

First Capital Asset Managers

KwartaalVisie Q3 2008

VISIE OP EEN ONZEKERE TOEKOMST

In onze kwartaalvisies trachten wij de verschillende beleggingscategorieën zoals aandelen, obligaties, grondstoffen, hedge fondsen etc. systematisch te analyseren en onze visie daarop te geven.

Dit keer wordt het anders.

Gezien de turbulente markt zullen er waarschijnlijk vele onbeantwoorde vragen zijn onder de lezers over wat er nu precies aan de hand is. Het is ook begrijpelijk dat men zich zorgen maakt en kennis van zaken is tenminste een manier om onnodige onrust en angst weg te nemen.

Deze *KwartaalVisie* is daarom hoofdzakelijk bedoeld om te informeren. Met een persoonlijke tint.

Zodoende zal de gebruikelijke enigszins stringente opzet van onze *KwartaalVisie* deze keer niet aangehouden worden.

Kaartenspel

Het kaartenspel kent jokers, troefkaarten, een zwarte piet en normale kaarten. Met kaarten kan je ook huizen bouwen.

Dit verhaal begint niet met huizen, het begint met de centrale banken. De centrale bank van Europa (ECB) is een onafhankelijke instelling en is zo goed als uitsluitend gefocussed op het in bedwang houden van de inflatie. Het instrument dat ze daarvoor in handen heeft is de rente. Rente is de prijs van geld. Als geld duur is koop je er minder van. Of anders gezegd: als de rente hoog is leen je minder.

De centrale bank in de VS is de Federal Reserve, ook de FED genoemd. De FED is eigendom van de commerciële banken zoals Citi Group, J.P. Morgan, Bank of America etc. De doelstelling van de FED is breder gedefinieerd dan die van de ECB, omdat factoren zoals stabiele arbeidsmarkt,

economische vooruitzichten (groei) en dergelijke daarin zijn verwerkt. De hiervoor genoemde bredere en in sommige gevallen tegengestelde doelstelling kan leiden tot "politieke" beslissingen. Onder de heer Greenspan, de voormalige FED voorzitter, gebeurde juist dat. Het streven naar economische groei werd door de financiële markt bijna zonder oog voor andere factoren maximaal gestimuleerd (lees: de rente werd laag gehouden). Dat maakte het makkelijk voor banken om goedkoop geld te lenen, zij waren bereid om dit ook aan de consumenten uit te lenen op aantrekkelijke voorwaarden. En hier begint het probleem.

Onderdeel van "the American Dream" is om je eigen huis te bezitten. De lage rente maakte het mogelijk voor miljoenen nieuwe Amerikanen om deze droom te realiseren. De vraag naar huizen steeg en dus zo ook de huizenprijzen. Andere huizeneigenaren zagen de waarde van hun huizen meestijgen, en omdat de gemiddelde Amerikaan niet vies is van geld uitgeven gingen ze geld lenen op de steeds stijgende overwaarde om nog wat meer te kunnen besteden. Geld besteden is goed voor de economie. Het leidt tot toenemende productie en meer werkgelegenheid.

Maar alles met mate. En hier ging het mis. De heer Greenspan deed, zoals gezegd, alles om de economie op gang te houden. De banken lieten alle remmen los en bleven leningen verstrekken. Ze roken het grote geld en het woord risico verdween uit hun vocabulaire. Iedereen die om geld vroeg kreeg het. Zelfs mensen die er helemaal niet om vroegen kregen het aangeboden!

Daarbij een kleine kanttekening omdat dit verschijnsel helemaal niet nieuw is. Een bijna identieke marktsituatie deed zich voor in Zweden begin jaren negentig. Dus iedere bankdirecteur en centrale bankier die iets van economische geschiedenis had gelezen en boven de 40 jaar is had kunnen weten wat er kan gebeuren. In Zweden ging het goed mis

en het eindresultaat was dat op één na alle banken werden genationaliseerd.

Maar het is wellicht te veel gevraagd te verwachten dat de heer Greenspan of de gezamenlijke top van de Amerikaanse banken deze kennis in huis (of huizenkennis) heeft.

Dus als wij in termen van kaartenspellen blijven kunnen wij beginnen met de zwarte piet uitdelen en die gaat met stip naar de FED.

Sub Prime Leningen

Maar de Amerikaanse banken gingen een stap verder dan de Zweden. Ze bedachten namelijk dat ze de hypotheek die ze aan cliënten hadden verstrekt konden doorverkopen aan beleggers. Maar dan met een hele mooie strik eromheen. En ook dit werd een bijzonder winstgevende bezigheid voor de banken. Hypotheken in groepen verzamelen, grote strikken eromheen en de deur uit. En ze kregen daar hele dikke fee's voor.

Een vooraanstaande bank in de VS die niet aan dit circus meedeed – Wells Fargo Bank – heeft aangegeven dat ze ongeveer USD 180 miljard (!!!) aan inkomsten zijn misgelopen in de jaren 2006 en 2007 omdat ze niet meededen. Maar het is ook het enige bankaandeel van de grote banken dat nu op een hogere koers staat dan aan het begin van het jaar.

Maar voor de rest was het feest voor de banken. Ten eerste omdat ze veel geld konden uitlenen aan nieuwe en bestaande huizenbezitters (en u weet wat ze rekenen aan provisies en kosten) en ten tweede omdat ze deze leningen in mooie pakketten vervolgens konden doorverkopen aan beleggers.

Maar niet alleen aan beleggers, ze konden deze pakketten ook aan elkaar verkopen. En dat was nog briljanter. Je hoefde de (Wall) Street maar over te steken en je was al USD 20 miljard aan je collega bank kwijt. Met een afsluitprovisie van minimaal 1 miljard. En de buurman was net zo "slim" (sic). Hij kwam ook aan de deur bij jou met een ander pakket van USD 20 miljard dat jij van hem kocht. Natuurlijk kon jij dat niet weigeren. Deze vriendelijke buurman had net voor USD 20 miljard aan slechte leningen van je gekocht. Dus het minste wat je kon doen was om ook

iets van hem te kopen. En ten slotte waren er nog altijd institutionele beleggers, pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen, en hedgefondsen die al te gretig deze pakketten met hoge rente wilden kopen.

Hoe het zit met de kwaliteit van deze leningen en hoe ze van slechte leningen "goede" hebben gemaakt is wellicht een beetje te ingewikkeld om uit te leggen. Maar de financiële ingenieurs bij de banken hebben om het makkelijk te zeggen gebruik gemaakt van statistiek.

Het was namelijk zo dat niet alle cliënten die een hypotheek hadden in staat waren om de rente en aflossing te betalen. Dat waren de slechte leningen – of wel de beroemde sub prime leningen. Niet alle slechte leningen waren dermate slecht. Er zaten er zelfs een paar "goede" bij. En met gebruik van kansberekening en statistiek werd in een klap 80% van deze slechte leningen "goede" leningen en het was weer tijd om er een strik omheen te doen en ze te verkopen en ook weer van de buurman te kopen. Er waren nog altijd grote provisies te vangen.

Om een beetje zekerheid te hebben dat ze later niet alleen met de zwarte piet bleven zitten gingen ze het risico dat de cliënten niet konden betalen verzekeren.

De verzekeringsmaatschappijen waren blij. In een markt met alsmaar stijgende huizenprijzen was het toch geen risico om deze leningen te verzekeren.

Verzekeringsmaatschappijen hebben er een hekel aan iets te moeten verzekeren dat risico met zich mee brengt maar in dit geval zaten ze er volledig naast. Met AIG, de grootste verzekeraar ter wereld voorop, gaven ze garanties af op deze leningen. Waarom? Omdat ze daar vette premies voor konden vangen. En dat staat heel goed op de winst en verliesrekening ieder kwartaal.

Dus de cirkel was eindelijk rond. Banken hadden zonder te kijken naar de gegoedheid van de cliënt en masse leningen verstrekt. Bovendien werden vele van deze leningen

verstrekt tegen een kortlopende variabele (toen nog lage) rente. Deze leningen werden vervolgens gekocht van en verkocht aan verschillende beleggers, privé en institutioneel, en vervolgens gedeeltelijk afgedekt met verzekeringen.

De luchtbel was op z'n top en alle betrokken partijen liepen met grote glimlachen rond en sleepten hun "welverdiende" bonussen met bakken binnen.

Vertrouwenscrisis

En zoals altijd het geval is bij een luchtbel: als het mis gaat dan gaat het goed mis. En in dit geval werd het veel erger dan "normaal". Daarom kan het ook niet worden vergeleken met bij voorbeeld de tech bubble. De tech bubble was een hype met kleine technologiebedrijven die veel te hoog gewaardeerd waren. Het barsten van de huidige luchtbel is vele malen serieuzer omdat het over banken gaat.

Banken bestaan uitsluitend vanwege het vertrouwen dat men in hen heeft of had. Als u geld op uw rekening stort is dat niet langer van u. Uiteraard krijgt u een bankafschrift met uw naam en een (hopelijk) leuk banksaldo erop. En u denkt: dit is mijn geld dat ik heb staan bij de bank. Fout. Dit is namelijk geld dat u aan de bank heeft uitgeleend. Daarom krijgt u een rentevergoeding. Uw bank heeft het geld van u geleend en wat u heeft is een vordering op de bank. De bank gebruikt uw geld om dat weer uit te lenen aan anderen, zoals aan Amerikanen die huizen willen kopen bijvoorbeeld.

Wat er nu gebeurt is, is dat er een vertrouwenscrisis is ontstaan en mensen zijn bang voor hun geld. Ik kom daar straks op terug maar zal eerst een andere aspect belichten, namelijk de interbancaire markt.

In normale omstandigheden lenen banken wereldwijd van en aan elkaar. De spaargelden bij de ene bank worden uitgeleend aan een andere bank. Deze markt is (alhoewel dat nu juist het probleem is vandaag) een heel liquide

markt. Dagelijks worden enorme bedragen van de ene bank aan de andere geleend en terugbetaald. Een goed functionerende interbancaire markt is essentieel voor ons financiële systeem.

Maar wat er dit jaar gebeurde was dat banken elkaar niet meer vertrouwden. Ze wilden geen geld meer aan elkaar lenen omdat ze bang waren dat ze het geld niet meer terug zouden krijgen.

Naarmate de "troep" (in het begin heette het sub prime leningen maar tegenwoordig heet het "toxic" – dus giftige – leningen en voor het gemak noem ik het derhalve troep) steeds minder waard werd en niemand bereid was om het te kopen verloren de banken het vertrouwen in elkaar. Daarbij komt dat nu blijkt dat de banken geen idee hadden hoeveel en wat voor troep ze allemaal hadden verzameld. Tot voor kort vonden de bankdirecteuren dat ook helemaal niet belangrijk. Als ze maar provisies konden vangen.

Geen wonder dat ze elkaar niet meer vertrouwen wetende wat voor troep ze aan elkaar hadden verkocht. En het dramatische gevolg was dus dat ze niet langer bereid waren om geld aan elkaar te lenen. De hele markt van interbancaire leningen droogde volledig op. En dat is zonder te overdrijven te vergelijken met een auto waarvan de motor zich opblaast. Die gaat niet verder! Het gaat op dit moment niet om het opblazen van de motor van één auto. Zeg maar gerust dat de motoren van alle auto's zijn opgeblazen. Zo ontstaat dus de financiële evenknie van de filevrije dag. Zeg maar gerust een maand zonder auto's op straat!

De overheid bemoeit zich ermee

Wat nu. De centrale banken moesten inspringen. In eerste instantie om de banken aan liquiditeit te helpen. Omdat de banken niet langer bereid waren om geld aan elkaar te lenen was er maar één oplossing. De centrale banken. Zodoende hebben de centrale banken geld aan de banken uitgeleend, als een soort noodoplossing voor de niet meer werkende

interbancaire markt, in hoeveelheden die wij nooit eerder hebben gezien.

Maar dat blijkt niet voldoende te zijn. Niet voldoende om het vertrouwen te redden. De volgende stap is het voorstel waarbij de overheid bereid is om de "troep" over te nemen. Als de banken de "troep" kwijt zijn - de mooie papieren die de banken eerst zo gretig aan elkaar kochten en verkochten en die vervolgens de oorzaak waren dat ze elkaar niet meer vertrouwden - dan moet het toch goed komen. Dan moeten de banken elkaar weer vertrouwen.

Maar ook dat bleek niet voldoende te zijn. USD 700 miljard bleek "too little, too late" te zijn. De dag dat het reddingsplan eindelijk werd goedgekeurd daalde de Dow Jones index rustig verder.

Het kaartenhuis, dus de banken, schudde op haar grondvesten en inmiddels waren al delen daarvan in elkaar gestort.

Spaarders

En dan de spaarder. Die had dit spektakel min of meer vanaf de zijlijn gevolgd. Hoofdschuddend, vol onbegrip en een beetje met het ver-van-mijn-bed-show gevoel. Totdat ze zich opeens realiseerden dat het niet alleen om "troep" ging, het ging om hun spaarcenten. Verdraaid!! Het zijn mijn centen, maar hoe zit het nu echt in elkaar. Toen ze doorhadden dat ze de spaarcenten aan de bank hadden uitgeleend en dat het enige dat ze daadwerkelijk hadden alleen maar een vordering op de bank was raakten ze in paniek.

En zo, omdat ze allemaal ontdekten dat de banken, hun directeuren, de centrale banken, hun directeuren, de toezichthouders, hun directeuren, de beleidsbepalers, hun directeuren - oeps! Ik bedoel, hun ministers hadden zitten pitten, gingen ze massaal hun banktegoeden opvragen. En dat is nou net wat een bank niet moet hebben. Allemaal mensen die hun rekeningen opzeggen. Daarvoor heeft

de bank namelijk niet voldoende middelen in kas.

De tussenstand is inmiddels bekend.

Iedereen die hierbij is betrokken heeft zo goed als al haar jokers gebruikt in een poging om te redden wat er te redden valt. En het gaat in sneltreinvaart. De ontwikkeling - of meer correct de neerwaartse spiraal - gaat zo hard dat wat vandaag goed lijkt morgen slecht is of andersom.

Europa

Deze crisis is ook een uitstekende gelegenheid om de saamhorigheid en eenstemmigheid in Europa te toetsen.

Voor dit examen is Europa vooralsnog op alle onderdelen gezakt.

Een paar voorbeelden. De ECB liet de rente ongewijzigd. De heer Trichet had het bij de laatste vergadering weliswaar over "afnemende inflatoire druk". Wordt wakker man! Wij zitten in een recessie. Begin oktober is de rente inmiddels verlaagd met 0,5%

Ierland en Griekenland kondigen aan dat ze alle spaartegoeden garanderen om zo te proberen een halt toe te brengen aan de rush op de banken. De Duitse premier Merkel had daar felle kritiek op om de volgende dag eenzelfde garantie af te geven. Nederland stelt voor om een gezamenlijk fonds op te zetten in Europa om de banken te helpen. De Duitsers wijzen dit af, de ministers van de belangrijkste landen in de EU komen bij elkaar en komen overeen dat ze gecoördineerd moeten handelen. Maar wel ieder voor zich! Het laatste nieuws is dat de Europese regeringsleiders hebben besloten om systeem (lees: grote) banken te steunen. Op de vraag wat een grote financiële instelling was werd geantwoord: dat moeten wij nog bepalen op een "case by case" basis. Dat is Europese politiek op hoog niveau zoals wij dat kennen.

Gezien de snelheid waarmee dit zich ontwikkeld lijkt het mij waarschijnlijk dat dit verhaal morgen al achterhaald is en dat de EU

landen gedwongen door de situatie geen andere keuze hebben dan gezamenlijk op te moeten treden.

En verder

Waar gaan wij dan heen? Heeft iemand nog een joker ergens verstopt? Ik ben bang van niet. In dit spel zitten geen jokers. Er zijn alleen verliezers en geen winnaars. Hoe het dan wel verder moet is uiteraard de grote vraag op dit moment.

Ons hele economische systeem is gebaseerd op vertrouwen. Vertrouwen in een goed werkende kapitaalmarkt. Dat vertrouwen is op dit moment beschadigd. Maar het vertrouwen komt weer terug, daar ben ik zeker van. Waarom ik daar zo zeker van ben is omdat het terug MOET komen. Er is geen alternatief. Wij gaan niet terug naar ruilhandel. Wij zullen geld blijven gebruiken als betaalmiddel en wij zullen financiële instellingen blijven gebruiken om onze gelden op de rekening te storten.

Maar de economie heeft een flinke deuk opgelopen en het zal nog lang duren voordat dit allemaal weer hersteld is. Ik denk ook dat het financiële landschap er straks heel anders uit komt te zien.

Banken zullen waarschijnlijk directeuren aanstellen die begrijpen wat ze doen. Directeuren die het woord risico kunnen spellen en daar ook invulling aan kunnen geven. De tijd van "easy money" is voorbij. Strenge eisen zullen worden gesteld voordat de banken weer geld uitlenen.

Deze kredietcrisis heeft al geleid tot somberheid bij consumenten en bedrijven. Dat betekent lagere consumptie, lagere productie, lagere werkgelegenheid. U ziet het al, neem ik aan.

Daarnaast krijgen wij te maken met commerciële banken in de handen van de overheid. De eerste "protesten" zijn er al, door de Rabobank en de ING Bank. Zij waarschuwen voor oneerlijke concurrentie.

Wel, die is er al. Spaarders hebben liever hun geld staan bij een staatsbank dan bij een bank wiens aandelen op de beurs zijn genoteerd. Dus die "oneerlijke" concurrentie is er al. Maar ja, aan wie hebben ze dat nou te danken.

Deze crisis ontstond in de VS en verspreidde zich vervolgens als een epidemie naar alle hoeken van de wereld. De crisis zal ook weer verdwijnen nadat er een aantal slachtoffers achtergelaten zijn. Door de diepte van deze crisis zullen ook onschuldige toeschouwers zwaar worden geraakt. Mensen die er niets mee te maken hebben. Mensen die niet de gelegenheid hadden om ervan te profiteren zo lang het goed ging. Gewoon de normale burger die nu meedoet aan het betalen van de rekening. De rekening van de vrije markt.

Als het stof allemaal neergedaald is zullen waarschijnlijk nog een heleboel symbolische zwarte pietten worden uitgedeeld. Het economische systeem zal weer op gang komen en mijn voorspelling is dat het land waar dit allemaal begon ook als eerste zal herstellen.

De VS kent een grote veerkracht in haar economie en bedrijvigheid waardoor deze weer het snelst zal herstellen. Het is daar vallen en weer opstaan, met een grote, flexibele arbeidsmarkt en een noodzaak om je eigen broek op te houden. Helaas ben ik wat somberder wat Europa betreft.

Er is gebrek aan samenwerking en coördinatie. De daadwerkelijke solidariteit binnen Europa is heel ver te zoeken. Nationale belangen prevaleren boven het gemeenschappelijke goed. Dit zijn slechts een paar factoren die ervoor zorgen dat het herstel veel langzamer zal zijn dan in de VS. Ik geloof ook dat sommige van de opkomende markten een stuk sneller zullen herstellen, simpelweg omdat ze niet zo dicht bij het vuur hebben gezeten. De banken aldaar zijn nauwelijks in de problemen. Of zoals president Lula van Brazilië afgelopen weekeinde zei: "Welke kredietcrisis?".

Nooit meer

Ik hoor het ze (de politici, de toezichthouders, de centrale bankiers en de bankdirecteuren

van de systeem financiële instellingen) zeggen: "Dit nooit meer". Maar ja, wie gelooft er nou een slapende, net wakker geworden politicus, toezichthouder of bankdirecteur. Ik niet.

Zoals ik zei, het is nog niet zo lang geleden dat het gebeurde in Zweden. En wat hebben ze daarvan geleerd? Niets, noppes.

Denkt men dat de aard van de mens ineens gaan veranderen. Natuurlijk niet. De mens wordt gedreven door hebzucht en angst. Dat zal ook in de toekomst tot excessen leiden. Wellicht niet binnen de komende 10 of 20 jaar maar het zal zeker, met een bepaalde regelmaat, terugkeren.

Het is uniek om een dergelijke crash mee te maken. Een van de lessen hiervan is om aan de volgende generatie te vertellen dat excessen niet houdbaar zijn. Het is een grote kunst om van andermans fouten te leren. De combinatie van zelfgenoegzaamheid en het niet willen leren van het verleden is een heek gevaarlijke. Het is, zeg maar, een directeur van een financiële instelling.

Meestal zijn wij in staat om met ons allen solide huizen te bouwen. Deze blijven generatie op generatie bestaan en kunnen tegen meerdere stootjes.

Maar er worden ook kaartenhuizen gebouwd en deze storten in elkaar.

Dit is een publicatie van First Capital Asset Managers B.V..

De visie in deze publicatie kwam tot stand in de beleggingscommissie van First Capital, waar gemeenschappelijk het beleggingsbeleid voor haar gevoerde beleggingsfondsen en haar vermogensbeheer- en adviesportefeuilles wordt vastgesteld.

De in deze publicatie vermelde gegevens zijn ontleend aan door ons betrouwbaar geachte bronnen. Aansprakelijkheid voor eventuele onjuistheden kunnen wij niet aanvaarden.

Uw gewaardeerde reactie naar:
First Capital Asset Managers B.V.
Schoolstraat 27
2242 KE Wassenaar
T: 070 5123 145
F: 070 5123 146
E-mail: info@firstcapital.nl

