

# Die Volatilität ist zurück an den Anleihermärkten – unser Ansatz, um durch unruhige Märkte zu navigieren

Verfasser: Andrew Jackson, Leiter Fixed Income, Michael Schmid, Leiter Swiss Fixed Income

**Die nach der globalen Finanzkrise über ein Jahrzehnt lang vorherrschenden, extrem niedrigen Renditen fanden 2022 ein abruptes Ende, da verschiedene Zentralbanken die Leitzinsen anhoben, um die anhaltende Inflation zu bekämpfen. Ein erhöhtes Rezessionsrisiko, stetige Zinserhöhungen, geopolitische Spannungen und Energieknappheit sind nur einige der Faktoren, die die Finanzmarktlage und die konjunkturelle Lage verkomplizieren. Vor diesem komplexen und divergierenden Hintergrund sind wir vorsichtig optimistisch und setzen weiterhin bevorzugt auf «langweilige Anlagen», das heisst auf Investment-Grade- statt High-Yield-Anlagen und auf kürzere statt längere Duration im Fixed-Income-Bereich.**

Nach Jahren sehr geringer – und sogar negativer – Renditen bei festverzinslichen Anlagen hat sich 2022 das Blatt mit dem weltweiten Anstieg der Zinssätze endlich gewendet. Die steigende Inflation, verbunden mit dem rasanten Anstieg der Energiepreise, Lieferkettenprobleme und ein angespannter Arbeitsmarkt bewogen verschiedene Zentralbanken zu einer Reihe von Leitzinserhöhungen. Zugleich war das Wachstum verlangsamt, die Preise risikoreicher Anlagen sanken und die geopolitischen Unsicherheiten nahmen noch weiter zu.

Seit dem Ende des Sommers haben sich einige der Probleme, mit denen die Zentralbanken zu kämpfen hatten, abgeschwächt. Die Gesamtinflation hat ihren Höhepunkt überschritten und geht inzwischen zurück, China hat seine Null-COVID-Politik aufgehoben und ein milder Winter auf der Nordhalbkugel hat die Angst vor einer Energieknappheit in Europa abgeschwächt. Zudem hat sich das Wachstum in mehreren grossen Volkswirtschaften überraschend positiv entwickelt. Anlegerinnen und Anleger haben dies zur Kenntnis genommen und zeigen sich zuversichtlicher, was die globalen Wirtschaftsaussichten betrifft.

Die Rally zum Jahresanfang hat einmal mehr für Auftrieb auf breiter Ebene gesorgt und die Sektoren, die im vergangenen Jahr am stärksten in Mitleidenschaft gezogen wurden, weisen im bisherigen Jahr 2023 die beste Performance auf. Das Szenario einer flachen Rezession weicht neuen Hoffnungen, dass 2023 das Jahr wird, in dem Zentralbanken die erfolgreiche Bekämpfung der Inflation verkünden und der Weltwirtschaft zu einer «sanften

Landung» verhelfen können. Wir stehen diesem neu gewonnenen Optimismus skeptisch gegenüber und würden zu diesem Zeitpunkt weiterhin Vorsicht walten lassen, bis sich der Anlagehorizont deutlicher aufhellt. Deshalb würden wir unter diesen Umständen risikoarme festverzinsliche Anlagen bevorzugen.

## Argumente für Bullen- und Bärenverhalten

Wer optimistisch gestimmt ist, sieht in den jüngsten Daten, welche die Erwartungen übertreffen, viele Anlässe für ein Bullenverhalten, zum Beispiel:

- Der Arbeitsmarkt ist in vielen Ländern nach wie vor angespannt, insbesondere in den USA.
- Häufig zur Abschätzung des Wachstums herangezogene Indikatoren wie der ISM-Einkaufsmanagerindex der Hersteller und der Dienstleistungen tendieren seit Anfang Jahr aufwärts, was darauf hindeutet, dass die Wirtschaft die höheren Zinsen verkraften kann.
- Die langfristigen Inflationserwartungen erweisen sich als beständig, was zu flacheren Renditekurven und häufig auch einem inversen langen Ende bei europäischen und US-amerikanischen Anleihen führt.
- Die Wiedereröffnung Chinas erfolgte zu einem entscheidenden Zeitpunkt und wird dazu beitragen, den Druck auf die Lieferketten zu reduzieren und den weltweiten Handel wieder anzukurbeln.

Wir sehen jedoch eher Gründe für ein Bärenverhalten:

- In der Vergangenheit ist der US-Notenbank Fed noch nie eine sanfte Landung gelungen, wenn die Inflation zu Beginn des Zinserhöhungszyklus über dem Ziel von 2 % lag.
- Die Auswirkungen der wachstumseinschränkenden Leitzinserhöhungen können verzögert eintreten, da Finanzierungsbedingungen schwer in Echtzeit zu beobachten sind.
- Angespannte Arbeitsmärkte während einer Krise bei den Lebenshaltungskosten erhöhen das weltweite Risiko einer Lohn-Preis-Spirale. Verschiedene Zentralbanken haben die Märkte auf weitere bevorstehende Zinserhöhungen vorbereitet. Dies könnte zu einer bösen Überraschung für Anlegerinnen und Anleger werden, die nicht mit Zinssteigerungen nach 2023 rechnen.

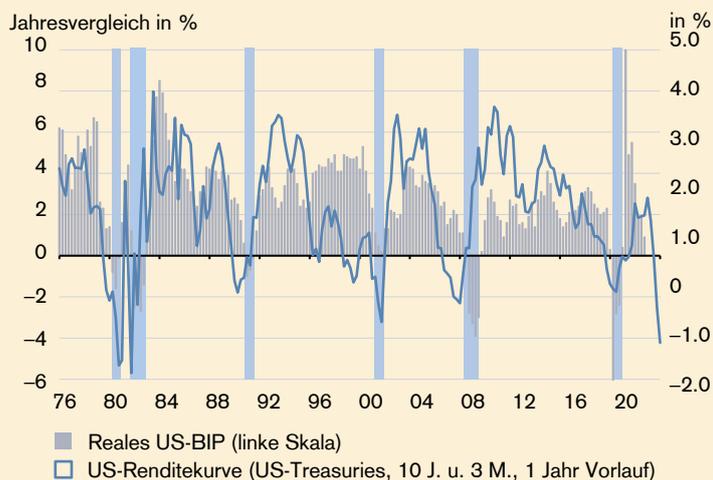
Allfällige zukunftsgerichtete Aussagen in diesen Unterlagen bergen diverse Risiken und Ungewissheiten. Sie sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse oder die zukünftige Wertentwicklung.

## Werthaltige Investment-Grade-Anleihen, anders als High-Yield-Anleihen

Angesichts des aktuellen Zeitpunkts im Zinserhöhungszyklus glauben wir, dass 2023 vieles für die Anlageklasse festverzinsliche Anlagen spricht. Dennoch müssen Anlegerinnen und Anleger gezielt vorgehen. Wie eben erläutert gibt es zwar Argumente für Bullen und Bären, unserer Ansicht nach ist das Abwärtsrisiko jedoch grösser.

### Eine Inversion der US-Renditekurve wird typischerweise gefolgt von einer Rezession

(Reales US-BIP verglichen mit Steilheit der US-Renditekurve)



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse/IDC  
Letzter Datenpunkt: 14.04.2023

Zum einen lassen sich nachweisliche historische Zusammenhänge schwer ignorieren. Die US-Renditekurve verlief vor jeder der sechs Rezessionen seit den 1980er-Jahren invers, mit einer durchschnittlichen Vorlaufzeit von etwa 18 Monaten.

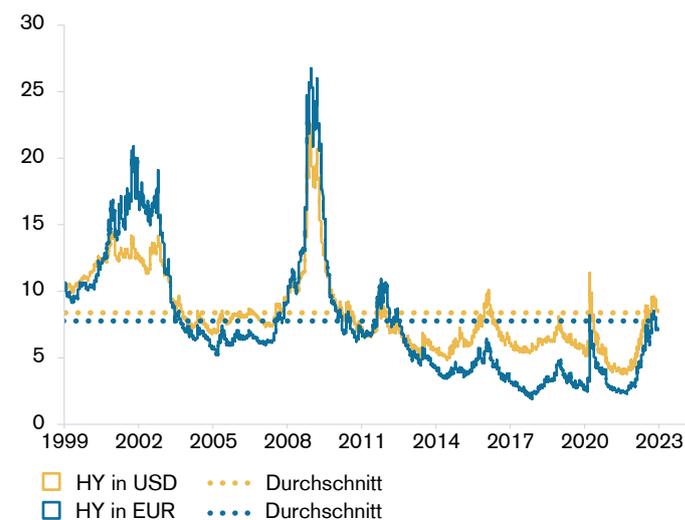
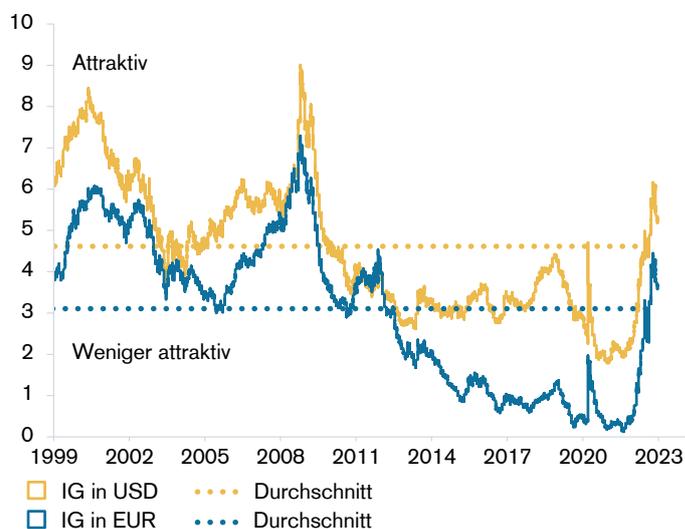
Zum anderen geraten risikoreiche Anlagen am kurzen Ende durch höhere Zinsen wahrscheinlich unter Druck. Durch die Überwälzung höherer Kreditkosten und kurzfristiger Zinssätze wie dem SOFR (Secured Overnight Funding Rate) werden Fremdfinanzierungen weniger attraktiv und hohe Bewertungsmultiplikatoren lassen sich schlechter rechtfertigen. Die Jagd nach Rendite hat viele Anlegerinnen und Anleger, die sich an «Goldlöffchen»-Szenarien einer perfekten Mitte aus früheren Jahrzehnten gewöhnt hatten, süchtig nach Kreditrisiken gemacht. Im Hinblick auf Investment-Grade-Anleihen halten wir das Risiko des Kapitalverlusts aufgrund von Unternehmensausfällen angesichts der durchschnittlichen von Moody's berichteten Ausfallquote von 0,14 % p. a. für die meisten Anlegerinnen und Anleger für akzeptabel.

Die Ausfallquote erhöht sich jedoch beträchtlich (1,6 % p. a.), wenn hochverzinsliche Anleihen mitberücksichtigt werden. Obwohl die Credit Spreads im vergangenen Jahr auf ganzer Linie gestiegen sind, gehen wir davon aus, dass sich die Spreads von High-Yield-Anleihen inzwischen am engen Ende des Bewertungsspektrums befinden, sollten wir im weiteren Verlauf dieses Jahres in eine Rezession geraten. Wie die nachfolgende Grafik zeigt, lassen die Renditen (in %) von

Investment-Grade- und High-Yield-Anleihen sowohl in Euro als auch in US-Dollar darauf schliessen, dass hochverzinsliche Anleihen genau auf dem langfristigen durchschnittlichen Renditelevel oder knapp darunter gehandelt werden.

### Im Vergleich zu High-Yield-Anleihen attraktiv bewertete Investment-Grade-Anleihen

(All-in-Renditen [%] für IG und HY am Euro- und US-Dollar-Markt)



Quelle: Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen sind derzeit aufgrund der inversen Renditekurven niedriger als die kurzfristigen Zinsen. Sowohl die höhere Volatilität als auch das geringere Carry von langfristigen Anleihen mindern deren Attraktivität, zumindest auf absehbare Zeit. Ein weiterer Faktor, der im Laufe dieses Jahres noch eine Rolle spielen wird, ist die Reduktion der Geldmenge (Quantitative Tightening, QT). Die US-Notenbank (Fed) hat bereits begonnen, die Kreditbestände in ihrer Bilanz zu reduzieren; die Europäische Zentralbank (EZB) wird im März 2023 damit beginnen. Umschichtungen in der Asset Allocation zugunsten von überwiegend festverzinslichen Anlagen werden den Mangel an Grenzkäufern – eine Rolle, die die Zentralbanken während der letzten zehn Jahre eingenommen haben – ausglei-

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

chen müssen. Wir würden daher auf dem Markt nach Anlagechancen in Form von Unternehmensanleihen mit kurzen und mittleren Laufzeiten Ausschau halten, da diese eine Kombination aus geringem Zinsrisiko und angemessenem Carry in all unseren Hauptszenarien ausser den optimistischsten bieten.

### Die meisten Szenarien sprechen für einen Fokus auf kurze Durationen

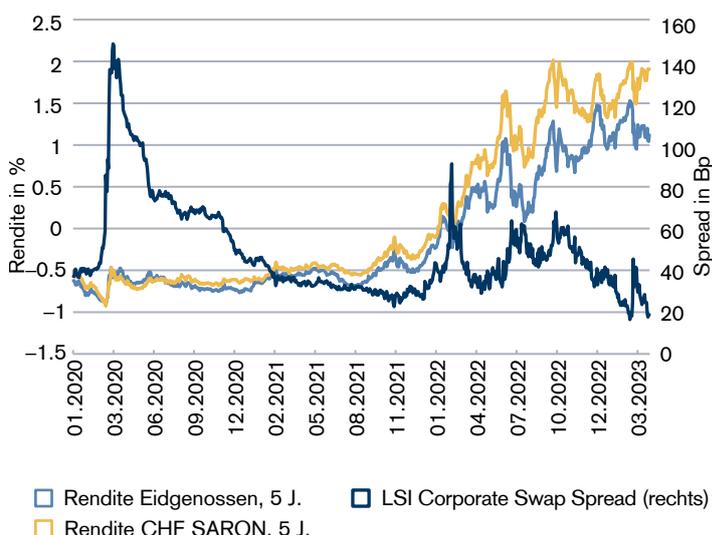
**Szenario 1:** Globale Rezession. Risikoreiche Anlagen dürften sich unterdurchschnittlich entwickeln, Unternehmensanleihen aufgrund steigender Credit Spreads schwächeanfällig sein. Anleihen mit langer Duration und hohem Credit-Rating dürften sich überdurchschnittlich entwickeln.

**Szenario 2:** Rückkehr der Inflation. Risikoreiche Anlagen und langfristige Anleihen dürften sich unterdurchschnittlich entwickeln, da die Zentralbanken die Zinsen auf ein restriktiveres Niveau anheben müssen.

**Szenario 3:** Anhaltende Kerninflation. Zentralbanken können sich keine Zinssenkungen leisten, da eine andauernde hohe Inflation droht, Ersparnisse aufzuzehren und Zweitrundeneffekte in Form von Preiserhöhungen als Reaktion auf vorangegangene Kostensteigerungen entstehen können. Anleihen mit langer Duration dürften sich unterdurchschnittlich entwickeln.

**Szenario 4:** Sanfte Landung. Die Inflation sinkt auf oder unter die Zielvorgabe der Zentralbanken von 2 %. Wachstum bleibt positiv. Die Zentralbanken können sich Zinssenkungen leisten; Anleihen sowie risikoreiche Anlagen erleben eine Rallye.

### Anleihen in Schweizer Franken wieder stabil im positiven Renditebereich



Quelle: Credit Suisse

### Anlageidee: Fixed-Income-Anlagen in Schweizer Franken

Eine Anlageklasse, die zu Beginn des Jahres 2023 so gut wie alle unsere Anforderungen erfüllen dürfte, sind festverzinsliche Anlagen in Schweizer Franken. Dank einer positiven Steigung der Renditekurve, einer starken Währung und einer defensiven Marktstruktur, die von qualitativ hochwertigen Emittenten dominiert wird, können sich Anlegerinnen und Anleger attraktive Renditen sichern und zugleich von geringen Risiken bei Staats- und Unternehmensanleihen profitieren. Sowohl Schweizer Staatsanleihen («Eidgenossen») als auch Schweizer Pfandbriefe haben ein AAA-Rating und machen rund 45 % des Marktes aus. Anders als in der Eurozone, die die Schweiz umschliesst, liegt die Inflation sehr viel näher bei der Zielvorgabe der Zentralbank, nämlich laut den jüngsten Zahlen für Dezember 2022 bei 2,8 % im Jahresvergleich während die Kerninflation gemäss dem Landesindex der Konsumentenpreise bei 2,0 % liegt. Interessanterweise lässt die Renditekurve nicht auch darauf schliessen, dass die Binnenwirtschaft in diesem Jahr in eine Rezession geraten wird, da die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren Leitzins im Vergleich zum derzeitigen Niveau allenfalls nicht mehr stark anheben muss. Als exportorientierte, kleine und offene Volkswirtschaft dürfte die Schweiz von der Wiedereröffnung des weltweiten Handels und der Lieferketten profitieren. Anlegerinnen und Anleger auf der Suche nach positiven realen Renditen werden sich jedoch noch etwas gedulden müssen, da die aktuellen Renditeniveaus niedriger sind als die nominale Teuerung. Dennoch bewegen sich die seit 2015 sehr niedrigen oder gar negativen Renditen jetzt wieder stabil im positiven Bereich, wie die nachfolgende Grafik zeigt. Die Marktrendite liegt derzeit bei etwa 2 % und die durchschnittliche modifizierte Duration bei 7 – eine attraktive Gelegenheit für viele Anlegerinnen und Anleger. In Schweizer Franken denominierte Anleihen bieten ausländischen Anlegerinnen und Anlegern einen Bonus. Ein währungsabgesichertes Anleihenportfolio in Schweizer Franken würde heute eine Rendite von ca. 5,9 % in US-Dollar erzielen.

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

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.

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

Verwaltungsgesellschaft (Fondsleitung): Credit Suisse Funds AG<sup>1</sup>, Uetlibergstrasse 231, 8070 Zürich | Depotbank, 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)

<sup>1</sup> 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.