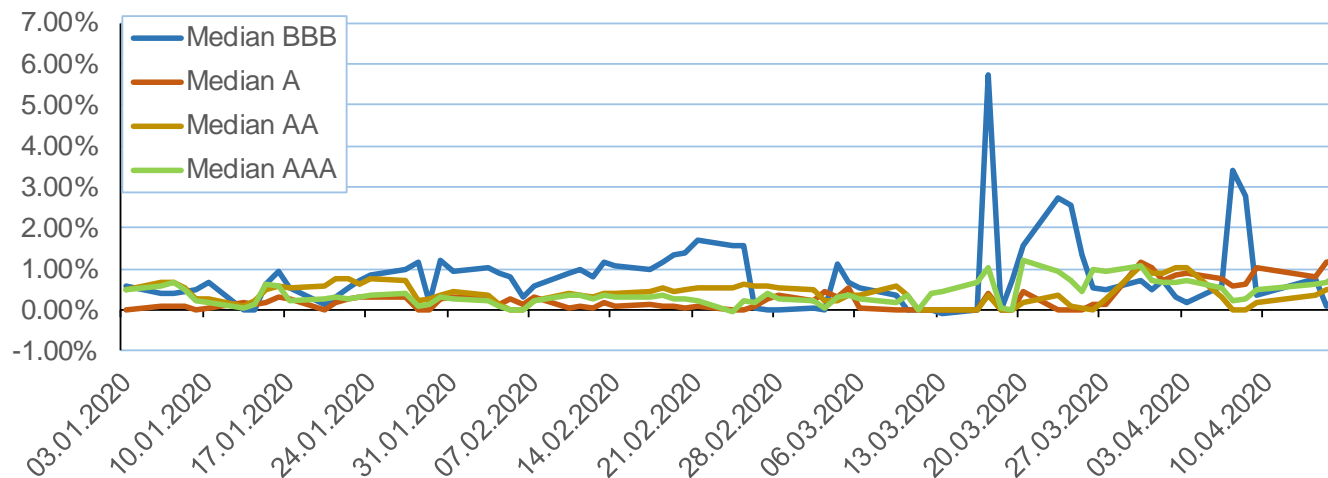


Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

# Indirekte Kaufkosten

- Die untenstehende Grafik zeigt die **Spread-Kosten beim Kauf** der Obligationen mit der Median-Verfallsrendite nach Rating (Vergleich S. 11).
- Im Vergleich zu den **Spread-Verkaufskosten** waren die Spread-Kaufkosten seit März **tiefer und stabiler**.
- In **Einzelfällen** ist jedoch auch ein **Anstieg der Spread-Kaufkosten** (insbesondere bei niedrigeren Ratings) zu beobachten.

Spread-Kosten beim Kauf von Obligationen (Ask-Mid-Spread in % des Mid)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

# Zusammenfassung

# Fazit

---

- ▶ Die **Struktur des CHF Obligationenmarktes** hat sich seit dem Ausbruch der Coronavirus-Pandemie **stark verändert**.
- ▶ Über alle Laufzeit- und Kreditsegmente sind die **Verfallsrenditen deutlich angestiegen**.
- ▶ Der **Anteil der Obligationen mit einer negativen Verfallsrendite ist stark geschrumpft**, v.a. bei Obligationen mit einem tieferen Kredit-Rating.
- ▶ Die **Unterschiede bei den Verfallsrenditen nach Kredit-Rating können erheblich sein**. Die Ratings stellen die Situation in der Vergangenheit dar und widerspiegeln nicht die aktuelle Kreditqualität.
- ▶ Die **Bid-Ask-Spreads am CHF Obligationenmarkt sind hoch**, v.a. bei Obligationen mit einem tieferen Kredit-Rating.
- ▶ Erfolgt eine solche Herabstufung der Obligationen zu «Non Investment Grade» (Rating < BBB), müssen Obligationen teilweise aufgrund der gültigen **Mandatsrichtlinien** verkauft werden. Der **Verkauf** solcher Obligationen kann zu **erheblichen Transaktionskosten** führen.

# Kontakt

---



Investment & Actuarial Consulting,  
Controlling and Research

## PPCmetrics AG

Badenerstrasse 6  
Postfach  
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11  
Telefax +41 44 204 31 10  
E-Mail [ppcmetrics@ppcmetrics.ch](mailto:ppcmetrics@ppcmetrics.ch)

## PPCmetrics SA

23, route de St-Cergue  
CH-1260 Nyon

Telefon +41 22 704 03 11  
Telefax +41 22 704 03 10  
E-Mail [nyon@ppcmetrics.ch](mailto:nyon@ppcmetrics.ch)

Website [www.ppcmmetrics.ch](http://www.ppcmmetrics.ch)

Social Media 

PPCmetrics ([www.ppcmmetrics.ch](http://www.ppcmmetrics.ch)) ist ein führender Schweizer Investment Consultant, Investment Controller, strategischer Anlageberater und Pensionskassenexperte. Unsere Kunden sind institutionelle Investoren (beispielsweise vom Typ Pensionskasse, Vorsorgeeinrichtung, Personalvorsorgestiftung, Versorgungswerk, Versicherung, Krankenversicherung, Stiftung, NPO und Treasury-Abteilung) und Privatanleger (beispielsweise Privatkunden, Family Offices, Familienstiftungen oder UHNWI - Ultra High Net Worth Individuals). Unsere Dienstleistungen umfassen das Investment Consulting und die Anlageberatung sowie die Definition einer Anlagestrategie (Asset Liability Management - ALM), die Portfolioanalyse, die Asset Allocation, die Entwicklung eines Anlagereglements, die juristische Beratung (Legal Consulting), die Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection), die Durchführung öffentlicher Ausschreibungen, das Investment Controlling, die aktuarielle und versicherungstechnische Beratung und die Tätigkeit als Pensionskassenexperte.

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.

PPCmetrics AG  
Investment & Actuarial Consulting,  
Controlling and Research. **Mehr**

