



**98, 2002, 2008, 2010 ... werden wir die nächste Krise sehen\***

Dr. Jochen Felsenheimer, Telefon +49 89 519966-120, jochen.felsenheimer@assenagon.com

**Die unrealisierten Verluste, die immer noch auf Bankbilanzen schlummern, sind immens. Die Zentralbanken forcieren ganz bewusst Asset Price-Inflation, um den Banken den Abbau ihrer Problem-Assets zu erleichtern. Dabei wird Liquidität völlig fehlallokiert und bar jeglicher ökonomischer Vernunft die Bildung spekulativer Blasen in Kauf genommen. Die immensen externen Ungleichgewichte sind nur ein Vorzeichen für das Unausweichliche: Die nächste Krise wird kommen, die Frage ist nur wann! Da Investitionen in die Kreditmärkte vom Auszahlungsprofil her dem Verkauf von Put-Optionen entsprechen, sollte man eben solche auch von der Risikoseite betrachten. Dem wird entgegen der potenziellen Gefahr, ein zu düsteres Bild zu zeichnen, im Folgenden auch nachgekommen.**

**Hat sich das globale Finanzsystem in die Nachspielzeit gerettet?**

Das Dubai-Event hat an den Märkten nur kurzfristig für Verstimmung gesorgt. Sie stabilisierten sich rasch wieder, als klar wurde, dass einerseits mit impliziten Garantien der Golfstaaten zu rechnen ist und andererseits das betroffene Volumen weitaus geringer ausfällt als ursprünglich angenommen. Wir verstehen den Dubai-Vorfall als Warnsignal, dass das globale Refinanzierungsproblem nicht nur Banken und Unternehmen betrifft, sondern auch Staaten Probleme damit haben! Im Zuge der Dubai-Krise haben demnach eben vor allem die Sovereign CDS Levels der üblichen Verdächtigen gelitten. Einer fremdkapitalfinanzierten Immobilienblase folgt in der Regel ein fremdfinanzierter und eigenkapitalvernichtender Bailout, wie vor nicht allzu langer Zeit in den USA zu beobachten war.

Vor dem Hintergrund des Dubai-Vorfalles ist es aber mal wieder an der Zeit, die Frage zu stellen, ob die Krise vorbei ist oder welche Überraschungen noch auf den Markt zukommen werden. Angesichts der starken Performance der Märkte gewinnen die Blasengurus zurzeit wieder die Überhand. Teilt man die Meinung, dass die Bildung einer Blase und das Platzen derselben systemimmanent sind, ist die Vorhersage, dass es zu einer erneuten Blase kommt, wenig aufregend. Die entscheidende Frage ist, ob es Indikatoren dafür gibt, wann das passieren könnte.

Unserer Meinung nach liegt das primäre Argument, warum die Vorhersage der Krisengurus unweigerlich

eintreffen wird, darin, dass der krisenursächliche Mechanismus nicht nachhaltig verändert wurde. Wenn exzessive Bereitstellung von Liquidität, Moral Hazard-Verhalten von globalen Banken, regulatorische Fehlanreize und intransparente Bewertungsmethoden für komplexe Finanzprodukte (CDOs et al.) als krisenursächliche erkannt worden sind, darf die Frage erlaubt sein, warum alle diese Problemfelder entweder gar nicht oder nur völlig unzureichend behoben worden sind. Die Frage lässt sich relativ leicht beantworten: Aus Sicht der Finanzindustrie besteht überhaupt kein Anreiz, diese Mechanismen nachhaltig zu ändern, da die Situation der privatisierten Gewinne bei gleichzeitiger Sozialisierung von Verlusten äußerst komfortabel ist.

**T+3? Die valutarische Behandlung von Verlusten**

Vor diesem Hintergrund ist es sehr interessant zu sehen, wie schnell sich die Situation auf der Bankenseite geändert hat. Offensichtlich nicht für alle Institute, aber doch für die wichtigsten Akteure. In der folgenden Tabelle sind die Verluste und Abschreibungen (ebenso die Kapitalisierungsmaßnahmen) im gesamten Finanzsektor seit dem 4. Quartal 2008 aufgezeigt. Während sich die weltweiten Verluste im 4. Quartal 2008 noch auf knapp EUR 270 Mrd. summierten, nahm diese Zahl kontinuierlich ab (Q1 und Q2/2009: knapp EUR 100 Mrd.; Q3 ca. EUR 27 Mrd.). Im 4. Quartal sind bis jetzt noch überhaupt keine Verluste bzw. Abschreibungen angefallen!

**Verluste und Abschreibungen vs. Kapitalisierungsmaßnahmen nach Regionen (in Mrd. EUR)**

		Weltweit	Amerika	Europa	Asien
4Q 2008	Verlust	268,4	162,4	103,0	2,9
	Kapital	300,7	177,9	103,1	19,7
1Q 2009	Verlust	98,4	67,3	28,7	2,5
	Kapital	172,2	81,5	77,4	13,3
2Q 2009	Verlust	102,6	68,7	33,8	0,1
	Kapital	80,8	62,1	10,8	7,9
3Q 2009	Verlust	27,3	22,1	5,3	-0,1
	Kapital	48,2	10,4	24,0	13,8
4Q 2009	Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0
	Kapital	74,7	12,1	53,8	8,8
Total*	Verlust	1.149,6	739,7	381,2	28,7
	Kapital	1.009,9	518,8	409,6	81,6

\* ab 2007

Quelle: Bloomberg



Es gibt zwei Erklärungsansätze für diese Entwicklung.

1. Die Finanzinstitute haben ihren Abschreibungsbedarf inklusive den Lehman-Verwerfungen innerhalb des nächsten halben Jahres vollständig umgesetzt. Aufgrund der starken Performance v. a. der Kreditmärkte wird der weitere Abschreibungsbedarf minimal sein.
2. Die Finanzinstitute haben etwas Zeit gebraucht, um ihre Bilanzposten regulatorisch korrekt so umzubuchen bzw. umzustrukturieren, dass kein akuter Abschreibungsbedarf besteht.

Realistisch betrachtet wird eine Kombination aus den beiden Ansätzen die Erklärung dafür sein, dass der Verlustausweis bzw. die Abschreibungen so akut gestoppt haben. Auch wenn wir dazu tendieren, Punkt 2 als durchaus relevant zu betrachten! Das heißt natürlich auch, dass ein in einen "Mark-to-Market"-neutralen Bilanzposten gebuchtes, strukturiertes Kreditprodukt auch nicht davon profitiert, dass sich die Spreads eingeeengt haben. Vielmehr stellt sich nun die Frage der "wirklichen" Verluste (also Ausfälle). 2009 waren die globalen Ausfallraten auf Rekordniveau und diese werden allen Schätzungen zufolge auch bis ins Jahr 2011 hoch bleiben! Falls die Annahme, dass Banken nach wie vor auf durchaus stattlichen Positionen strukturierter Kreditrisiken sitzen, zutreffend sein sollte (wofür das immense Emissionsvolumen strukturierter Kreditprodukte in Höhe mehrerer Tausend Milliarden USD in den letzten Jahren spricht), sorgt ein Szenario anhaltend hoher Ausfälle für weiteren Abschreibungsbedarf. Dann sollte 2009 weniger als das Jahr angesehen werden, in dem die Finanzkrise ihr Ende fand, sondern vielmehr als das Jahr, in dem Verluste in die Zukunft gebucht wurden.

**Worin unterscheidet sich der Aperitif vom Digestif, wenn man durchgehend isst?**

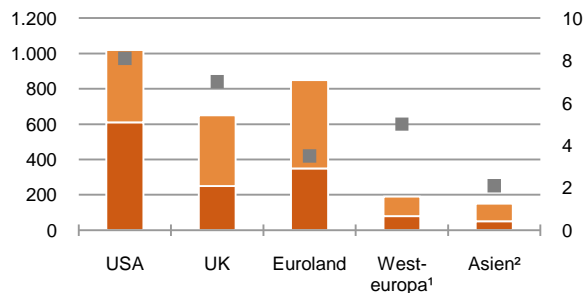
IWF-Direktor Dominique Strauss-Kahn hat erst kürzlich darauf hingewiesen, dass nur etwa die Hälfte aller Verluste auf den Bilanzen der Banken bis jetzt veröffentlicht sind. Der IWF hat in diesem Zusammenhang darauf hingewiesen, dass noch ca. USD 1.500 Mrd. toxischer Papiere auf den Bankbilanzen schlummern! Strauss-Kahn schlussfolgerte daraufhin: "So we still have a long way to go." und "[...] Asset bubbles are emerging." Um dann mit einer Aussage bezüglich des Auftretens von neuen Blasen zu schließen, die das ganze Dilemma der Krise aufzeigt: "Yes, there's water everywhere. So what? We can't exit the crisis without a cost. Does this mean we shouldn't have put in place these policies? No."

Frei übersetzt heißt das nichts anderes, als dass sich die regulatorischen Institutionen durchaus darüber bewusst sind, dass ihre Politik der Krisenbekämpfung die große Gefahr birgt, neue Krisen auszulösen. Das ist

nicht schlimm, sollte aber nur jedem bewusst sein. Eine Finanzkrise ist vor diesem Hintergrund kein "Six-Sigma Event", sondern eine ganz normale Phase im Konjunkturzyklus.

Laut IWF ist global nur ca. die Hälfte aller Verluste/ Abschreibungen bereits realisiert worden! Vor allem in Europa sieht der IWF noch signifikanten Abschreibungs- bzw. Wertberichtigungsbedarf (siehe folgende Grafik)! Erst 40 % des gesamten Volumens an Wertberichtigungen ist bis jetzt veröffentlicht! Es sollte nicht verwundern, wenn die Protagonisten (soweit es sie noch gibt) der Jahre 2007/2008 auch die der Zukunft sein werden!

**Realisierte versus unrealisierte Verluste in Mrd. USD**



■ Realisierte Abschreibungen/Verlustrückstellungen: 07/Q2 – 09/Q2  
 ■ Erwartete Abschreibungen/Verlustrückstellungen: 09/Q2 – 10/Q4  
 ■ Indirekte kumulative Verlustrate (in %, rechte Skala)

<sup>1</sup> Inkl. Dänemark, Island, Norwegen, Schweden und Schweiz  
<sup>2</sup> Inkl. Australien, Hongkong SAR, Japan, Neuseeland und Singapur  
 Quelle: IWF

Auch die Bundesbank sieht weiteren Abschreibungsbedarf für den deutschen Finanzsektor. Im Finanzmarktstabilitätsbericht (November 2009) steht geschrieben, dass noch bis zu EUR 90 Mrd. wertberichtigt werden müssen, wobei EUR 10 bis 15 Mrd. bei CDO-Positionen anfallen und EUR 50 bis 75 Mrd. auf Buchkredite! In diesen Schätzungen sind die jüngsten ökonomischen Entwicklungen bereits reflektiert; falls sich die Trendumkehr im Wirtschaftswachstum als Strohfeuer herausstellen sollte, müssten obige Zahlen angepasst werden.

Die entscheidende Erkenntnis ist folglich, dass man durchaus davon ausgehen kann, dass die Regulatoren keinen "zu großen" oder "zu verbundenen" Finanzmarktteilnehmer mehr fallen lassen. Das heißt im Umkehrschluss aber nicht, dass alle Banken aus dem Größten raus sind und sich auf dem Weg zurück zur Profitabilität befinden. Der Markt (ob man seinen Mechanismus nun für effizient hält oder nicht) hat für viele Banken ein anderes Schicksal vorgesehen. Der Regulator allerdings hat sie gerettet. Zu glauben, dass diese Banken nun profitable werden, ist die theoretische Legitimation des Bailouts, in der Praxis jedoch wenig realistisch.



Die berechtigte Frage bleibt, was die regulatorischen Institutionen anderes hätten tun sollen, als Banken zu retten und den Markt mit Liquidität zu fluten um "das Schlimmste" zu verhindern. Aber auch ohne darauf eine allgemein gültige Antwort zu kennen, muss man sich mit den Auswirkungen dieser Politik auseinandersetzen.

**Die 1. Regel zur Krisenbekämpfung: "Bis dat, qui cito dat"**

Genau dieser Grundsatz steht jetzt im Zentrum der Kritik. Die Maßnahmen der letzten zwei Jahre zur Bekämpfung der Krise haben einige Banken noch größer gemacht; das heißt, deren systemische Bedeutung hat zugenommen. Das Problem war weniger in der Größe des Kreditderivatemarktes zu sehen, da in einer Netto-Betrachtung alle Positionen auf dem Swap-Markt kein zusätzliches Kreditrisiko generieren – sehr wohl aber zusätzliche Kontrahentenrisiken. Also muss man Letzteres eindämmen indem man entweder Sicherungsmechanismen entwickelt oder eben die Größe der Marktteilnehmer reglementiert. Genau das ist nicht geschehen, was sicher auch damit zu tun hat, dass die Märkte sich sehr schnell erholt haben und das Sentiment sich innerhalb von wenigen Monaten von "zu Tode betrübt" zur allgemeinen Glückseligkeit entwickelt hat.

Einige Regulierungsbemühungen sind offensichtlich ins Stocken geraten:

1. Ursprünglich waren starke regulatorische Einschnitte im Bezug auf Rating-Agenturen geplant; bis hin zur Etablierung europäischer Agenturen, die ursprünglich quasi-staatliche Autorität besitzen sollten. Diese Einschnitte sind weitgehend vom Tisch. Rating-Agenturen werden auch von regulatorischer Seite benötigt – denn der Regulator hat in seinem Regelwerk festgeschrieben, dass Ratings eine adäquate Größe sind, um Kreditrisiken zu quantifizieren. Die dringend notwendige Restrukturierung v. a. amerikanischer MBS-Strukturen funktioniert ohne Rating nicht.
2. Die Schaffung einer zentralen Clearing-Stelle für Kreditderivate war eine zentrale Forderung beinahe aller regulatorischer Instanzen. Sie wurde auch schnell umgesetzt und der Transfer von CDS-Positionen auf ICE (Intercontinental Exchange) ist in vollem Gange. Aber es ist offensichtlich, dass mit dem Transfer der Indexpositionen (die einen Großteil des Marktes ausmachen) nominal ein großer Teil des Marktes transferiert wird; allerdings nicht, was das zugrundeliegende Risiko anbelangt. Ein Indexinvestment wird nie "ausfallen" und somit sind die damit minimierten Kontrahentenrisiken auch vernachlässigbar. Erst wenn CDS auf Einzelnamen illiquider Natur und schlechten Kreditrisikos transferiert werden, wird der Effekt der Clearinghäuser auch wirklich spürbar

im Falle einer Krise! Dadurch, dass der Fokus auf das Volumen der transferierten Transaktionen gelegt wird und nicht auf das Ausfallrisiko, schaut die Clearinghaus-Lösung auf den ersten Blick gut aus – und genau deshalb wird dort, wo wirklich Regulierungsbedarf besteht, nichts gemacht. Alibi-Regulierung.

3. Rekordbonus-Ausschüttungen (für 2009 bereits angekündigte EUR 90 Mrd. allein an der Wall Street) seien jedem vergönnt, der in deren Genuss kommt. Sie entsprechen nur eben nicht den ursprünglich als entscheidende Punkte einer veränderten Finanzmarktordnung deklarierten Bonuseinschnitten, die noch vor wenigen Monaten als alternativlos von allen regulatorischen Institutionen bezeichnet wurde.

Offensichtlich sinkt der Regulierungsdruck mit sinkender Risikoaversion an den Märkten. Es zeichnet sich ab, dass während der letzten Monate eine beinahe historische Chance (zumindest wenn man die Krise als solche definiert) vertan wurde, die Stabilität des internationalen Finanzsystems nachhaltig zu verbessern. Genau in dem Augenblick, in dem die entscheidenden Marktteilnehmer devot genug gewesen wären, spürbare regulatorische Veränderungen zu unterstützen, war der Regulator damit beschäftigt die "Kernschmelze" des Systems zu verhindern. Als diese Arbeit getan war, waren dummerweise die entscheidenden Marktteilnehmer wieder weitaus weniger devot.

Banken (v. a. auch global tätige Investment-Banken), die ohne staatliche Hilfe in der jetzigen Form nicht mehr existieren würden und nun Positionen auf VaR-Rekordniveau halten, kann man (auch ohne als Markt-Softie verschrien zu werden) vorwerfen, dass staatliche Unterstützungsmaßnahmen nicht für die gesteigerte Kreditvergabe genutzt werden, sondern zu gesteigertem Systemrisiko führen.

Milde Regulierungsvorhaben in einem Umfeld immenser Liquiditätsbreitstellung werden nicht zur Stabilität des Systems beitragen. Aber die Regulierungen werden auf den Bankensektor durchschlagen und das ist für uns ein ganz entscheidendes Argument in unserem Ausblick auf das Jahr 2010.

**Bankenregulierung: Moral Hazard oder doch nur Oral Hazard?**

Wie bereits im letzten Newsletter angesprochen, halten wir die Auswirkungen verschärfter regulatorischer Vorschriften im Bankensektor mittelfristig für einen zentralen Impuls für die Kreditmärkte!

Strengere Regeln bezüglich der Eigen- und Risikokapitalunterlegung sowie verschärfte Liquiditätsvorschriften (wie immer auch diese in einer modifizierten Basel II-Welt aussehen werden) vor dem Hintergrund potenzieller restriktiver Liquiditätsbereitstellung der Zentralbanken



und sich weit über historischen Durchschnitten bewegendenden Ausfallraten, können eine fatale Wirkung haben. Der Zeitplan für die Basel II-Modifikation sieht vor, dass diese bis Ende 2010 abgeschlossen sein soll. Die Möglichkeiten der Banken Securitisation und Off-Balance-Sheet-Vehikel einzusetzen wird eingeschränkt werden und die notwendige Rekapitalisierung des globalen Bankensystems (je nach Schätzung sind hierzu bis zu EUR 1.000 Mrd. nötig) muss mit einer völlig veränderten Finanzierungsstruktur gestemmt werden. Spätestens 2012 sollen dann strengere EK-Vorschriften gelten. Letztlich werden Banken zwei Möglichkeiten bleiben: Das Eigenkapital zu erhöhen oder die Bilanz zu schrumpfen. Diese Situation erschwert sich natürlich, wenn zusätzlicher Abschreibungsbedarf auftritt – ein Szenario, dass wir vorhin als recht wahrscheinlich beschrieben haben.

**Eigenkapitalbedarf im Bankensektor in Mrd. EUR**

	USA (ex-GSEs)	Euro- land	UK	West- europa
Zielquote	Kapitalbedarf (um Ende 2010 die Zielquote zu erreichen)			
6 % Tier 1/RWA	0	0	0	0
8 % Tier 1/RWA	0	150	0	30
10 % Tier 1/RWA	90	380	0	60
4 % TCE/TA*	130	310	120	110

\* Tangible Common Equity/Tangible Assets, entspricht einem eingesetzten Hebel von 25  
Quelle: IWF

Falls neue Regularien ein "Deleveraging" im Bankensektor verursachen (was nicht überraschen sollte, da genau das ja deren Bestimmung ist), ist die logische Reaktion der Banken Assets abzubauen. In welchen Bereichen man damit rechnen muss, scheint offensichtlich zu sein (siehe Seite 2): Loan-Bücher und ABS-Bestände stehen ganz oben auf der Liste. Gerade bei ABS treten nächstes Jahr zusätzliche Belastungsfaktoren auf. Die EZB hat bereits angekündigt, die Lieferbarkeitskriterien von ABS-Transaktionen (die im Zuge der Finanzkrise gelockert wurden, um zusätzliche Liquiditätsfaszilitäten bereit zu stellen) zu verschärfen – in Zukunft sind Ratings von mindestens zwei Agenturen für neu emittierte ABS nötig. Das ist nicht mehr als ein zaghafter Versuch, zur normalen Liquiditätsversorgung zurückzukehren. Allerdings besteht natürlich die Gefahr, dass Banken Liquidität an die EZB zurückgeben und potenziell als Verkäufer von ABS-Transaktionen am Markt auftreten. Definitiv ein Härtetest für den strukturierten Kreditmarkt, wobei die Wahrscheinlichkeit, ob dieser Test bestanden wird, eine Funktion des globalen Refinanzierungsdilemmas sein dürfte.

Ein weiteres Problem, neben zusätzlichem Abschreibungsbedarf, ist ganz offensichtlich die zu erwartende Welle an Rating-Herabstufungen, die letztlich zu einer höheren Eigenkapitalanforderung führen. Hierbei sind Einzelkreditpositionen genauso betroffen wie strukturierte Kreditportfolios – die dramatischen Herabstufungen (von AAA in Sub-Investment Grade) vor allem amerikanischer, immobiliengeleiteter Strukturen (vom normalen RMBS bis hin zu CDOs auf ABS) führen zu enormen EK-Belastungen!

Die Auswirkungen sind hierbei vielschichtig. Neben der Gefahr, dass Banken als Asset-Verkäufer am Markt auftreten, steigt die Gefahr einer Kreditklemme, die letztlich wachstumshemmend wirkt. Das wird anhaltend hohe Ausfallraten nach sich ziehen, die letztlich wieder Abschreibungsbedarf generieren. Dieser Anpassungsprozess muss zwangsläufig in Kauf genommen werden, wobei die geldpolitischen und staatlichen Instanzen diesem ziemlich hilflos gegenüberstehen. Expansive Geldpolitik hilft den Banken nicht beim Deleveragen und verzögert die Anpassung. Staatliche Unterstützungsprogramme (von Garantien bis hin zu Ankaufsprogrammen von Problem-Assets, wie von einigen Ökonomen vorgeschlagen), haben eine fatale Auswirkung auf die Marktpreisfindung. Und vor dem Hintergrund, dass einige der größten Verlierer der Krise zumindest in Deutschland quasi-staatlichen Charakter haben, erscheinen diese Vorschläge als zumindest diskussionswürdig.

Eine weitere logische Konsequenz ist, dass die Refinanzierung über Loans (Bankkredite) nicht mehr in demselben Umfang wie noch vor zwei Jahren möglich sein wird. 2009 hat sich das Verhältnis von Loans zu Bonds umgekehrt. Während in den vergangenen Jahren die Kreditvergabe vom Volumen her doppelt so hoch ausfiel wie die Anleiheemissionen, war dieses Verhältnis 2009 umgekehrt. Auch in den nächsten Jahren ist davon auszugehen, dass der Anleihemarkt von der zurückgehenden Kreditvergabe profitiert. Das ist unser zentrales Argument, warum die Neuemissionstätigkeit im Kreditmarkt hoch bleiben wird – und zwar so lange, bis die Refinanzierungsstruktur den neuen Gegebenheiten angepasst wird!

Um auf die Überschrift zurück zu kommen: Ist damit zu rechnen, dass Moral Hazard-Verhalten im Bankensektor unterbunden wird oder handelt es sich um Lippenbekenntnisse, die ähnlich volatil sind wie die Finanzmärkte und ebenso negativ korreliert? Offensichtlich nimmt der Regulierungsdruck stark ab, wenn die Gewinnentwicklung der Banken zunimmt. Letztlich sind alle Versuche, Moral Hazard im Bankensystem zu vermeiden (Bonusregelungen etc.) wenig glaubwürdig, weil eben die systemimmanente Aufgabe der Banken Moral Hazard-Verhalten mit einschließt. Eine Bank, die nicht auf kurzfristige Gewinnmaximierung mit allen Vor- aber auch



Nachteilen aus ist, wird ihrer Intermediärsfunktion nicht gerecht werden. Alle Versuche, regulierend in das Bankensystem einzugreifen, um genau dieses Verhalten zu vermeiden, führt in letzter Konsequenz zu staatlich gesteuerten Instituten, die nicht gewinn- sondern "gemeinwohlmaximierend" handeln – wie immer Gemeinwohl auch definiert wird. Offensichtlich sind ja gerade solche Banken, die unter starkem staatlichen Einfluss stehen unter den größten Krisenverlierern zu finden. Staatliche Lenkungsversuche laufen Gefahr, Fehlallokationen des Kapitals zu bedingen.

**"Vom Ernst des Lebens halb verschont, ist der schon, der in München wohnt" (E. Roth)**

Wenn man die Ansicht teilt, dass Liquidität der entscheidende Treiber der Märkte ist, dann ist ein Rückgang derselben offensichtlich auch der größte Risikofaktor.

Zentralbanken haben keinen Anreiz Vermögenswertinflation zu verhindern (vielmehr erleichtert diese den Banken ihre Bilanzen von Problem-Assets zu befreien), politisch problematisch ist dagegen Güterpreisinflation. Sollte diese als realistische Gefahr gesehen werden, steigt die Wahrscheinlichkeit sprunghaft, dass Liquidität aus dem Markt entzogen wird. Allerdings sind hierfür zwei zentrale Wirkungsmechanismen nötig: Erstens müssen die Banken die Liquidität, die ihnen von der Zentralbank historisch günstig zur Verfügung gestellt wird, auch an die Konsumenten oder Unternehmen weitergeben. Ansonsten entsteht keine Güterpreisinflation. Und zweitens muss es zu einer langfristigen Erholung der Weltwirtschaft kommen, um überhaupt inflationäre Tendenzen am Gütermarkt zu bedingen.

Was wird dann inflationiert und welche Indikatoren sollte man im Auge behalten? Interessanterweise wird man die inflationären Tendenzen in der jetzigen Situation (unabhängig davon, ob man dem Lager derjenigen angehört, die die Krise für beendet halten oder eben nicht) wahrscheinlich nicht dort sehen, wo man es erwartet.

Sie werden uns verzeihen, wenn wir für diese These ein lokales Beispiel anwenden. Nach dem Ausbruch der Finanzkrise sind die Immobilienpreise in München vor allem in guten Lagen stark angestiegen. Immobilien in der Innenstadt wurden zum Teil zu Rekordpreisen und in Rekordgeschwindigkeit verkauft. Die Überlegung der Investoren ist, dass die Krise Immobilien attraktiver macht, da diese als Inflationsschutz begriffen werden (zugegebenermaßen ist dies ein weit verbreitetes Argument, welches zumindest der Autor noch nicht vollends verstanden hat) und als Flucht-Asset dienen. Vor allem hochwertige Immobilien profitieren.

Ohne wirklich Research betrieben zu haben, nehmen wir nun mal an, das gilt nicht nur für München, sondern ist

ein überregionaler Trend. Interessanterweise gibt es dafür auch ein historisches Beispiel auf amerikanischer Seite. Der starke Anstieg der Immobilienpreise als Reaktion auf Greenspans Politik des billigen Geldes in der Post-Dotcom-Ära war durch dieselben Mechanismen begründet. Wie es ausgegangen ist, weiß man ja inzwischen. Die immense Liquidität fließt irgendwann nicht mehr in hochpreisige Immobilien, die von Prime-Schuldnern gekauft werden, sondern in Immobilien schlechter Qualitäten, die von Sub-Prime-Schuldnern finanziert werden! Daraus lässt sich ein sehr guter Indikator ableiten. Falls in München Neuperlach (ohne jemanden zu diskreditieren, der Autor ist dort aufgewachsen) die Immobilienpreise stark ansteigen, ist Vorsicht geboten.

Die Frage, ob die Krise vorbei ist, zielt in die falsche Richtung. Es ist klar geworden, dass Krisen systemimmanent sind. Und da weder die krisenrelevanten Mechanismen noch die Verhaltensweise der Akteure verändert wurden, wird es zwangsläufig zur nächsten Krise kommen. Ob man diese als neue Krise zählt oder der letzten zurechnet, ist hierbei völlig irrelevant. Viel entscheidender ist die Frage, welche Frühwarnindikatoren aussagekräftig sind.

**Die unserer Meinung wichtigen Trends, die die Kreditmärkte 2010 treiben werden, nachfolgend im Überblick.**

**10 Trends**

1. Die *Refinanzierungsstory* wird die zentrale Triebfeder der Märkte bleiben. Man sollte sich auf neue Dubais einstellen – Unternehmen, Banken und viele Staaten stehen alle vor demselben Problem.
2. Der *Loan-Markt* wird weiter vom Anleihenmarkt substituiert. Die hohe Neuemissionsaktivität bleibt bestehen. Es gibt also keinerlei Anlass zu "Neuer Markt"-ähnlichen Verhaltensweisen bei Neuemissionen.

**Emissionsvolumen Euro-denominierter Anleihen (in Mrd. EUR)**

	Q1	Q2	Q3	Q4	Gesamt
2000	21,8	30,0	30,3	23,7	105,9
2001	45,9	51,9	34,1	39,6	171,5
2002	25,8	50,1	12,4	18,0	106,3
2003	36,4	40,2	32,6	33,2	142,3
2004	22,6	33,6	22,3	26,2	104,7
2005	27,8	35,9	12,7	31,3	107,7
2006	30,3	48,8	45,5	47,8	151,3
2007	33,9	54,2	12,9	34,8	135,8
2008	19,1	49,8	24,7	37,7	131,3
2009 ytd	113,4	85,6	56,7	43,6	299,3

Quelle: LBBW Research



3. *Regulatorisches Umfeld:* Regulatorische Änderungen werden Banken auf die Seite der Asset-Verkäufer zwingen und Auswirkungen auf die Finanzierungsstruktur der Unternehmen haben.
  4. *Notenbanken* werden beginnen, rhetorisch und mit ersten "kleineren" Maßnahmen, dem Markt zumindest "emotional" Liquidität zu entziehen. Der erste Stresstest für das System steht 2010 an.
  5. Die *Inflationierung von Vermögenswerten*, die bewusst von den Zentralbanken als solche hingenommen wurde, wird sich abschwächen. Inflationsängste auf der Gütermarktseite sind unbegründet, solange die wirtschaftliche Entwicklung holprig läuft.
  6. *Ausfallraten:* Auch wenn neueste Studien das Hoch der Ausfallraten auf das 3. Quartal 2009 (13,1 % global) datieren, werden die Ausfallraten bis 2011 hinein auf historisch betrachtet sehr hohem Niveau bleiben. S&P schätzt, dass zwischen 55 und 75 europäische Emittenten 2010 ausfallen werden.
  7. Die *Kreditqualität* wird nachhaltig sinken – und zwar in allen Segmenten. Das entscheidende Argument hierbei ist, dass die EK-Unterlegung auch von hochqualitativen Kreditbüchern stark ansteigen wird.
  8. Die positiven *Korrelationsmuster* der vergangenen zwei Jahre werden bestehen bleiben! Negative Korrelationen zu erzielen, wird auch 2010 schwer sein.
  9. *ABS-Märkten* wird weiterhin eine zentrale Rolle zukommen: Einerseits benötigen die Banken einen funktionierenden ABS-Markt, um bilanzielle Risiken zu transferieren, aber auch, um die Refinanzierung auf breitere Beine zu stellen. Auf der anderen Seite steht diesem immensen potenziellen Angebot wenig Nachfrage auf der Real Money-Seite gegenüber. Ohne funktionierenden ABS-Markt kein Ende der Krise!
  10. *Relative Preisdifferenzen auszunutzen* statt direktionales Investment ist das Motto für 2010. Absolute Returns sind vor allem auf den Kreditmärkten stark limitiert! Investoren werden weg von klassischen Investments nach neuen Segmenten Ausschau halten.
- Welche Risiken entstehen daraus für die Kreditmärkte?**
1. Hoher Neuemissionsdruck wegen Refinanzierungsbedarf: Die Sekundärmärkte werden darunter leiden, dass eine *anhaltend hohe Neuemissionstätigkeit* nur mit höheren Risikoprämien an den Markt zu bringen ist.
  2. *Banken werden nicht mehr in dem Maße wie 2009 als Asset-Käufer auftreten.* Das wird vor allem den sekundären Kreditmarkt belasten.
  3. Verschärfte (wenn auch vorerst nur "gefühlte") *Lieferbarkeitskriterien für ABS-Transaktionen* wird Druck auf dieses Marktsegment ausüben.
  4. *Anhaltend hohe Ausfallraten* werden v. a. den HY-Markt belasten. *Rating-Herabstufungen* werden das gesamte Qualitätsspektrum belasten, wobei v. a. niedrige IG-Qualitäten an der Klippe zum HY stehen. Das kann technisch bedingte Verkäufe nach sich ziehen. Besonders pikant sind natürlich Rating-Herabstufungen auf Länderebene: Wer traut sich die USA herabzustufen?
  5. *Reallokation – in was?* Viele Investoren werden ihre Positionierung im Unternehmensanleihenmarkt überdenken und Risiken abbauen. Die Überschussnachfrage wird dadurch stark zurückgehen.
  6. Aktien: Die Hoffnung stirbt zuletzt – aber sie stirbt. *Schwache Aktienmärkte* werden negative Auswirkungen auf die Kreditmärkte haben – auch 2010 werden beide Märkte stark korreliert bleiben.
  7. *China als "US Lender of Last Resort".* Die Hoffnung, dass globale Ungleichgewichte langfristig aufrechterhalten bleiben, trügt. "[...] External imbalances are often a reflection, and even a prediction, of internal imbalances. Economic policies [...] should not ignore external imbalances and just assume that they will sort themselves out." (Bini Smaghi, 2008)
  8. Das *Securitisation-Dilemma:* Die Umstrukturierung der Verpackung mag regulatorische Verluste verhindern – nicht aber ökonomische! Re-Remics (Restrukturierungen von Real Estate Securitisation-Transaktionen) in den USA nehmen langsam aber sicher bombastische Ausmaße an!
  9. Wir sehen durchaus Risiken, dass der *Bereinigungsprozess in der Finanzindustrie* anhält. Vielleicht wird dieser weniger spektakulär als bei Lehman ablaufen – das die ein oder andere Versicherung allerdings in schwierigerem Fahrwasser fährt, ist ein offenes Geheimnis.
  10. Die nach wie vor auf den Bilanzen der Banken (v. a. in Europa) schlummernden Verluste können jederzeit ihren Status von "undisclosed" zu "disclosed" ändern!

## 10 Risikofaktoren

1. Hoher Neuemissionsdruck wegen Refinanzierungsbedarf: Die Sekundärmärkte werden darunter leiden, dass eine *anhaltend hohe Neuemissionstätigkeit* nur mit höheren Risikoprämien an den Markt zu bringen ist.



**Und nun?**

**10 Opportunitäten**

1. Die Opportunitätskosten von Short Credit-Positionen sind so niedrig wie vor der Lehman-Pleite!
2. Der Markt ist nach wie vor voller Relative Value-Opportunitäten: Diese erstrecken sich von Zero Cost Protection-Strategien bis hin zu Kurven-Trades im CDS-Segment.
3. Wenn schon direktional long, dann nicht in den Kernmärkten! Sehr attraktiv ist nach wie vor der Bereich nicht gelisteter Anleihen.
4. Die negative Basis ist in vielen Marktsegmenten nach wie vor extrem attraktiv. Das gilt für die Credit-Basis, Convert-Basis, ABS-Basis, Loan-Basis und die Basen in strukturierten Anleihen.
5. Die Kreditkurven spiegeln nicht die "Time Structure" der zu erwarteten Ausfallverteilung wieder. Im Indexuniversum lassen sich Carry-positive und Delta-neutrale Kurvenverflachungspositionen aufbauen – ein toller Hedge gegen eine überfällige stärkere Marktkorrektur.
6. Das *obere Ende der Kapitalstruktur* im synthetischen CDO-Segment sieht immer noch sehr interessant aus.
7. *SovX versus iTraxx*: Für all diejenigen, die glauben, dass hohe Ausfallraten auf Unternehmensebene und ein potenzieller Schock im Finanzsystem nicht direkt zu einem Staatsbankrott führen, handeln CDS für Staaten viel zu billig im Vergleich zu den Pendants auf Banken- und Unternehmensseite.
8. Credits versus Equities: Werden im Jahr 2010 hoch korreliert sein. Der Einsatz von CDS, um Aktienpositionen gegen Ausfälle zu hedgen, wird also funktionieren.
9. Der iTraxx Financial Sub-Index ist zu billig im Vergleich zum iTraxx HiVol – Long Financials versus Short Non-Financials lässt sich hier sehr effizient umsetzen!
10. Go short!

**Forecast-Tabelle**

	1 – 3 Mo.	3 – 6 Mo.	12 – 24 Mo.
iTraxx Main	-	--	-/o
iTraxx Fin	-	-	o
iTraxx X-Over	--	--	-
EUR HG Cash	-	-	-/o
EUR HY Cash	--	--	-
Credit Basis	+	+	++
Senior-Tranchen	o	+	++

**"Digito et affirmare". Diese nach einem Portfolio-Manager benannte Strategie beschreibt die Suche nach Marktanomalien und Sicherung von Long-Positionen mit entsprechenden Derivaten.**

\* Der Text der Sportfreunde Stiller lässt sich im Falle verfehlter Titelhoffnungen beliebig auf die nächste WM anpassen. Wir schätzen die Wahrscheinlichkeit, dass es zu einer weiteren Krise kommt höher ein als die des nächsten Titelgewinns der Deutschen Fußball Nationalmannschaft in 2010. Eines ist jedoch ganz sicher: Es ist keine Frage des "ob", sondern nur eine Frage des "wann".



### Kontakte

#### Kundenbetreuung

- Hans Günther Bonk  
Telefon +49 89 519966-410  
hans-guenther.bonk@assenagon.com
- Ruth Bültmann  
Telefon +352 27049-200  
ruth.bueltmann@assenagon.com
- Michael Huber  
Telefon +49 89 519966-452  
michael.huber@assenagon.com
- Ronald Siebel  
Telefon +49 89 519966-420  
ronald.siebel@assenagon.com
- Marcus Steudner  
Telefon +49 89 519966-451  
marcus.steudner@assenagon.com
- Martin Weithofer  
Telefon +49 89 519966-450  
martin.weithofer@assenagon.com

#### Sales Operations

- Simone Alanne  
Telefon +49 89 519966-460  
simone.alanne@assenagon.com

#### Strukturierung

- Vassilios Pappas  
Telefon +49 89 519966-330  
vassilios.pappas@assenagon.com
- Dorian Ruffini  
Telefon +49 89 519966-380  
dorian.ruffini@assenagon.com
- Christian Schneider  
Telefon +49 89 519966-340  
christian.schneider@assenagon.com

#### Credit

- Ulrich von Altenstadt  
Telefon +49 89 519966-121  
ulrich.vonaltenstadt@assenagon.com
- Dr. Jochen Felsenheimer  
Telefon +49 89 519966-120  
jochen.felsenheimer@assenagon.com
- Dr. Wolfgang Klopfer  
Telefon +49 89 519966-130  
wolfgang.klopfer@assenagon.com

#### Chief Economist

- Dr. Martin W. Hüfner  
Telefon +49 89 519966-150  
martin.huefner@assenagon.com

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Theresienhöhe 13 a, D-80339 München

#### Rechtliche Hinweise

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.