

Anmerkung des PM: Hüten Sie sich vor dem Einfluss der Schlagzeilen (und Ihrer eigenen Voreingenommenheit)

Verfasser: Andrew Jackson, Leiter Fixed Income

Wir befinden uns wieder einmal an einem spannenden Wendepunkt auf den Finanzmärkten. In den letzten 20 Jahren war ich im Gegensatz zu meinen Kolleginnen und Kollegen öfter auf extreme Risikovermeidung als auf extreme Risikofreude eingestellt. Viele meiner Kolleginnen und Kollegen schätzen mich daher als «Pessimisten» ein. Tatsächlich habe ich viele Jahre versucht, die mir eigene pessimistische Tendenz bewusst zu korrigieren.

Ab heute korrigiere ich jedoch nichts mehr. Ich akzeptiere vielmehr, dass ich mich mit meinem Risikobewusstsein möglicherweise für geraume Zeit weit vom «Durchschnitt» entferne. Zwei wichtige Hinweise gilt es zu beachten: Ich bin in Bezug auf die Fixed-Income-Märkte (insbesondere diejenigen mit geringerem Kreditrisiko) eigentlich sehr optimistisch. Doch die Tatsache, dass die Märkte anscheinend schlafwandlerisch auf eine potenzielle Krise zusteuern, lässt mich schon pessimistisch wirken, wenn ich nur einräume, dass Risiken bestehen. Und wenn eine wesentliche Korrektur eintritt, kann das so schnell geschehen, dass ich in Bezug auf die liquideren risikoreicheren Teile optimistisch werde.

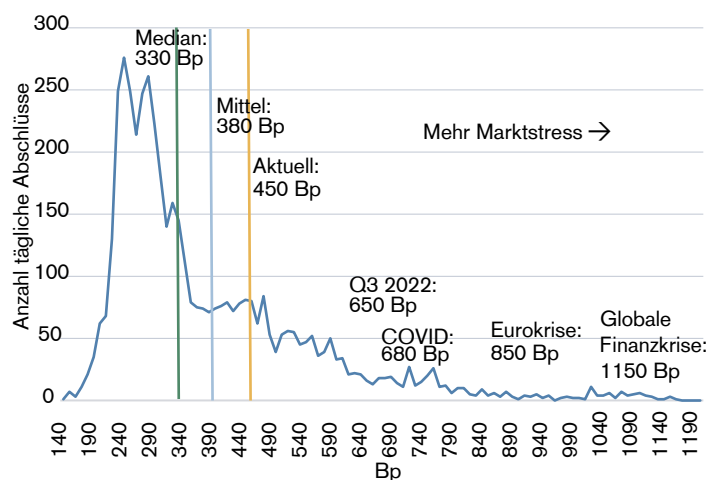
Schenken Sie dem Hype keine Beachtung – wir liegen immer noch im normalen Bereich

Wie wir bereits in unserem letzten Beitrag geschrieben haben, vermitteln die Finanznachrichten der Leserschaft den Eindruck, die Krise sei bereits da. «Rezession», «Krise», «Volatilität» – solche Begriffe beherrschen aktuell die Schlagzeilen. Die Märkte sind jedoch nicht der gleichen Ansicht. Man würde erwarten, dass die Spreads auf Hochzinsanleihen – ein Indikator für die Anlegerstimmung – ungewöhnlich weit ausfallen, um eine höhere Risikowahrnehmung widerzuspiegeln. Bisher liegen unsere beiden wichtigsten Indizes für Hochzinsanleihen aus Industrieländern jedoch innerhalb des Bereichs, den man als normal beschreiben würde. Sie spiegeln sicher nicht die Hysterie wider, welche die Kommentatoren suggerieren, und ebenso wenig die Verschärfung der Kreditbedingungen, die wir letztendlich erwarten. In Europa liegt der Markt iTraxx Crossover, ein Index, der sich aus Credit Default Swaps für die liquidesten High-Yield-Emittenten zusammensetzt, rund im 73. Perzentil. Obwohl er weit von seinem Mittelwert und Median entfernt ist, liegt er

deutlich innerhalb des Niveaus des dritten Quartals 2022 und sehr weit unterhalb der Werte des dritten Quartals 2011 oder während der globalen Finanzkrise.

Die aktuellen Credit Spreads sind breiter als der historische Durchschnitt, jedoch deutlich unter dem Krisenniveau

Verteilung der Crossover-Spreads seit Lancierung



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse Asset Management
Daten per April 2023

Dennoch gibt es immer mehr Menschen, die auf unsere eher pessimistischen Kommentare achten und unsere Vorsicht bezüglich der Verschärfung der Kreditbedingungen und den wahrscheinlichen Folgen eines Kreditzyklus zur Kenntnis nehmen. Dies trägt neben der etwas höheren Differenzierung am untersten Endes des Ratingspektrums dazu bei, unsere Befürchtungen zu zerstreuen, dass eine grössere Kreditkrise immer noch als geordnet und nicht als helle Panik bezeichnet werden könnte.

Eigene Voreingenommenheit bewusst erkennen

Anstatt alle Verhaltensfehler aufzuführen, die uns beeinflussen können, möchte ich auf eine kleine Auswahl eingehen, die ich als relevant erachte – ganz besonders auf einen, der heute eine sehr hohe Relevanz hat.

Verhaltensfehler bei festverzinslichen Anlagen

Markteffizienz- fehlschluss

Annahme, dass der gestrige Kurs trotz der Fundamentaldaten der «richtige» Kurs war



Spielerfehlschluss

Zu starke Beachtung der bisherigen Entwicklung von Märkten, unzureichende Aufmerksamkeit für das Risikomanagement

Offenes-Fenster- Fehlschluss

Missverständnis der Beziehung zwischen Volatilität und Liquidität; Fenster werden kleiner, wenn Sie sie BRAUCHEN



Gauss'scher Wahrnehmungsfehlschluss

Betrachtung aller Verteilungen aus dem Blickwinkel menschlicher Erfahrungen; Anleihen sind eine asymmetrische und leptokurtische Anlageklasse

Verhaltensfehler

- **Markteffizienzannahme:** Annahme, dass der gestrige Kurs trotz der Fundamentaldaten der «richtige» Kurs war
- **Offenes Fenster:** Beziehung zwischen Volatilität und Liquidität wird nicht verstanden – Fenster werden kleiner, wenn Sie sie BRAUCHEN
- **Spielerfehlschluss:** zu starke Beachtung einer Erfolgsbilanz, die sich auf steigende Märkte stützt, und unzureichende Aufmerksamkeit gegenüber dem Risikomanagement
- **Gauss'sche Wahrnehmung:** Betrachtung aller Verteilungen aus dem Blickwinkel menschlicher Erfahrungen – Anleihen sind eine asymmetrische und leptokurtische (Tendenz der Ergebnisse zum Mittelwert) Anlageklasse

Den letzten Verhaltensfehler könnte man meiner Ansicht nach als «**Mangel an relevanten historischen Daten**» bezeichnen. Was das bedeutet, möchte ich anhand eines fiktiven Gesprächs zwischen einem potenziellen Anleger und einem innerhalb der entsprechenden Anlageklasse tätigen Finanzmarktpraktiker beschreiben:

Anleger (ANL): Wie sieht Ihre aktuelle Allokation in die Anlageklasse XYZ aus?

Finanzmarktpraktiker (FMP): Stark übergewichtet.

ANL: Warum eine so hohe Übergewichtung?

FMP: Sie bietet eine Prämie gegenüber liquiden IG-Unternehmensanleihen und weist eine geringere Volatilität auf. Die Kreditfundamentaldaten sind ebenfalls sehr solide und das Underwriting ist sehr konservativ.

ANL: Okay, ich habe Ihre erste Aussage verstanden. Ich möchte jedoch entgegensetzen, dass die Prämie möglicherweise nicht hoch ausfallen wird und geringer ist als die jüngste Bewegung der Credit Spreads bei Investment-Grade-Anleihen. Aber bitte erzählen Sie mir mehr über die geringe Volatilität und die qualitativ hochwertigen Fundamentaldaten.

FMP: Nun, diese Anlageklasse hat bisher eine Volatilität von nur 3 % verzeichnet.

ANL: Aber der Grund für die geringe Volatilität liegt sicherlich darin, dass sie illiquide ist und sehr selten gehandelt wird.

FMP: Nein. Der Grund für das Fehlen von Abschlägen ist, dass es immer jemanden gibt, der einen sehr hohen Barbestand hält und darauf wartet, etwas zu kaufen, das unter USD 0.95 gehandelt wird. Tatsächlich befindet sich die Menge verfügbarer Mittel, die darauf warten, investiert zu werden, derzeit auf einem Allzeithoch.

ANL: Und die Kreditfundamentaldaten?

FMP: Nun, die langfristige durchschnittliche Ausfallquote liegt unter 3 %, die durchschnittliche Rückgewinnungsrate liegt bei rund 80 %.

ANL: Wow, das hört sich faszinierend an. Eine letzte Frage,

bevor ich investiere: Wie lange gibt es die Anlageklasse schon?

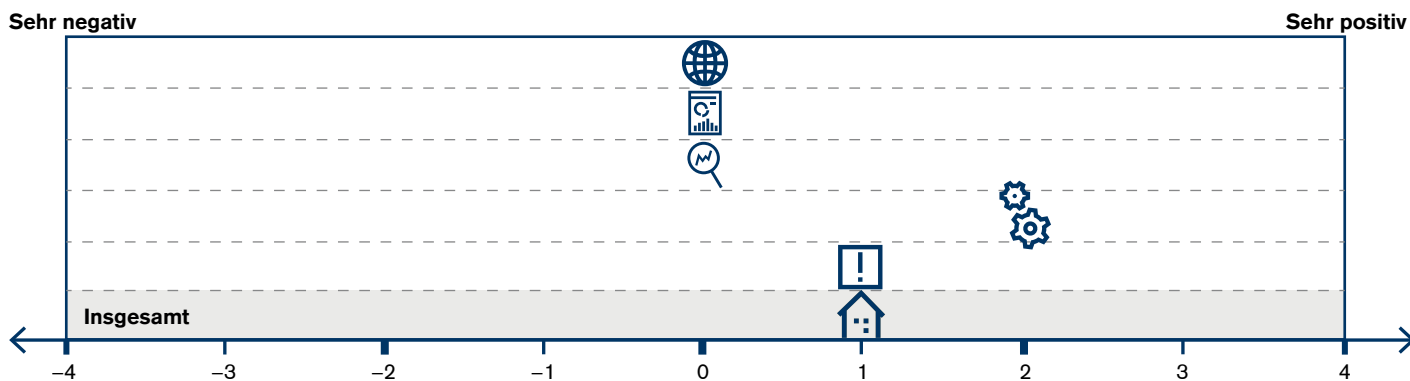
FMP: Sie ist kurz nach dem letzten Kreditzyklus entstanden.






Ich bin ziemlich sicher, dass Sie alle einige Teile des Fixed-Income-Universums kennen, die zu dieser Geschichte passen. Die Renditejagd der Anlegerinnen und Anleger, der steigende Wert von Illiquiditätsprämien (obwohl dieser selten quantifiziert wurde, wenn überhaupt jemals) und der Wunsch, dass Banken ihren Verschuldungsgrad reduzieren, hatten das Aufkommen einiger neuer Anlageklassen im Fixed-Income-Universum zur Folge. Diese Unteranlageklassen sind tendenziell privat, verzeichnen bislang eine geringe Volatilität und dürften Merkmale aufweisen, die durch mehrere (wenn nicht alle) der oben genannten Verhaltensfehler verborgen bleiben. Wenn Sie weitere Hilfe dabei benötigen, sie zu erkennen, wenden Sie sich bitte an uns.

Denken Sie in der Zwischenzeit daran, sich vor Ihrer eigenen Voreingenommenheit zu hüten und insbesondere darauf zu achten, ob **ein Mangel an relevanten historischen Daten** vorliegt, denn die Zahlungsausfall-, Konkurs- und Kreditverknappungsphase des Kreditzyklus steht bevor.

CSAM Fixed Income Investment Strategy

Risikoappetit – Investment Grade (IG)

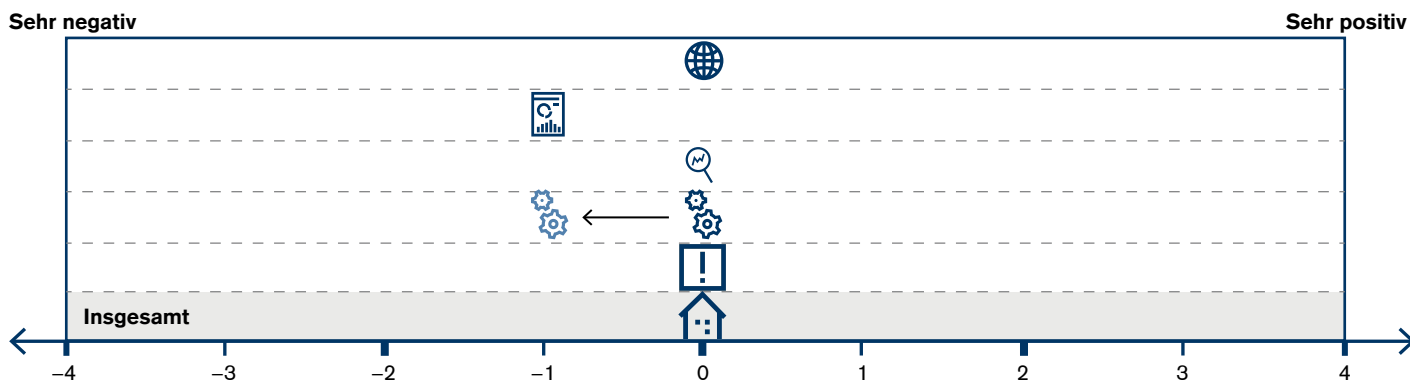







-  **Wirtschaftliche Aussichten (unverändert):** Die Angst vor einer Rezession geht zurück und die Inflation scheint ihren Höchststand hinter sich zu haben. Dennoch bleibt die Unsicherheit über eine sanfte wirtschaftliche Landung und eine erneute Eskalation geopolitischer Risiken bestehen.
-  **Kreditfundamentaldaten (unverändert):** Allgemein haben sich die Fundamentaldaten zunehmend verschlechtert und dürften sich künftig abschwächen, was die Verschlechterung der Kreditkennzahlen in den Ertragsberichten widerspiegelt. Derzeit sieht IG nach wie vor solide aus; Besorgnis erregen hauptsächlich HY und schwächere Kredite.
-  **Bewertung (unverändert):** Die meisten Kreditmärkte haben begonnen, eine Rezession auszuweisen. Die IG-Bewertungen erscheinen im historischen Kontext nicht mehr übermäßig attraktiv, bieten aber dank der Zinskomponente weiterhin mehrjährige hohe Renditen. HY scheint angesichts engerer relativer Spreads zunehmend unter Druck zu stehen.
-  **Stimmungs-/Technische Indikatoren (unverändert):** Die Zuflüsse für High-Grade-Anleihen bleiben positiv und Anlegerumfragen zeigen die stärkste Übergewichtung in Anleihen seit März 2009. Die Volatilität ist weiterhin hoch und die Liquidität unterdurchschnittlich.
-  **Tail-Risiken (unverändert):** Die Zentralbanken scheinen die Inflationshöchststände erfolgreich überwunden zu haben, aber der Markt zeigt nun Anzeichen von Nachlässigkeit, indem er Rezessionsrisiken auspreist. Die unmittelbaren Auswirkungen der Energiekrise wurden in jüngster Zeit durch mildes Wetter gedämpft.

Quelle: Credit Suisse. Per 14.04.2023.
Nur zur Veranschaulichung.

CSAM Fixed Income Investment Strategy

Risikoappetit – High Yield



-  **Wirtschaftliche Aussichten (unverändert):** Die Angst vor einer Rezession geht zurück und die Inflation scheint ihren Höchststand hinter sich zu haben. Dennoch bleibt die Unsicherheit über eine sanfte wirtschaftliche Landung und eine erneute Eskalation geopolitischer Risiken bestehen.
-  **Kreditfundamentaldaten (unverändert):** Allgemein haben sich die Fundamentaldaten zunehmend verschlechtert und dürften sich künftig abschwächen, was die Verschlechterung der Kreditkennzahlen in den Ertragsberichten widerspiegelt. Derzeit sieht IG nach wie vor solide aus; Besorgnis erregen hauptsächlich HY und schwächere Kredite.
-  **Bewertung (unverändert):** Die meisten Kreditmärkte haben begonnen, eine Rezession auszuweisen. Die IG-Bewertungen erscheinen im historischen Kontext nicht mehr übermäßig attraktiv, bieten aber dank der Zinskomponente weiterhin mehrjährige hohe Renditen. HY scheint angesichts engerer relativer Spreads zunehmend unter Druck zu stehen.
-  **Stimmungs-/Technische Indikatoren (von 0 auf -1) –** Fixed-Income-Cashflows bleiben insgesamt stark, HY-Anleihen leiden jedoch unter der Umschichtung von Anlegerinnen/Anlegern zu günstigen High-Grade-Anleihen. Die Volatilität ist weiterhin hoch und die Liquidität unterdurchschnittlich.
-  **Tail-Risiken (unverändert):** Die Zentralbanken scheinen die Inflationshöchststände erfolgreich überwunden zu haben, aber der Markt zeigt nun Anzeichen von Nachlässigkeit, indem er Rezessionsrisiken auspreist. Die unmittelbaren Auswirkungen der Energiekrise wurden in jüngster Zeit durch mildes Wetter gedämpft.

Quelle: Credit Suisse. Per 14.04.2023.
Nur zur Veranschaulichung.

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.

Wichtige Hinweise

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 Luxemburg | 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

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.