

# The latest pressures in the financial markets



Andrew Milligan  
Head of Global Strategy

Events are moving very quickly indeed in the financial markets at present.

This does make it dangerous to make too many comments on the current situation.

Nevertheless, there are important developments which clients should be aware of, some good and some bad.

## The good news.

The good news is that both the public and private sectors have stepped in to begin handling the liquidation and debt de-leveraging process which is underway. News wires indicate that the US Federal Reserve appears to have agreed to receive equity as collateral (as part of the support package for AIG), an important widening of the financial instruments it accepts. Together with the steps taken last week to rescue Fannie Mae and Freddie Mac, more channels are appearing where the public sector can support the private. The de-leveraging process will need extra liquidity, and the major central banks have today announced a series of liquidity facilities. Monday's response showed the demand was there, ie the ECB's scheme was over-subscribed three times with the marginal rate 75bp above the official repo rate. In addition, the private sector is rallying round, in the form of the \$70bn liquidity fund created over the weekend by 10 major banks, as well as the work by ISDA to help plan the controlled sale of various financial instruments.

## The bad news.

The bad news is the number of financial institutions involved, and the law of unintended consequences - the potential for some selling to get out of hand, especially when very complicated instruments are involved, as well as some complex companies such as Lehmans and AIG. Some press reports are that Lehman's chapter 11 petition reported \$600bn of debts and obligations to other financial institutions around the world.

## Why did the crisis erupt this weekend?

Why did the crisis erupt this weekend? The simple answer is a lack of access to credit plus government concerns about 'moral hazard'. The underlying problem is that a number of US financial institutions are finding it more difficult to get access to credit, at a time when their losses and write offs are continuing into the third quarter. The government's rescue of Fannie and Freddie had some upside, but also some downside - the preference share holders were badly affected. This meant that last week there was considerable selling of the preference shares of many US financials. Investors worried that any common and preference equities could suffer badly under any further government bail out for another institution. If equity access is limited, then both senior and especially junior debt finance is expensive, or difficult to find. Lehmans was the investment bank which found it most difficult to dispose of assets or raise capital. The government decided that it could not be seen to support another major financial organisation, when there has been considerable disquiet in Congress about the events of recent months. 'Moral hazard' meant that some banks had to be allowed to go into bankruptcy, as long as the process could be a controlled one.

## This combination of events has affected four major US firms.

Lehmans has moved into chapter 11, which should allow individual parts to be sold off to willing buyers at a suitable price; Merrill Lynch is being bought by Bank of America in a \$40-50bn deal intended to push BoA into the foremost ranks of commercial & investment banks in the US; AIG, the world's biggest insurer, is reportedly seeking a loan from the US Federal Reserve to ensure that its capital rating is not downgraded, which would have serious implications for its wide ranging business, meanwhile finding the time for disposals of a range of assets, reportedly including some or all of its auto, annuities and aircraft leasing business; and lastly Washington Mutual, which on news wire reports may find itself forced to enter bankruptcy, which in its case would involve the US regulator the FDIC providing a safety net as it has for about a dozen US banks so far this year.

## What are the implications for financial markets?

The knee jerk reaction from investors has been quite understandable: selling down financial stocks, selling the US dollar and moving into more defensive currencies, plus a widening of bond spreads. Riskier assets, say emerging market stocks, will suffer as trading liquidity is withdrawn, even if they are not that close to the epicentre of these events. The availability of credit will be lessened somewhat by this weekend's events, which makes it more likely that the recession in the major economies into 2008-09 will be more drawn out and deeper than would otherwise be the case. Hence, markets have begun to price in earlier or larger rate cuts than beforehand. Such thinking has been encouraged by the news today that the Chinese central bank has cut interest rates and reserve requirements earlier than expected, a clear signal that its five-year long credit tightening policy has effectively ended.

At times such as this, fund managers who can stand back from the fray, and long term investors who have built up cash will be looking for good value opportunities, whether in individual stocks (Bank of America decided that Merrill Lynch was good value after the recent declines), or sub sectors of the markets; for example some parts of the corporate bond and credit markets have returned to the peaks in spreads / troughs in pricing seen at the time of the Bear Stearns episode. As the authorities step in, over-sold markets usually respond with a bear market rally.

## What can the authorities do?

As shown by some sharp moves in the money markets, there is speculation about an emergency rate cut from the US Federal Reserve at its meeting on 16 September, fanned by the latest weak industrial production report. The danger is that this is seen as a sign of panic; after all a rate cut will do little to turn around the problem facing some US financial institutions which are a lack of access to capital. It would only ease the underlying housing market problems if the rate cut passed through into mortgage rates, which remains uncertain. The most likely step is that the authorities continue to provide liquidity as and when required to the financial markets, as with today's various facilities, and ensure that markets remain open, in terms of trading liquidity. Easier regulation on eg financial accounting matters may also play a part. The authorities must also be very observant that the pressures seen in recent days on some US institutions do not percolate quickly through to other banks, and cause a further squeeze in the availability of credit to main

stream companies and households. This may require further expansion of the various repo liquidity facilities to help ease such pressures. Behind that though, the authorities will need to decide, quite quickly, whether further bankruptcies will be allowed, or whether lines of credit should be extended to certain complex institutions, as appears to be the case with AIG, to ensure that a disorderly market situation does not develop. Bankruptcies are one means for consolidation to appear in the financial sector, reducing excess capacity and eventually allowing better pricing power.

## Many of the decisions from the authorities may not be seen until after the US election.

The headline news is having an impact on the Presidential campaign, but so far neither McCain nor Obama have any detailed plans to tackle the situation. Financial regulation looks to be a major issue for the new Administration and Congress to tackle in 2009.

## History has shown, time and again.

History has shown, time and again, that ultimately the public sector takes on board a sizeable amount of bad debt from the private sector, as part of the adjustment process. This looks more likely to be piece meal at present than the creation of a Resolution Trust Corporation as seen in the US Savings and Loan crisis.

## In conclusion.

Alan Greenspan has been quoted this weekend as saying that this is a once in half century, even a once in a century event. It is unfolding rather quickly - to quote one broker: "The financial dominoes are bigger and closer together now". The best possible outcome would be a controlled de-leveraging of the extensive positions held by a number of US financial institutions. The process could be volatile, via forced selling, and along the way there may well be value opportunities for patient investors. A bear market rally could appear from this event – after all several markets are approaching key chart points, and on some measures value is beginning to be seen in some sectors. However, until the underlying problems in the US housing market and credit transmission mechanisms are in much better balance, leading to some stabilisation in the price of assets such as housing & commercial property, or ABS and related instruments, the House View will remain wary.

# Die Finanzmärkte unter Druck

**Andrew Milligan**  
**Head of Global Strategy**

Die Ereignisse an den Finanzmärkten überschlagen sich derzeit geradezu. Eine ausführliche Kommentierung der Situation ist somit nicht ohne Risiko, denn sie verliert rascher an Aktualität als man sie formuliert hat.

Dennoch gibt es einige Entwicklungen – sowohl positive als auch negative -, die wir unseren Kunden auf keinen Fall vorenthalten möchten.

## **Die gute Nachricht.**

Die gute Nachricht ist, dass sowohl private Sektoren als auch die öffentliche Hand zur Abwicklung und Entschuldung der betroffenen Strukturen auf den Plan getreten sind. Diverse Informationsdienste melden, dass sich die Federal Reserve bereit erklärt haben soll, (im Rahmen des Aktionspakets zur Unterstützung von AIG) Aktien als Sicherheit zu akzeptieren, wodurch das Spektrum der bei der Notenbank beleihbaren Wertpapiere deutlich erweitert würde.

Nach den in der vergangenen Woche zur Rettung von Fannie Mae und Freddie Mac ergriffenen Maßnahmen zeigt sich, dass vielfältige Möglichkeiten zur Kooperation zwischen öffentlichem und privatem Sektor vorhanden sind. Der Entschuldungsprozess wird zusätzliche Liquiditäten erfordern, und mehrere führende Notenbanken haben heute (*17. September 2008*) im Rahmen einer konzentrierten Aktion ein stattliches Paket geschnürt. Die Resonanz vom Montag beweist, dass die Nachfrage vorhanden ist, denn der Schnelltender der EZB zu einem Zinssatz von bis zu 75 bp über dem amtlichen Repozat war dreifach überzeichnet. Auch der private Sektor ist alles andere als untätig: über das Wochenende taten sich 10 Großbanken zusammen und stellten einen Liquiditätsfonds von USD 70 Milliarden auf die Beine; parallel dazu bemüht sich die ISDA um einen Beitrag zum kontrollierten Verkauf verschiedener Finanzinstrumente.

## **Die schlechte Nachricht.**

Die schlechte Nachricht betrifft die Anzahl der krisengeschüttelten Finanzinstitute und das Problem der nicht absehbaren Folgen, d.h. die Gefahr, dass bei der Glättstellung der Positionen einiges aus dem Ruder laufen könnte, insbesondere wenn höchst komplizierte Finanzinstrumente sowie komplex strukturierte Konzerne wie Lehman Brothers und AIG involviert sind. Presseberichte gehen davon aus, dass von dem von Lehman gestellten Antrag auf Gläubigerschutz (Chapter 11) USD 600 Milliarden an Schulden und Verbindlichkeiten an andere Finanzinstitute weltweit betroffen sind.

## **Warum ist die Krise gerade am Wochenende kulminiert?**

Warum die Krise gerade am Wochenende kulminiert ist? Der Grund ist, dass am Wochenende der Geldhahn zugedreht war und die US-Regierung moralische Bedenken äußerte. Das Grundproblem ist, dass jetzt, da sie bereits im dritten Quartal in Folge Verluste und Abschreibungen am laufenden Band melden, etliche US-Finanzinstitute allmählich ernsthafte Probleme haben, einen Kredit zu erhalten. Die Rettung von Fannie Mae und Freddie Mac durch die Regierung hatte positive wie negative Seiten – schwer gebeutelt wurden dabei vor allem die Inhaber von Vorzugsaktien. Dies führte dazu, dass es in der vergangenen Woche zu massiven Verkäufen von Vorzugsaktien etlicher US-Finanzinstitute kam. Die Anleger hatten Angst, dass bei jeder weiteren staatlichen Rettungsaktion die Stamm- und Vorzugsaktien des betreffenden Instituts schwer leiden würden. Wenn Eigenkapital schwer aufzutreiben ist, dann sind vor- und vor allem nachrangige Fremdfinanzierungen teuer oder schwer erhältlich. Lehman Brothers ist bzw. war die Investmentbank, welche die größten Probleme hatte, Assets abzustößen oder Kapital aufzunehmen. Die Regierung war zu dem Schluss gelangt, dass sie nicht noch ein Großinstitut herauspauken könne, nachdem es im Kongress bereits zu erheblichen Meinungsverschiedenheiten über die Ereignisse der Vormonate gekommen war. Mit „moralischen Bedenken“ war gemeint, dass es einigen Banken gestattet werden musste, in Konkurs zu gehen, solange dieser Prozess in geordneten Bahnen abläuft.

## **Dieses Zusammenspiel der Ereignisse hat vier große US-Player in den Strudel gezogen.**

Lehman hat Gläubigerschutz nach Chapter 11 beantragt, so dass der Konzern zerschlagen und die Sahnestücke zu angemessenen Konditionen zum Verkauf angeboten werden können; Merrill Lynch geht zum Preis von USD 40-50 Milliarden an die Bank of America, die dadurch in die erste Liga der US-Geschäfts- und Investmentbanken aufsteigt; AIG, der weltgrößte Versicherer, hat angeblich bei

der Fed einen Kredit beantragt, um sicherzustellen, dass seine Kapitalbonität nicht herabgesetzt wird, denn dies würde sich nachteilig auf seine weitreichende Geschäftstätigkeit auswirken; in der Zwischenzeit will der Versicherungsgigant einen Teil seiner Assets abstoßen, darunter – so wird gemutmaßt - die Sparten Kfz-Versicherung, Annuitätengeschäft und Flugzeugleasing; der Vierte in diesem unfreiwilligen Bunde ist Washington Mutual, die Medienberichten zufolge zur Konkursklärung gezwungen sein könnte, wobei in diesem Fall der US-Einlagensicherungsfonds, die FDIC, in die Bresche springen müsste, wie sie es in diesem Jahr bislang bereits rund ein Dutzend Mal getan hat.

### **Welches sind die Auswirkungen auf die Finanzmärkte?**

Die reflexartige Reaktion der Anleger ist verständlich: Abverkauf von Finanzwerten, Auflösung von USD-Positionen, Umschichtung auf defensivere Währungen, Erweiterung der Renditeabstände am Rentenmarkt. Riskantere Vermögenswerte, z.B. Schwellenländeraktien, werden leiden, da die Liquidität knapp ist, auch wenn sie vom Epizentrum der Krise weit entfernt sind. Nach den Ereignissen vom letzten Wochenende werden Kredite noch knapper werden, wodurch die Wahrscheinlichkeit steigt, dass die in den großen Volkswirtschaften im Zeitraum 2008-2009 verzeichnete Rezession länger dauern und heftiger ausfallen wird als zunächst erwartet. Somit rechnen die Märkte mittlerweile mit früheren oder umfangreicheren Zinssenkungen als zuvor erwartet. Vor Schub dazu leistete die heutige Nachricht, dass die chinesische Notenbank überraschend früh die Höhe der Zinsen und der Pflichtreserven zurückgenommen und damit ein klares Signal ausgesendet hat, dass der fünfjährige Kreditstraffungszyklus an seinem Ende angelangt ist.

In Zeiten wie diesen suchen Fondsmanager, die nicht an vorderster Front stehen, und langfristig denkende Investoren, die Geld zum Anlegen haben, nach Schnäppchen; dies können Einzeltitel (die Bank of America fand Merrill Lynch nach den Einbrüchen der jüngsten Zeit geradezu günstig) oder ganze Teilsektoren sein; beispielsweise markierten einige Segmente der Märkte für Corporate-Anleihen und Kreditpapiere wieder die Höchststände bei den Spreads bzw. die Tiefstpreise, die zum Zeitpunkt der Bear Stearns-Affäre verzeichnet wurden. Wenn die Politik eingreift, reagieren die überverkauften Märkte meistens mit einer Bärenmarktrallye.

### **Was können die Behörden tun?**

Wie an den scharfen Ausschlägen an den Geldmärkten zu sehen war, machten Gerüchte über eine außerplanmäßige Senkung der Zinsen bei der Fed-Sitzung vom 16. September die Runde, die durch die zuletzt veröffentlichten schwachen Zahlen zur Industrieproduktion neue Nahrung erhielten. Die Gefahr dabei ist, dass ein solcher Schritt als Auslöser einer Panik dienen könnte, denn eine Zinssenkung allein kann die Probleme der US-Finanzinstitute, die kein Kapital aufreiben können, nicht lösen. Helfen würde eine Zinssenkung nur dem Häusermarkt, aber auch nur dann, wenn dadurch die Hypothekenzinsen sinken würden, was alles andere als sicher ist. Am größten ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Behörden je nach Bedarf weiterhin Liquidität in den Markt geben, so wie es heute der Fall war, und sicherstellen, dass die Märkte hinsichtlich Handelsliquidität offen bleiben. Hilfreich wäre auch eine Vereinfachung der Vorschriften, z.B. auf dem Gebiet der Rechnungslegung. Ferner müssen die Behörden genauestens darauf achten, dass der Druck, der in den vergangenen Tagen auf einigen US-Instituten gelastet hat, nicht auf die anderen Banken übergreift und dadurch die Kredite an Unternehmen und Privathaushalte noch weiter verknappert werden. Gegebenenfalls können zur Milderung dieses Drucks weitere Repo-Tender erforderlich werden. Aber von all dem abgesehen, müssen die Behörden rasch entscheiden, ob sie weitere Konkurse zulassen können oder ob sie komplex strukturierten Konzernen, wie z.B. AIG, weitere Kreditlinien einräumen sollten, damit die Marktentwicklung nicht aus dem Ruder läuft. Konkurse sind ein Instrument zur Konsolidierung des Finanzsektors, zum Abbau von Überkapazitäten und letztendlich zur Durchsetzung einer besseren Preismacht.

**Etlche behördliche Entscheidungen werden eventuell erst nach den Präsidentschaftswahlen gefällt.** Diese Schlagzeilen wirken sich naturgemäß auf den Wahlkampf aus, aber bislang haben weder McCain noch Obama ein Patentrezept parat. Alles deutet darauf hin, dass die Regulierung der Finanzmärkte 2009 ein Hauptthema für die neue Administration und den Kongress darstellen wird.

### **Die Geschichte wiederholt sich.**

Die Geschichte zeigt, dass es letztendlich immer wieder die öffentliche Hand ist, die im Rahmen schmerzhafter Anpassungsprojekte Unsummen aufwendet, um die faulen Kredite von Privatbanken zu übernehmen. Derzeit sieht es danach aus, dass diese Konsolidierung im aktuellen Fall eher scheinbar als durch die beherzte Gründung einer Auffanggesellschaft nach dem Vorbild der

*Resolution Trust Corporation (RTC)* zur Beilegung der damaligen Krise der US-Spar- und Darlehenskassen erfolgen wird.

### **Fazit**

Alan Greenspan wurde am vergangenen Wochenende mit dem Spruch zitiert, dass Geschehnisse, wie wir sie derzeit erleben, höchstens alle 50 Jahre vorkommen oder sogar als Jahrhundertereignis gelten können. Die Krise greift mit der Geschwindigkeit eines Buschfeuers um sich – oder, wie ein Broker sagte: “Am heutigen Finanzmarkt sind die Dominosteine größer und stehen enger beisammen.” Ein wünschenswertes Ergebnis wäre der kontrollierte Abbau der Fremdmittel, die in den umfangreichen Positionen stecken, welche von etlichen US-Finanzinstituten aufgebaut wurden. Dieses Prozess könnte auf vielfache Art und Weise erfolgen und sogar Zwangsverkäufe beinhalten, wobei sich für Investoren mit langem Atem durchaus interessante Chancen ergeben dürften. Dies könnte auch der Ausgangspunkt für eine Bärenmarktrallye sein – schließlich nähern sich einige Märkte charttechnischen Schlüsselwerten an, und manchen Kriterien zufolge ist in einigen Sektoren wieder Value zu erkennen.

Aber solange die fundamentalen Probleme auf dem US-Häusermarkt nicht gelöst sind und die Mechanismen der Kreditvergabe und -weitergabe nicht besser funktionieren, so dass sich die Märkte für Wohn- und Gewerbeimmobilien bzw. ABS und verwandte Instrumente stabilisieren, solange wird unsere House View auf der Hut bleiben.