

«Weshalb wir für 2023 optimistisch bezüglich Investment-Grade-Anleihen sind»

1. Das Aufwärtspotenzial bei einfachen Investment-Grade (IG)-Fixed-Income-Anlagen überzeugt uns voll und ganz.
2. Das grundlegende Szenario für IG-Anleihen trifft für uns ins Schwarze.
3. IG-Anleihen bieten eine glaubwürdige Absicherung gegen Verlustrisiken.

Weshalb hegt eine Person, die wie ich den Bereich Fixed Income leitet, trotzdem Zweifel? Denn in mehr als zwei Jahrzehnten hatten wir selten Ansichten, die so undifferenziert, vorbehaltlos und «bullish» waren.

Zweifelsohne gibt es andere Anlageklassen – sogar innerhalb des Fixed-Income-Universums – mit mehr Aufwärtspotenzial. Andere Anlageklassen bieten vielleicht auch umfassenderen Schutz bei einer einschneidenden Rezession oder einer anhaltenden moderaten Inflation. Seit unserer letzten Publikation haben ganz banale, langweilige IG-Unternehmensanleihen ausgezeichnete Erträge erbracht. Dennoch bestehen sie als Gesamtpaket noch immer.

Die technischen Daten sind solide, die Fundamentaldaten recht ordentlich und der Relative Value besser als kaum je zuvor.

Anhaltende Risiken auch bei scheinbar rückläufiger Inflation

Seit unserer letzten Publikation im Dezember hat sich die Inflation bekanntlich dank konzertierter und koordinierter Massnahmen zum Besseren gewendet. Inputfaktoren, die die Teuerung zunächst angeheizt haben, um sich dann rasch in ihr Gegenteil zu verkehren, spielen in diesem Zusammenhang eine wesentliche Rolle: Die Energieversorgung und Lieferengpässe sind zwei einschlägige Beispiele. Weltweit sind die Arbeitsmärkte weiterhin äusserst robust und wir machen erste Anzeichen aus, dass die nachlaufende Lohn-Preis-Spirale einigermassen schädliche Auswirkungen haben und weiterhin für hohe Inflationsraten sorgen könnte. Weltweit sahen sich die Notenbanken gezwungen, entschieden aufzutreten, um zu verhindern, dass die Märkte Trendwenden als selbstverständlich einstufen. Sicherlich geht es darum zu vermeiden, dass die Teuerung zur selbsterfüllenden Prophezeiung wird – die Tatsache, dass die Notenbanken zu Beginn der Inflation zu zögerlich und zu spät agierten, spielt aber ebenfalls eine wesentliche Rolle. Die Bank of Japan (BoJ) weicht in diesem Zusammenhang von den Massnahmen der übrigen Notenbanken ab. Wir beobachten das weitere Vorgehen der BoJ sehr genau, da ihre zukünftige Ausrichtung sich kaum vorhersagen lässt. Zum Ende des Jahres 2022 stufen wir das Verhalten der Notenbanken als «befriedigend» ein. In der ersten

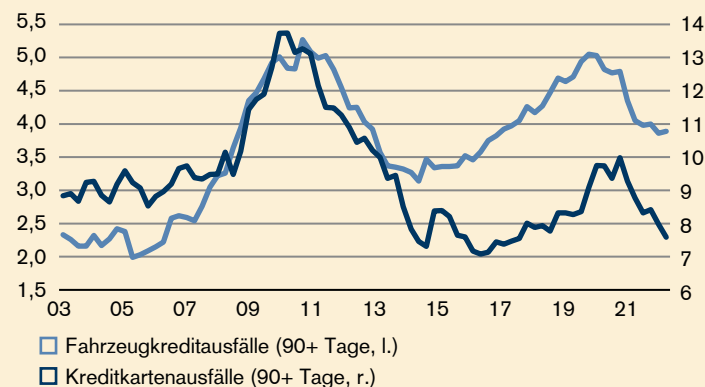
Jahreshälfte agierten sie uneinheitlich, in der zweiten Jahreshälfte liessen sich dagegen Verbesserungen bezüglich ihres Einsatzes und ihrer Ergebnisse feststellen.

Vor allem die vier nachstehenden Risikokategorien sind für uns Anlass zu Besorgnis:

- Auswirkungen des Kreditzyklus
- Überschuldete zugrunde liegende Unternehmen
- Zahlungsausfälle der Konsumentinnen und Konsumenten
- Weniger liquide Teile der Fixed-Income-Märkte

US-amerikanische Handelsbanken

Fahrzeugkredit- und Kreditkartenausfälle, in %



Quelle: Credit Suisse. Daten per 30.12.2022

Die Grafik zeigt die Entwicklung der Zahlungsausfälle bei Fahrzeugkrediten und Kreditkarten in den USA während der letzten 20 Jahre. Der Begriff «Ausfall» bezieht sich auf Zahlungsverzögerungen. Wenn Kreditnehmende sich in Verzug befinden, heisst das, dass sie ihren finanziellen Verpflichtungen, etwa aus Krediten, nicht rechtzeitig nachkommen. Nichtzahlungen führen häufig zu Zahlungsausfällen, wenn die Zahlungsrückstände nicht beglichen werden. Ein negatives oder schwaches Wirtschaftswachstum und ein Anstieg der Arbeitslosenquoten führen zumeist auch zu vermehrten Zahlungsausfällen und umgekehrt. Hohe Zahlungsausfallquoten belasten die Profitabilität des Bankwesens insgesamt, wobei die einzelnen Banken tendenziell ihre Rahmenbedingungen für Kreditvergaben stringenter gestalten, um Verluste auf ihren Kreditpositionen in einer schwächelnden Konjunktur nach Möglichkeit einzuschränken.

Kreditzyklen können sehr unterschiedliche Formen und Ausmasse annehmen: Sie gestalten sich zeitweise schnell und konzentriert oder auch gemächlich und allumfassend. Ein Entkommen gibt es jedoch in keinem Fall. In den Kreditzyklen drückt sich die verhaltensgesteuerte Komponente im Finanzwesen aus. Wir gehen davon aus, dass diese Effekte im ersten Quartal 2023

Allfällige zukunftsgerichtete Aussagen in diesen Unterlagen bergen diverse Risiken und Ungewissheiten. Sie sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse oder die zukünftige Wertentwicklung.

Der Kreditzyklus

Konjunkturabschwung
Sparmassnahmen
Rückläufige Liquidität
Zaghafte Kreditgeber
Hohe Kreditmargen



Wirtschaftliche Erholung
Verbesserte Fundamentaldaten
Zuversichtlichere Kreditgeber
Verbesserte Profitabilität
Reduzierte Kreditmargen

Rezession
Ausfälle
Zwangsentschuldung
Hohe Kreditmargen
Illiquidität

Robuste Konjunktur
Vorteilhaft für Aktien
Gelockerte Kreditbedingungen
Geringe Kreditmargen
Erhöhte Anzahl verfügbarer Kredite

Die Straffungen im Kreditzyklus haben erst kürzlich eingesetzt – ab jetzt ist das Potenzial für Fehlschläge gross.

Nur zur Illustration

einsetzen und werden ihre Entwicklung höchst aufmerksam verfolgen. (Schon wenige) Ausfälle und Zahlungsverzüge signalisieren normalerweise als Erste beschleunigte Erhöhungen der Leitzinsen. In unserer letzten Publikation hatten wir dieses Thema bereits angesprochen.

Selbstverständlich konsultieren wir des Öfteren Mitglieder unserer Kundenbetreuungsteams, deren Schwerpunkt wie bei uns im Bereich Fixed-Income-Anlagen liegt. Häufig stellen sie unsere zentralen Ansichten in Frage, da sie von anderen Vermögensverwaltungen hören, dass «bei Hochverzinslichen alles zum Besten steht». Wir können diese Ansicht nicht teilen. Wir machen Indizien für lockere Vertragsbedingungen, potenziell geringere Wiedereinbringungen und vor allem eine schleichend wachsende Fremdmittelquote aus. Die letztere Quote ist der wichtigste Datenpunkt unter allen von uns verfolgten Fundamentaldaten. Mit der Wiedereröffnung der Märkte für Neuemissionen dürfte hier eine Zerreihsprobe anstehen. Im kommenden Monat befassen wir uns eingehender mit dieser Frage.

Um erste Anzeichen konjunktureller Schieflagen zu erkennen, musste man in der Vergangenheit die Banken und die Berichterstattung zu ihren Rückstellungen beobachten. Das Aufkommen der Verbriefung («Securitization») trug dazu bei, dass wir das Konsumverhalten genauer verfolgen konnten (für diejenigen unter Ihnen, die «The Big Short» gesehen haben: Wir beziehen uns auf die Daten zu Überweisungsströmen). Kreditkartenschulden und Fahrzeugkredite lassen sich in aller Regel als Frühwarnsystem nutzen. Im Moment sieht hier alles beunruhigend gut aus. In der nächsten Ausgabe erhalten Sie eine Analyse der Berichterstattung der Banken für das vierte Quartal 2022.

Diese Sachlage ist äusserst beunruhigend. Im Bankensektor haben wir nicht nur kaum Abschreibungen gesehen, sondern es fand in den weniger etablierten Nischen effektiv auch nahezu keine Anpassung der Kreditrisikoprämien statt. Für uns ein Anlass zu Befürchtungen.

Streuungen und vermeidenswerte Sektoren

Sobald ein Kreditzyklus einsetzt, erwarten wir, dass ein bestimmter Sektor oder eine kleine Gruppe von Sektoren unverhältnismässig stark zu leiden haben. In dieser Hinsicht wird häufig auf die europäischen Banken verwiesen. Wir sind jedoch der Meinung, dass die Banken selbst trotz ihrer Probleme in der Vergangenheit, ihrer Volatilität und der Auswirkungen einer Rezession auf die europäische Wirtschaft robust aufgestellt sein dürften. Eine breitere Streuung wäre ein erfreuliches Signal. Wir rechnen damit, dass die Volatilität auch im Jahr 2023 anhält, was neue Streuungen zur

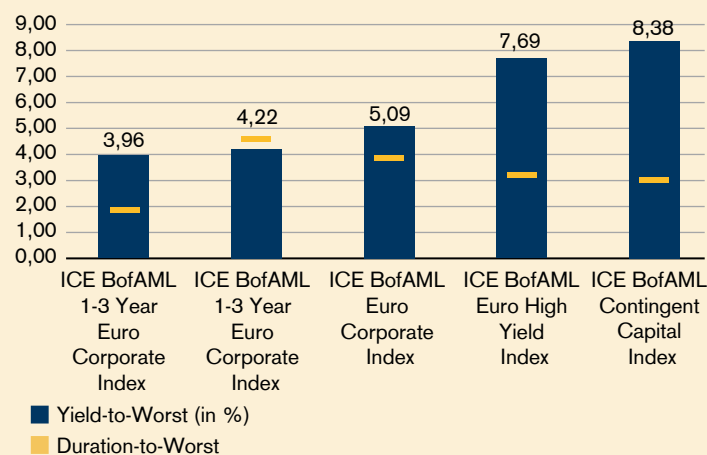
¹ Ein Blue Chip ist ein bekanntes, gut etabliertes und finanziell sicheres börsenkotiertes Unternehmen. Blue Chips bieten weit verbreitete Produkte und Dienstleistungen an. Allfällige zukunftsgerichtete Aussagen in diesen Unterlagen bergen diverse Risiken und Ungewissheiten. Sie sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse oder die zukünftige Wertentwicklung.

Folge haben dürfte. Falls der Bankensektor sich nicht als vermeidenswert erweist, stellen die Banken eine der Untereinlagenklassen dar, die man halten sollte. Anleger, die ein Barbell-Portfolio festverzinslicher Papiere aufbauen, tun gut daran, eine Allokation an Tier-1-Anleihen von europäischen Blue-Chip-Banken¹ in ihr Portfolio zu integrieren.

Attraktive Zusatzrenditen im Vergleich zu anderen Unternehmensklassen

- Im Vergleich zu europäischen Hochzinsanleihen fällt die Rendite auf bedingtem Kapital höher aus.
- Gemessen an der Laufzeit ist das Zinsrisiko bei CoCos (bedingten Pflichtwandelanleihen) geringer als das Risiko, das mit einem breiten Unternehmensbenchmark verbunden ist.

Vergleich von Kreditklassen nach Rendite und Laufzeit



Quellen: Credit Suisse, BofA Merrill Lynch. Daten per 31.12.2022
Die Angabe «Yield-to-Worst» bezieht sich auf den 31. Dezember 2022 und berücksichtigt weder Kosten noch Änderungen im Portfolio, Marktschwankungen oder potenzielle Zahlungsausfälle. Sie dient ausschliesslich als Indikation und kann Änderungen erfahren.

Zu den anderen möglichen Kandidaten für dieses risikoreiche (oder ungeliebte) Gewicht am Ende der Handlung zählen Hybridanleihen und einige der volatileren Schwellenländeranleihen. Es geht nicht darum, Instrumente zu finden, bei denen ein Long-Konsens vorherrscht, sondern um Instrumente, deren Fundamentaldaten die aktuellen Einstufungen seitens des Markts übertreffen. Im kommenden Monat erörtern wir diese Bereiche bei der Vorstellung unseres Idealportfolios für 2023 und die Folgejahre.

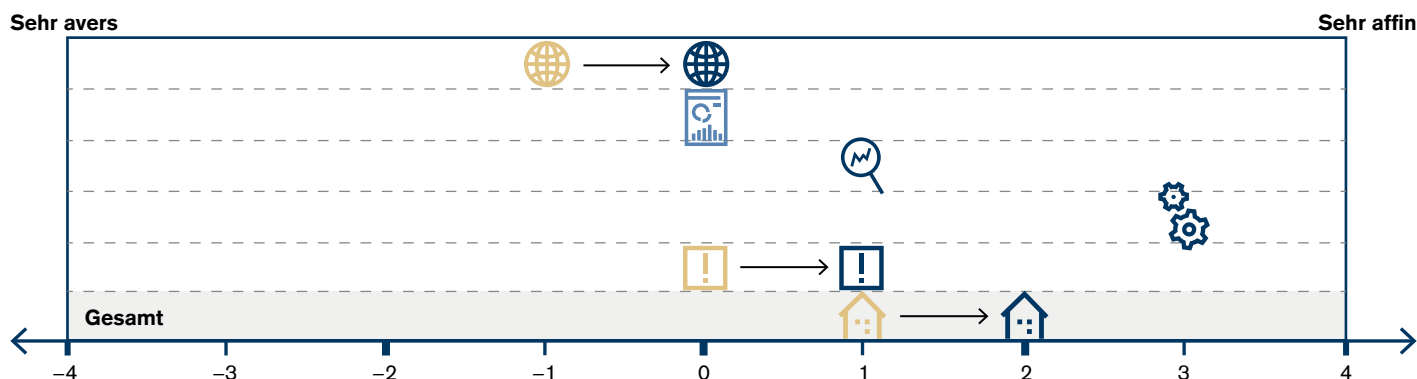
Ob Fahrzeuge, TMT², Wohnungsbau, Finanzwesen oder Energie im Jahr 2020 – fast immer hat ein bestimmter Sektor besonders zu leiden und wird im Verlauf des Kreditzyklus grundlegend neu gepreist. Der betreffende Sektor erleidet höhere Ausfall- und geringere Wiedereinbringungsraten und trägt seine Wunden und Narben in den nächsten Zyklus. Dies ist eine natürliche Folge der Fokussierung der Banken und anderer Kreditgeber auf Umstrukturierung, Wiedereinbringung und zeitweise Verweigerung der






Kreditvergabe an diese Brennpunktsektoren. Bei der Sektoranalyse unserer Portfolios ist uns derzeit kein Sektor als Kandidat für eine solche Entwicklung aufgefallen. Aus diesem Grund setzen wir weiterhin auf einen sehr disziplinierten Portfoliomanagement-Ansatz und vermeiden alles, was auch nur den geringsten Anlass zu Bedenken geben könnte. Irrationaler Überschwang oder Optimismus sind derzeit nicht angebracht.

Positive, aber wachsame Einstellung gegenüber 2023

CSAM Fixed Income Investment Strategy

Risk appetite – Investment Grade



-  **Konjunkturausblick (-1 bis 0)** – Rezessionsängste und hohe Inflationsraten, kombiniert mit der potenziellen Energieknappheit über die Wintermonate hinweg, bilden auch weiterhin eine unsichere wirtschaftliche Kulisse. Allerdings hat das milde Wetter zumindest die energiebezogenen Befürchtungen etwas beruhigt.
-  **Kreditfundamentaldaten (unverändert)** – Die Fundamentaldaten haben sich auf breiter Front verschlechtert und werden wahrscheinlich weiter schwächeln, was sich auch in den schlechteren Kreditkenngrößen der Ergebnisberichte niedergeschlagen hat. Bislang sehen Investment-Grade(IG)-Anleihen robust aus, während insbesondere Hochzinsanleihen und schwächere Kredite Bedenken auf sich ziehen.
-  **Bewertung (unverändert)** – Die meisten Kreditmärkte haben eine Rezession eingepreist. Während IG-Bewertungen nach wie vor sehr attraktiv sind und die Renditen höher als seit Jahren gehandelt werden, geraten Hochzinsanleihen aufgrund ihrer vergleichbar engeren relativen Spreads zunehmend unter Druck.
-  **Anlegerstimmung/Technische Daten (unverändert)** – Die Bewegungen sind inzwischen positiv, und laut Anlegerumfragen bestehen erstmals seit 2009 übergewichtete Positionen in Anleihen. Die Volatilität bleibt erhöht und die Liquidität unterdurchschnittlich.
-  **Tail-Risiken (0 bis 1)** – Das Risiko, dass Unternehmensanleihen zu stark anziehen, besteht weiterhin, wird jedoch durch den seit Kurzem überraschend geringen Inflationsdruck gemindert. Die unmittelbaren Auswirkungen der Energiekrise wurden durch das in jüngerer Zeit eher milde Wetter abgeschwächt.

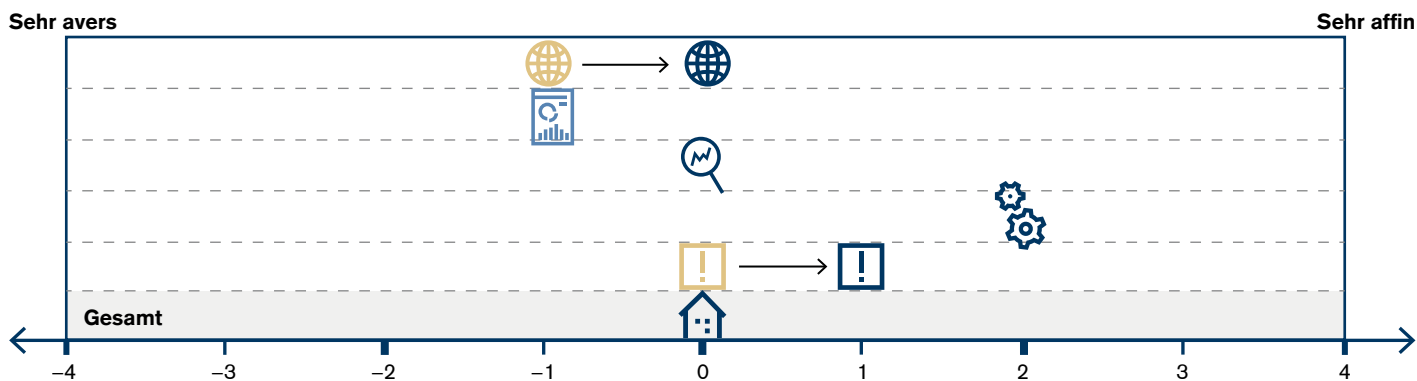
Quelle: Credit Suisse; Daten per 06.01.2023
Nur zur Illustration

² TMT: Technologie, Medien und Telekommunikation.

Allfällige zukunftsgerichtete Aussagen in diesen Unterlagen bergen diverse Risiken und Ungewissheiten. Sie sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse oder die zukünftige Wertentwicklung.

CSAM Fixed Income Investment Strategy

Risk appetite – High Yield



Konjunkturausblick (-1 bis 0) – Rezessionsängste und hohe Inflationsraten, kombiniert mit der potenziellen Energieknappheit über die Wintermonate hinweg, bilden auch weiterhin eine unsichere wirtschaftliche Kulisse. Allerdings hat das milde Wetter zumindest die energiebezogenen Befürchtungen etwas beruhigt.



Kreditfundamentaldaten (unverändert) – Die Fundamentaldaten haben sich auf breiter Front verschlechtert und werden wahrscheinlich weiter schwächeln, was sich auch in den schlechteren Kreditkenngrößen der Ergebnisberichte niedergeschlagen hat. Bislang sehen Investment-Grade(IG)-Anleihen robust aus, während insbesondere Hochzinsanleihen und schwächere Kredite Bedenken auf sich ziehen.



Bewertung (unverändert) – Die meisten Kreditmärkte haben eine Rezession eingepreist. Während IG-Bewertungen nach wie vor sehr attraktiv sind und die Renditen höher als seit Jahren gehandelt werden, geraten Hochzinsanleihen aufgrund ihrer vergleichbar engeren relativen Spreads zunehmend unter Druck.



Anlegerstimmung/Technische Daten (unverändert) – Die Bewegungen sind inzwischen positiv, und laut Anlegerumfragen bestehen erstmals seit 2009 übergewichtete Positionen in Anleihen. Die Volatilität bleibt erhöht und die Liquidität unterdurchschnittlich.



Tail-Risiken (0 bis 1) – Das Risiko, dass Unternehmensanleihen zu stark anziehen, besteht weiterhin, wird jedoch durch den seit Kurzem überraschend geringen Inflationsdruck gemindert. Die unmittelbaren Auswirkungen der Energiekrise wurden durch das in jüngerer Zeit eher milde Wetter abgeschwächt.

Quelle: Credit Suisse; Daten per 06.01.2023
Nur zur Illustration

Nachdem wir nun alle unsere Vorbehalte ausformuliert haben, fühlen wir uns wohler. Uns scheint sogar, dass wir unsere wichtigsten Schlussfolgerungen neu formulieren sollten:

- Zinsduration ist ein lohnenswertes Portfolioelement.
- Die technischen Daten unterstützen IG-Standardanleihen.
- Die Fundamentaldaten sehen gut aus, dennoch ist Wachsamkeit angesagt.
- Am Horizont zeichnet sich noch mehr Volatilität ab.
- IG-Anleihen langweiliger, sicherer Unternehmen weisen in allen Szenarios mit Ausnahme der Worst-Case-Szenarios ausgesprochen interessante Renditen auf.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass wir angesichts der Inflationsdaten und der jüngsten positiven Marktbewegungen auf mittlere Sicht gegenüber Fixed Income ausgesprochen positiv eingestellt sind, wobei Einfachheit und Liquidität jedoch zunehmend wichtiger werden.

Diese ausgesprochen konstruktiven Ansichten lösen bei uns ein gewisses Unbehagen aus. Wir rechnen damit, dass wir im kommenden Monat eine wesentlich nuanciertere, ausgewogenere Meinung abgeben können.

Quelle: Credit Suisse, ansonsten vermerkt.

Sofern nicht explizit anders gekennzeichnet, wurden alle Abbildungen in diesem Dokument von Credit Suisse Group AG und/oder den mit ihr verbundenen Unternehmen mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt.

Dieses Material stellt Marketingmaterial der Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundener Unternehmen (nachfolgend «CS» genannt) dar und informiert über eine Strategie. Dieses Material stellt weder ein Angebot oder eine Aufforderung zur Emission oder zum Verkauf noch einen Bestandteil eines Angebots oder einer Aufforderung zur Zeichnung oder zum Kauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten oder zum Abschluss einer anderen Finanztransaktion dar. Ebenso wenig stellt es eine Aufforderung oder Empfehlung zur Partizipation an einem Produkt, einem Angebot oder einer Anlage dar. Diese Marketingmitteilung stellt kein rechtsverbindliches Dokument und keine gesetzlich vorgeschriebene Produktinformation dar. Dieses Material stellt in keiner Weise ein Anlageresearch oder eine Anlageberatung dar und darf nicht für Anlageentscheidungen herangezogen werden. Es berücksichtigt weder Ihre persönlichen Umstände noch stellt es eine persönliche Empfehlung dar, und die enthaltenen Informationen sind nicht ausreichend für eine Anlageentscheidung. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen repräsentieren die Sicht der CS zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Sie stammen aus Quellen, die für zuverlässig erachtet werden. Die CS gibt keine Gewähr hinsichtlich des Inhalts und der Vollständigkeit der Informationen und lehnt, sofern rechtlich möglich, jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung der Informationen ergeben. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Die Informationen in diesem Dokument dienen der ausschliesslichen Nutzung durch den Empfänger. Die Angaben in diesem Material können sich nach dem Datum der Veröffentlichung dieses Materials ohne Ankündigung ändern, und die CS ist nicht verpflichtet, die Angaben zu aktualisieren. Dieses Material kann Angaben enthalten, die lizenziert und/oder durch geistige Eigentumsrechte der Lizenzinhaber und Schutzrechtsinhaber geschützt sind. Nichts in diesem Material ist dahingehend auszulegen, dass die Lizenzinhaber oder Schutzrechtsinhaber eine Haftung übernehmen. Das unerlaubte Kopieren von Informationen der Lizenzinhaber oder Schutzrechtsinhaber ist strengstens untersagt. Dieses Material darf nicht an Dritte weitergegeben oder verbreitet und vervielfältigt werden. Jegliche Weitergabe, Verbreitung oder Vervielfältigung ist unzulässig und kann einen Verstoß gegen den Securities Act der Vereinigten Staaten von 1933 in seiner jeweiligen Fassung (der «Securities Act») bedeuten. Zudem können im Hinblick auf das Investment Interessenkonflikte bestehen. In Zusammenhang mit der Erbringung von Dienstleistungen bezahlt die Credit Suisse AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen unter Umständen Dritten oder erhält von Dritten als Teil ihres Entgelts oder in anderer Weise eine einmalige oder wiederkehrende Vergütung (z.B. Ausgabeaufschläge, Platzierungsprovisionen oder Vertriebsfolgeprovisionen). Potenzielle Anleger sollten (mit ihren Steuer-, Rechts- und Finanzberatern) selbstständig und sorgfältig die in den verfügbaren Materialien beschriebenen spezifischen Risiken und die geltenden rechtlichen, regulatorischen, kreditspezifischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen prüfen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Wichtiger Hinweis für Anleger in Deutschland und Österreich

Dieses Marketingmaterial wird von CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT (Schweiz) AG, CREDIT SUISSE AG und CREDIT SUISSE (Schweiz) AG an Privatkunden und professionelle Kunden versandt.

Dieses Marketingmaterial wird von Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft an Privatkunden und professionelle Kunden versandt.

Copyright © 2023 CREDIT SUISSE GROUP AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

Vertreter: Credit Suisse Funds AG¹, Uetlibergstrasse 231, 8070 Zürich | Zahlstelle, Händler: Credit Suisse (Schweiz) AG, Paradeplatz 8, 8001 Zürich | Händler: Credit Suisse AG, Paradeplatz 8, 8001 Zürich | Händler: Credit Suisse Asset Management (Schweiz) AG, Kalandergasse 4, 8045 Zürich | Verfügbare Sprachversionen: Deutsch, Englisch, Französisch und/oder Italienisch | Aufsichtsorgan (Registrierungsstelle): Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA)

Händler und Informationsstelle: Credit Suisse (Deutschland) AG¹, Taunustor 1, 60310 Frankfurt am Main | Zahlstelle: Credit Suisse Fund Services (Luxembourg) S.A., 5, rue Jean Monnet, 2180 Luxembourg | Verfügbare Sprachversion: Deutsch

Händler: Credit Suisse (Deutschland) AG, Taunustor 1, 60310 Frankfurt am Main | Zahl- und Informationsstelle: UniCredit Bank Austria AG¹, Schottengasse 6–8, 1010 Wien | Verfügbare Sprachversion: Deutsch

Händler: Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Zweigniederlassung Österreich, Kärntner Ring 11–13, 1010 Wien, Österreich | Verfügbare Sprachversion: Deutsch

¹ Rechtseinheit, von der die vollständigen Angebotsunterlagen, die wesentlichen Informationen für den Anleger (Key Investor Information Document, KIID), die Fondsreglemente sowie die Jahres- und Halbjahresberichte, falls anwendbar, der Fonds kostenlos bezogen werden können.