

IM GESPRÄCH: BASTIAN GRIES, ODDO BHF ASSET MANAGEMENT

# „Es gibt wieder Opportunitäten im Markt“

Bondakteure gut vorbereitet für EZB-Ausstieg aus QE – „BB“-Unternehmen mit Hochstufungspotenzial – Neuemissionen weisen attraktive Prämien auf

An den Bond- und Credit-Märkten gilt der angekündigte Ausstieg der EZB als weitgehend eingepreist. Anleiheexperte Bastian Gries des Assetmanagers Oddo BHF sieht auch wieder Opportunitäten im Markt. Neuemissionen kommen derzeit mit attraktiven Prämien. Ein Warnsignal sei momentan die US-Zinskurve.

Von Kai Johannsen, Frankfurt

**Börsen-Zeitung, 16.6.2018**  
Es sind derzeit im Wesentlichen drei Themen, die die Akteure an den Bond- und Credit-Märkten beschäftigen. Dabei handelt es sich um einen um die Zinserhöhungen seitens der US-Notenbank Fed, die zuletzt in der gerade abgelaufenen Woche den Leitzins um 25 Basispunkte auf nunmehr 2% angehoben hat. Da sind zum anderen die politisch motivierten Turbulenzen bei den Anleihen der Eurozonenperipherie. Hierbei geht es in erster Linie um die politische Entwicklung in Italien, d.h. die künftige Linie der Euroskeptiker aus Lega und Fünf Sterne und ihren möglichen Konfrontationskurs mit der EU. Des Weiteren haben die Anleger nach dem Misstrauensvotum in Spanien gegen Mariano Rajoy auch die weiteren Entwicklungen der neuen Regierung unter Ministerpräsident Pedro Sánchez im Blick. Darüber hinaus diskutieren die Marktteilnehmer die Auswirkungen eines recht bald erfolgenden Ausstiegs der Europäischen Zentralbank (EZB) aus der unkonventionellen Geldpolitik (Quantitative Easing, QE).

## Gelassene Reaktion

„Auf die Wahlen in Italien im März haben die Anleger noch recht gelassen reagiert. Das hatte fundamentale Gründe, denn die Wirtschaft steht heute besser da als zum Höhepunkt der Staatsschuldenkrise im Jahr 2012. Auch die Banken des Landes sind in einer solideren Verfassung als damals. Die notleidenden Kredite, die immer wieder im Fokus stehen, sind in der jüngeren Vergangenheit vom Umfang her doch deutlich reduziert worden“, sagt Bastian Gries, Leiter Unternehmensanleihen bei dem Assetmanager Oddo BHF AM, im Gespräch mit der Börsen-Zeitung. Das politische Risiko sei nun aber ein Stück weit zurückgekommen.

Das sei zuvor wegen des besseren Wirtschaftswachstums in Italien ausgeblendet worden. Gries will noch nicht davon sprechen, dass die Euro-Staatsschuldenkrise mittlerweile zurück ist. „Das wäre dann doch verfrüht“, sagt er. Aber die populistische Regierung in Italien werde nun mit den politischen und wirtschaftlichen Realitäten konfrontiert. „Was ist in Italien denn überhaupt machbar? Das wird eine Frage sein, mit der sich die Verantwortlichen auseinandersetzen müssen“, so der Experte. Den ersten Warnschuss hätten die Verantwortlichen bereits erhalten. Ignazio Visco, Gouverneur der Banca d'Italia, habe darauf hingewiesen, dass das Vertrauen an den Kapitalmärkten auch sehr schnell erodieren könne, wenn Politiker zu aggressiv in wichtigen Währungs- und Wirtschaftsfragen auftreten würden. Das führt dann an den Märkten zu einer hohen Volatilität. „Ein akuter Rückfall in die Eurokrise droht momentan nicht, denke ich. Dafür ist die fundamentale Lage des Landes derzeit zu solide.“

## EZB wird behutsam sein

Die Märkte befinden sich auch in einem Umfeld der Rückführung der expansiven Geldpolitik, wobei sich dieser Prozess international in unterschiedlichen Phasen befindet. „Die kontinuierliche Rückführung des Quantitativen Easing geht sicherlich weiter, wobei die Fed weiter vorangeschritten ist als die EZB oder die Bank von Japan“, sagt Gries. Die Fed habe diesen Prozess bislang auch weitgehend gut gemanagt. Gries geht davon aus, dass die europäischen Währungshüter diesen Prozess ebenfalls sehr behutsam angehen werden, um das positive Marktmomentum insgesamt zu erhalten und keine Verwerfungen aufkommen zu lassen. Sie werden weiterhin auf die Erreichung des Inflationsziels setzen und ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum anstreben und auch deshalb mit Blick auf die Märkte sehr rücksichtsvoll agieren, so die Einschätzung von Gries. „Daher bleibt die Geldpolitik in naher Zukunft insgesamt weiterhin expansiv“, sagt er. Er geht fest davon aus, dass das Ende des Ankaufprogramms zum Jahresende 2018 auch eingeleitet wird. Das sei vom Markt auch gut verstanden worden und sollte weitgehend eingepreist sein. „Eine Normalisierung

der Marktverhältnisse hinsichtlich der Schwankungsbreiten von Assetpreisen ist überfällig. Die Volatilität war 2017 in den meisten Marktsegmenten zu niedrig.“

Starken Einfluss an den europäischen Credit-Märkten haben die Kaufprogramme für Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds und Unternehmensanleihen etc. hinterlassen. Ein besonderes Augenmerk neben den Staatsanleihen hatten die Währungshüter laut Gries auf den Corporate Bonds. Papiere für rund 160 Mrd. Euro seien bislang aufgekauft worden. Im Schnitt habe die EZB pro Monat Papiere für 4 bis 5 Mrd. Euro aus dem Markt genommen, nur in einigen wenigen Wochen seien die Kaufvolumina mal zurückgefallen. Bei diesem Umfang wird es nach Ansicht von Gries auch bis zum Jahresende bleiben. 2019 wird die EZB laut Gries die Bilanz konstant halten, somit komme es zu Reinvestitionen von auslaufenden Corporate Bonds oder Zinszahlungen im Umfang von 1,5 bis 2 Mrd. Euro pro Monat. „Der Einfluss der EZB auf den Markt der Unternehmensanleihen wird 2019 somit vorhanden bleiben.“

Der Einfluss der EZB-Käufe auf die Spreads sei schwer zu quantifizieren, da es bekanntlich nicht der alleinige Einflussfaktor gewesen sei. Genauso verhalte es sich nun mit dem Ausstieg. Der Einfluss auf die Spreads aus dem Ausstieg aus QE werde ebenfalls schwierig zu quantifizieren sein. Ein Teil dieses sogenannten Taperings sei heute bereits eingepreist, so die Einschätzung von Gries. In diesem Jahr hätten sich die Spreads am europäischen Credit-Markt im Schnitt um rund 20 Basispunkte (BP) ausgeweitet. Man sei nun in der Nähe des langfristigen Durchschnitts angekommen. Europäische High-Yielder, die durch Crowding-out-Effekte die QE-Politik der EZB ebenfalls zu spüren bekamen, haben laut Gries bislang eine Ausweitung um 80 BP auf rund 370 BP gezeigt. Der High-Yield-Markt befinde sich ebenfalls an seinem langfristigen Durchschnittswert hinsichtlich der Spreads.

## Spreads sollten sich ausweiten

„Es sind hier mehrere Einflussfaktoren am Werk, die es zu berücksichtigen gilt. Dazu gehören auch makroökonomische Entwicklungen sowie die Emissionsseite von Corporate Bonds und die Nachfrageentwicklung bei den Anlegern. Eine gewisse weitergehende Spread-Ausweitung bei einem QE-Ausstieg kann nicht ausgeschlossen werden. Aber alles in allem sollte die Rückführung von QE am Markt zumindest partiell eingepreist sein“, sagt Gries. Man spreche nun seit zwölf Monaten über den am Donnerstag angekündigten QE-Ausstieg der EZB.

Die Credit-Akteure haben immer auch einen Blick auf den Verschuldungsgrad der betreffenden Unter-



Bastian Gries

nehmen. Dieser ist weltweit derzeit recht hoch und liegt aktuell laut Gries bei rund 66 Bill. Dollar. „In den vergangenen zehn Jahren haben sich Unternehmensschulden allein in den USA fast verdoppelt, und zwar auf 5,3 Bill. Dollar. Und auch in China und Europa sind Firmen zum Teil stark verschuldet. Das Thema wird nun – mit womöglich ansteigenden risikolosen Zinssätzen und eventuell zusätzlichen Spread-Ausweitungen – immer wichtiger“, hält Gries fest.

## Differenzierte Sichtweise

Aber man müsse schon differenzieren. Die Finanzpolitik von US-Unternehmen sei in der Vergangenheit aggressiver gewesen als die der europäischen Pendants. In den USA sei man bei den Verschuldungshöhen von Firmen schon auf mehrjährigen Hochs angekommen. In Europa sei die Verschuldungspolitik dagegen eher noch konservativer. „Die kreditorientierten Fundamentaldaten verbessern sich hier noch, auch wenn wir es durchaus mit Fusionen und Übernahmen zu tun haben“, sagt er. Die Verschuldungs- und Zinsdeckungsgrade seien besser als bei den US-Firmen. „Die Unternehmen sind durchweg gut durchfinanziert“, konstatiert er. Die durchschnittlichen Zinskosten der Unternehmen werden sich daher laut Gries in den nächsten Jahren nur graduell verschlechtern. Die Unternehmen hätten in den vergangenen Jahren meist gut auf die sinkenden risikolosen Zinsen und die engeren Spreads reagiert. Viele hätten sich langfristige Refinanzierungen gesichert und somit die ausgesprochen günstigen Konditionen langfristig festgezurrt.

Allerdings müsse man festhalten, dass der Kreditzyklus auch in Europa schon vorangeschritten sei. „Die idiosynkratischen Risiken, also Risiken beschränkt auf die Unternehmensebene, nehmen nun zu. Unternehmen können mit Bilanzdaten und speziell mit creditorintierten Fundamentaldaten auch mal wieder enttäuschen. Dies sollte vorausblickend weiter zunehmen. Die Ergebnisse europäischer Firmen könnten zukünftig wohl eher gemischer ausfallen“, prognostiziert Gries. Einen Blick sollten Anleger laut Gries auch

auf den High-Yield-Markt werfen, der durchaus interessant sei. Man befinde sich in der späten Phase des Kreditzyklus, aber der Ratingtrend im „BB“-Bereich sei positiv. Hier seien schon einige Namen hochgestuft worden in den „BBB“-Bereich. In diesem Zusammenhang wird am Markt auf Namen wie Anglo American, ZF Friedrichshafen, EDP oder Gazprom verwiesen. Experten machen noch den einen oder anderen Hochstufungskandidaten aus. Hierzu werden am Markt Adler, Thyssenkrupp, Peugeot und die Telecom Italia gezählt. Gries verweist in diesem Zusammenhang auf positive Spread-Effekte. „Wenn es zu Hochstufungen von speculative Grade in Investment Grade kommt, dann wechseln die betreffenden Namen verständlicherweise auch die jeweiligen Indizes. Damit wechseln auch die Käufergruppen. Das Spektrum der Investment-Grade-Käufer ist größer als das der High-Yield-Käufer. Somit kommt es in der Regel nach dem Wechsel der Indexzugehörigkeit und der betreffenden Investorengruppen zu verstärkten Käufen und damit engeren Spreads“, sagt Gries.

Als ein Warnsignal erachtet der Experte die flache Zinsstrukturkurve in den USA, die unter Anlegern für eine gewisse Nervosität sorgt, denn oft war in der Vergangenheit die flache Zinsstruktur und die spätere Inversion der Kurve ein recht verlässlicher Indikator für eine Rezession. Die Laufzeitprämie für Anleger in Bezug auf langfristige US-Staatsanleihen mit zehn Jahren sei aktuell gering. „Der Markt fokussiert diesen Aspekt derzeit sehr stark. Am kurzen Ende der US-Kurve, zum Beispiel bei zweijährigen US-Staatsanleihen, erzielen Anleger derzeit Renditen von 2,5%. Über die Kurve von US-Investment-Grade-Unternehmensbonds sind es 4% bei einer mittleren Kapitalbindungsdauer, der sogenannten Duration, von sieben Jahren. Der Anleger bekommt also gerade einmal 1,5 Prozentpunkte mehr, geht aber das entsprechende Kreditrisiko sowie höhere Zinsänderungsrisiken ein. Diese Substitution von Staatsanleihen zu US-Credits ist derzeit nicht gerade attraktiv“, hält Gries fest.

## Volatilität könnte steigen

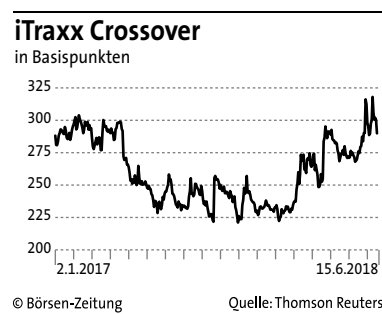
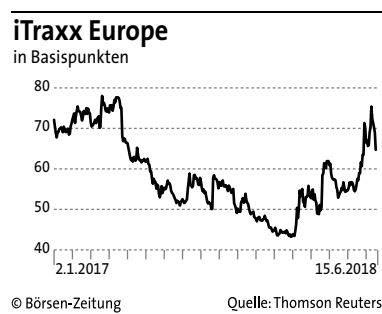
Nach Einschätzung von Gries muss die flache US-Zinsstrukturkurve in nächster Zeit aber nicht zwangsläufig invertieren, es gebe gute Gründe dafür, dass sie wieder steiler werde. „Wir gehen davon aus, dass es zu weiteren Leitzinssteigerungen in den USA kommt. Das Inflations- und Wachstumsumfeld ist für diese Zinsstruktur vorhanden. Es gibt ein starkes fiskalpolitisches Programm der Regierung. Zudem stellen wir uns auf ein sukzessives Abschmelzen der Bilanz der Fed ein. Diese Gründe könnten zu einer stärkeren Volatilität am Rentenmarkt und einer steile-

ren Zinskurve führen“, sagt Gries. Nach der Korrektur der Märkte stuft Gries die Bewertung aktuell besser ein als Ende Januar dieses Jahres. „Wir hatten im Januar einen stark überkauften Markt. Nun haben wir es kurzfristig eher mit einem überverkauften Markt zu tun.“ Opportunitäten sieht er im Primärmarkt. Derzeit würden wieder attraktivere Neuemissionsprämien gezahlt. Im Schnitt gibt Gries diese mit 15 bis 20 BP im Vergleich zu den ausstehenden Bonds des jeweiligen Emittenten an – über die Kurve hinweg betrachtet. „Es gibt wieder Opportunitäten im Markt, um für unsere Anleger Alpha zu generieren. Auch die erwarteten Hochstufungen im „BB“-Bereich sollten mit einem positivem Spread-Verlauf einhergehen“, so Gries.

Im Segment der Versicherer hätten die Nachrangbonds gelitten. Aber auch andere Papiere hätten eine Underperformance gezeigt. Als solide Titel aus dem „A“-Ratingbereich werden am Markt Allianz, Zurich und die Munich Re genannt. Hier sehen Experten eine hohe Qualität bei ausgeweiteten Spreads. Die Versicherer bieten bei Nachträgen Renditen von derzeit um die 2,6%. „Wenn der Gesamtmarkt sich weiter stabilisiert, lassen sich hier durchaus Opportunitäten finden, bei Emittenten mit einer hohen Qualität einzusteigen“, ergänzt er.

## Normalisierung im Gang

Die verbesserten Neuemissionsprämien sind für ihn ein Zeichen einer Normalisierung des Primärmarktes insgesamt. Das sei in den vergangenen Jahren durch das Ankaufprogramm der EZB stark verzerrt gewesen. Durch die jetzt angekündigte Verringerung des QE seitens der EZB falle auch die Unterstützung zum Teil für den Markt weg, je nach Grad der Rückführung der Käufe. Das sei eine Seite der Preisnormalisierung des Marktes. Auf der anderen Seite beobachtet Gries, dass Investoren wieder etwas restriktiver werden. „Orders bei Neuemissionen werden mit einem Limit versehen, es wird nicht mehr zu jedem Preis geordert. Das ist positiv.“ Mancher ziehe auch Orders zurück. Manche Emissionen werden aufgrund des anspruchsvoller werdenden Umfeldes auch seitens der Emittenten zurückgezogen. „Damit muss natürlich auch ein Umdenken bei den Treasurern in den Unternehmen und anderen Institutionen einhergehen. Das Gesamtzinsniveau für die Firmen stuft er immer noch als interessant ein. „Aber es ist eben nicht so gut, im jetzigen Umfeld jeden Basispunkt aus dem Deal herauspressen zu wollen. Man muss das veränderte Umfeld berücksichtigen.“ Dieser neue Preisfindungsprozess sei derzeit weiter im Gange. Die Investoren würden weiterhin auf genügend hohen Cash-Positionen sitzen.



## US-Strafzölle sorgen für Verunsicherung

Aktien unter Druck – Argentinischer Peso fest

**Börsen-Zeitung, 16.6.2018**  
ku Frankfurt – Die von US-Präsident Donald Trump am Freitag angekündigten Strafzölle gegen chinesische Produkte und die umgehend von Peking in Aussicht gestellten Gegenmaßnahmen haben zum Wochenanfang für Reaktionen an den Märkten gesorgt. Der Dax, der die Börsensitzung über Vortagsniveau begonnen hatte, rutsche in die Verlustzone. Den Handel beendete er mit einem Minus von 0,7% bei 13.011 Punkten. Der Euro Stoxx 50 gab um 0,4% auf 3.512 Zähler nach. Die Maßnahmen kamen am US-Aktienmarkt ebenfalls nicht gut an. Der Dow Jones büßte im frühen Handel an der Wall Street 0,9% ein, der Standard & Poor's 500 (S&P 500) gab um 0,4% nach.

## Yuan zeigt Schwäche

Der Dollar geriet unter Druck. Der Euro, der sich am Mittwoch deutlich um 2% abgeschwächt hatte, befestigte sich um 0,4% auf 1,1616 Dollar. Der kanadische Dollar fiel mit 1,3176 kan. Dollar je US-Dollar auf den nied-

rigsten Stand seit fast einem Jahr. Der Offshore-Yuan markierte gegenüber der US-Devisen mit 6,4396 Yuan ein Fünfmonatstief.

Der argentinische Peso zeigte sich sehr fest. Er begann den Handel mit einem Aufschlag von 4% gegenüber dem Greenback. Am Abend war er für 27,45 Peso je Dollar zu haben, ein Plus von 2,6% im Vergleich zum Vortag. Für Erleichterung sorgte, dass mit Luis Caputo ein früherer Finanzminister und J.P.-Morgan-Banker zum neuen Zentralbankchef ernannt worden ist. Sein bei der Verteidigung des Peso glücklos agierender Vorgänger Federico Sturzenegger war zurückgetreten.

Der Brent-Ölpreis fiel um 3,3% auf 73,47 Dollar je Barrel zurück. Die beiden Schwergewichte Saudi-Arabien und Russland gehen mit der Position, dass die Opec und die mit ihr verbündeten Produzentenländer die Förderung deutlich anheben sollten, in die Opec-Verhandlungen. Der russische Ölminister Alexander Nowak brachte den Vorschlag einer graduellen Erhöhung um 1,5 Mill. Barrel pro Tag ins Spiel.

## Notenbanken versetzen Euro einen Schlag

Experten halten Abwärtspotenzial der Währung jedoch für begrenzt

Von Christopher Kalbhenn, Frankfurt

**Börsen-Zeitung, 16.6.2018**  
In angeschlagener Verfassung ist der Euro ins Wochenende getaumelt. Am Donnerstag vor den Verlautbarun-

## AUSBLICK

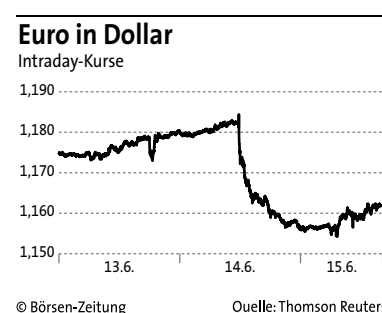
gen der EZB noch bei 1,1820, fiel die Währung bis auf 1,1541 Dollar, ein Verlust von bis zu 2,4%. Zuletzt lag der Euro bei 1,1613 Dollar. Die Währung wurde von den Notenbanken quasi in die Zange genommen.

Die EZB kündigte das Ende der Anleihekäufe an. Vor allem aber erklärte sie, dass die Leitzinsen noch mindestens bis zum Sommer auf ihrem Tiefstniveau bleiben werden, länger als von Teilen des Marktes erwartet. Die Folge: Analysten verschoben ihre Erwartungen für die erste Zinserhöhung weiter nach hinten. So ging Barclays bislang davon aus, dass die EZB ihren derzeit bei -0,40% liegenden Einlagesatz Mitte 2019 um 0,15% anheben würde, gefolgt von einer Erhöhung

sowohl des Einlagesatzes als auch des Hauptrefinanzierungssatzes Ende 2019 auf dann 0% bzw. 0,25%. Nun erwartet die britische Großbank beide Schritte jeweils drei Monate später bzw. im September 2019 und im ersten Quartal 2020.

Tags zuvor hatte die Fed ihren Zins erwartungsgemäß erhöht, zusätzlich aber zwei weitere Anhebungen für dieses Jahr avisiert. Somit wird es in diesem Jahr voraussichtlich insgesamt vier statt der von Teilen des Marktes erwarteten drei Zinsschritte geben. Der Einlagesatz und der Hauptrefinanzierungssatz dagegen werden nun möglicherweise bis ins übernächste Jahr negativ bleiben bzw. bei 0% verharren. Die transatlantische Zinsschere öffnet sich damit schneller, und das Zinsgefälle wird wahrscheinlich ein Stückchen größer als von vielen gedacht.

Experten glauben allerdings nicht, dass der Euro dramatisch abwerten wird. Die Commerzbank hält die Marktreaktion auf die EZB-Verlautbarungen für „angemessen“. Auch wenn die neue „forward guidance“ für den ersten Zinsschritt nur ein Quartal von der



aber nicht mit dem Bade ausschütten“, so die Bank, die Kurse im Bereich von 1,16 Dollar für fundamental gerechtfertigt hält. Dort erwartet sie den Euro im dritten und vierten Quartal. Die Prognosen für das erste und zweite Quartal 2019 lauten auf 1,18 und 1,20 Dollar.

## „Nur temporär unter 1,15“

Auch die Helaba hält das Abwärtspotenzial des Euro für begrenzt. Der zyklische Rückenwind für den Dollar dauere an. Das US-Wachstum beschleunige sich nach dem Durchhang zum Jahresanfang. Der Arbeitsmarkt sei sehr robust. Als Folge der Notenbankaktionen wird sich der Renditevorteil des Dollar nach Meinung der Bank möglicherweise zeitweise noch ausweiten. Jedoch glaubt sie, dass der Handelskonflikt das Aufwärtspotenzial des Dollar einschränkt. Der Devisenmarkt reagiere auf sich verschärfende Handelsstreitigkeiten tendenziell negativ für den US-Dollar. „Der Euro-Dollar-Kurs dürfte trotz der Geldpolitik allenfalls temporär unter 1,15 fallen.“

Markterwartung abweiche, habe die EZB das Ende der Anleihekäufe mit diesem Signal verwässert und damit klargemacht, dass Europas Währungshüter gerade kein restriktives geldpolitisches Signal geben wollten. Damit bleibe kein fundamentales Euro-positives Argument mehr übrig. „Vielmehr stehen die Marktteilnehmer, die nun seit über einem Jahr auf den Euro gesetzt haben, plötzlich ziemlich nackt da. Kein Wunder, dass die Marktreaktion so heftig und plötzlich ausfiel.“ Das Institut glaubt, dass der Euro auch in der neuen Woche unterhalb des Niveaus von vor der EZB-Sitzung notieren wird. „Man sollte das Kind