

De kat op het spek.

Belangenverstrengeling wordt in organisaties vermeden omdat de gevolgen ervan meestal strijdig zijn met het officiële organisatiedoel. Zo laat men stoplichten doorgaans niet afregelen door schadeherstelbedrijven en worden rechters bekostigd uit de algemene middelen en niet door degenen die terecht staan. In de internationale financiële dienstverlening ligt dat evenwel anders.

Zo is er een instituut als de FED dat wordt bekostigd door banken in de VS, hiervan is al eerder gewag gemaakt. Het vergt doorlopend intellectueel trapezewerk de acties van de FED niet als belangenbehartiging voor de grote banken te zien. Een vorm van dienstverlening die tot nu toe in de Nederlandse pers min of meer buiten schot is gebleven is de z.g. "credit ratings business". De belangrijkste Credit Ratings Agencies, Moody's, Standard & Poor en Fitch hebben een cruciale functie in het internationale geldwezen en ...ze worden betaald door de instituten waarvan ze de ratings moeten bepalen. Banken, bedrijven en overheden die leningen uitgeven zijn dus de broodheren van de credit raters.

Reden tot optimisme met betrekking tot de objectieve waarde van de risico ratings is er niet. Het débaclé rond Enron kwam als een donderslag bij heldere hemel, Worldcom en de verslechterde leningen van de Amerikaanse automobiellindustrie zag niemand aankomen. Verongelukte gesecuriseerde subprime leningen hadden hoge ratings, CDO's in het algemeen zijn, zo is nu gebleken, te vaak als zeer veilig ingeschaald. De problemen met de kredietverzekeraars / monoliners, Ambac en MBIA, overvielen de markten, zowel Ambac als MBIA hadden (en hebben nog steeds) een AAA-rating. Kennelijk vraagt niemand zich af hoe het mogelijk was dat de ontwikkelingen bijna iedereen verrasten.

Niet de belanghebbenden bij een correcte rating, dus de investeerders / beleggers betaalden de genoemde instituten maar de uitgevers van de leningen en CDO's. Het begon ooit met vrijwillige bijdragen (vanzelfsprekend in de kosten) maar al snel was er van vrijwilligheid nog nauwelijks sprake. Amerikaanse staatsobligaties hebben een AAA-rating; de Amerikaanse overheid betaalt de credit ratings bureaus voor de afgegeven ratings. De kredietwaardigheid van de Amerikaanse overheid was met de onvoorstelbaar grote staatsschuld, het recordtekort op de meest recente begroting (waarin de oorlogsuitgaven niet eens zijn opgenomen) zeker niet optimaal. Na de toestemming die het Amerikaanse congres donderdag j.l. gaf om ca \$165 mld uit te delen onder de Amerikaanse bevolking, is in termen van krediet- en inflatierisico de huidige rating waarschijnlijk niet meer te verdedigen. Toch mag niet verwacht worden dat er spoedig een aanpassing zal volgen. De wal zal het schip dus uiteindelijk moeten keren.

Investeerders zijn afhankelijk van de nauwkeurigheid en juistheid van de risicoschattingen van leningen door de kredietbeoordelaars. De gevolgen van verkeerde keuzes, n.l. te hoge risico's, kunnen voor pensioenfondsen, (inkomens)verzekeraars en obligatiebeleggers vreselijk zijn. Pensioenen, lijfrenten en inkomens van miljoenen mensen kunnen dan in de gevarenzone komen en misschien zelfs geheel of gedeeltelijk verdampen.

Als duidelijk wordt dat de ratings van Moody's c.s. inderdaad systematisch te hoog zijn (op dit moment liggen de ratings van monoliners onder vuur) dan zit er veel meer ellende in het internationale leningencircuit dan ooit door de meest sombere zwartkijker gedacht is. Vele instituten zullen dan gedwongen zijn / worden hun portefeuilles geheel of gedeeltelijk te liquideren. Zowel de (verzekerde) leningen als de daarop gebaseerde derivatenstructuur worden dan onhoudbaar.

Het beeld dat de beurzen laten zien verbetert ondertussen zeker niet. Zowel in de VS als in Europa begint de niet aflatende stroom slechte berichten effect te sorteren. Niet helemaal duidelijk is het of men reageert op de naderende recessie of op de onzekerheden in het internationale monetaire systeem. De vlucht van beleggers in veilig geachte staatsobligaties is voor de huidige situatie niet ongewoon. Opmerkelijk is de verschuiving in het taalgebruik van commentatoren en analisten als het gaat over problemen in de VS. Aanvankelijk sprak men van een zachte landing, later van gematigder groei, vervolgens van een milde recessie en nu wordt het adjectief "mild" regelmatig weggelaten. De bezweringsformules hebben dus niet gewerkt en de wereld van verschil tussen berichtgeving van de Amerikaanse overheden en de werkelijkheid wordt steeds beter zichtbaar. "The fish is rots from the head down".

De charts suggereren dat er nog steeds een behoorlijk neerwaarts risico zit in de markten. Belangrijk ijkpunt zal het 50% fibonacci niveau zijn. In Europa is dat al meer in zicht dan in de VS. Of er ooit een situatie gaat ontstaan waarin de gigantische staatsschulden van de VS gaan worden meegewogen in de rating van treasuries, inflatie als risico op schuldontwaarding zal worden gezien en een negatieve reële rente als ongewenst zal worden beschouwd, is onbekend. Dramatisch dalende koersen van Amerikaanse staatsobligaties zullen dan een eerste teken van doorbrekend inzicht zijn. De kopers van goud nemen, gezien de ontwikkeling van de goudprijs, het zekere voor het onzekere. Misschien hebben ze gelijk, het spek is verdwenen en de kat heeft last van indigestie.

