

De rekening.

In de Zwitserse Sontags Zeitung verscheen vorige week een artikel gebaseerd op selectief doorgespeelde informatie uit een vertrouwelijk rapport van de researchafdeling van de vermogensbeheerder / hedgefundmanager Bridgewater Associates. BA staat bekend als een organisatie die met groot succes streeft naar excellentie op alle gebieden waarop ze actief is. Die uitmuntendheid geldt ook voor de research die gedaan wordt; dus als BA met een rapport komt dan is dat zowel wetenschappelijk als voor de professe een serieus te nemen zaak. De groep beheert op dit moment vermogens ter waarde van ca \$ 160 mld.

BA heeft onderzoek gedaan naar de mogelijke gevolgen van de kredietcrisis en de uitkomsten daarvan zijn zonder meer onheilspekkend te noemen. Zo is het geschatte bedrag van de afboekingen die nog moeten worden gedaan door vooral banken, verzekeraars en pensioenfondsen niet een deprimerende \$ 400 miljard zoals eerder werd gemeld door Goldman Sachs, maar een beangstigende \$1600 mld op een totaal van riskante credit based assets in de VS van \$ 26600 mld. Dat is een verlies van ca 6% bij de huidige prijzen. Als de prijzen van de assets verder dalen -en dat zal gebeuren als ze gedwongen moeten worden verkocht- dan wordt het potentiële verlies snel groter. \$1600 mld is overigens al ruimschoots voldoende om het internationale monetaire systeem over de rand te duwen.

Onderbouwing van de risico's geschiedt o.a. met de volgende argumenten.

- Er zitten nog zeer grote te nemen verliezen in kerstboom van structured products, vooral als ze verzekerd c.q. gegarandeerd zijn o.b.v. te optimistische credit ratings.
- In de bedrijfsmatige sfeer (automotive in de VS, bouwers, projectontwikkelaars, kleine ondernemers) zitten er nog veel slechte vooreringen in de pijplijn.
- De subprimeverliezen zijn waarschijnlijk goeddeels geleden doch er is nog geen rekening gehouden met problemen op de volgende daarmee samenhangende probleemgebieden.
 - \$ 800 mld aan bedrijfsschulden waarvan ca \$ 550 mld dubieus is,
 - \$ 150 mld aan commerciële leningen die moet worden afgeschreven,
 - prime en Alt A hypotheekleningen die onzeker aan het worden zijn, het betreft hier een bedrag dat minimaal het zesvoudige is van dat van de subprime hypotheekleningen.
- Riskante leningen aan bedrijfsopkopers (\$ 1100 mld alleen aan erkend problematische junkbonds) in de boeken van de banken; men probeert hier op grote schaal evt. met discounts vanaf te komen.
- Herwaardering van premiereserves en pensioendeckingen als gevolg van te optimistische credit ratings en rendementsschattingen leidt tot extra afwaarderingen.
- Een nog onbekend doch hoog bedrag aan credit-card schulden is oninbaar, consumenten zitten te zwaar in de schulden en goedkoop geld is niet meer voor ze beschikbaar.
- Aantrekken van nieuw kapitaal om de balansverhoudingen op te frissen wordt steeds lastiger; de Social Welfare Funds (SWF) hebben hun gedane kapitaalinjecties t.b.v. banken door de beursontwikkelingen snel in waarde zien verminderen. Het is de vraag wie er nu nog staan te springen om met nieuw kapitaal op de proppen te komen.
- Banken in met name de VS en Europa zullen op korte termijn minimaal nog ca \$ 400 mld nodig hebben om de naderende problemen het hoofd te kunnen bieden. Onvoldoende kapitaal betekent afbouw van posities die daardoor in prijs dalen. Een negatieve spiraal ontstaat dan gemakkelijk.

Als het voorgaande allemaal waar is dan is het dieptepunt van de kredietcrisis nog niet bereikt. Een proces van "deleveraging" is eigenlijk nog maar net gestart. De avonturen van de beide FM's (Fannie Mae & Freddie Mac) in de afgelopen week maken duidelijk dat de overheid in het land van het vrije ondernemerschap op steeds groter schaal moet bijspringen.

Soms komt het er op neer dat banken zoals Bear Stearns worden doorgeschoven naar bevriende instituten (JP Morgan Chase is een belangrijke aandeelhouder van de FED en onder controle van de familie Rockefeller).

Als de activiteiten zoals bij de FM's te ver van het "normale bankbedrijf" afliggen en de instellingen zo groot of belangrijk zijn dat de maatschappelijke schade bij omvallen te groot wordt dan is herfinanciering door de overheid die daartoe de geldpers aanzet kennelijk automatisch aan de orde.

Bij \$ 1600 mld aan af te schrijven balanswaarde is het niet onwaarschijnlijk dat er ook in Europa banken zullen worden samengevoegd of feitelijk in de handen van de overheid zullen overgaan.

De uitkomst van dit proces is vanzelfsprekend strijdig met de uitgangspunten van de vrije markt economie. Enige (uiteraard intellectuele) nieuwsgierigheid naar wie over enkele jaren geprofiteerd zullen hebben van de huidige gang van zaken, valt daarom moeilijk te onderdrukken.

Om een aantal ontwikkelingen voor de komende tijd aan te geven is geen paranormale begaafdheid nodig. De meest voor de hand liggend door te trekken lijnen zijn:

- De omvang van de uit te zetten kredieten zal verder afnemen. Het afgelopen halfjaar is het beeld nog vertekend doordat leningen weer op de bankbalansen verschenen als gevolg van desecuritisaties. De laatste maanden echter is er toch sprake geweest van een netto contractie van ca 160 mld. Dat is de grootste afname (procentueel) in ca 30 jaar. De daling krijgt in het licht van de ongedaan gemaakte securitisaties extra relief.
- Banken blijven op zoek naar nieuw kapitaal, de koersen van financials zullen de komende tijd dus onder druk staan.
- Een aantal pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen zal in de problemen gaan komen.
- Centrale banken en overheden kunnen niet zonder onaanvaardbare risico's te nemen van banken eisen dat ze hun balansen volledig saneren. Ze zullen tijd moeten kopen met toegeeflijkheid ten aanzien van solvabiliteit en kredietrisico's. Die tijd is nodig om financials de gelegenheid te geven orde op zaken te stellen zonder onmiddellijk grote maatschappelijke rampspoed te veroorzaken. Slechte vooreringen zullen nog lang de bankbalansen ontsieren. De gang van zaken doet verdacht sterk denken aan het Japanse crisismodel met langdurig wankelende banken en deflatie.
- Er zullen banken omvallen c.q. worden genationaliseerd c.q. (verplicht) worden ondergebracht, al dan niet gesplitst en opgedeeld, bij andere banken..
- Overheden, vooral die in de VS zullen het steeds lastiger krijgen om de financiering van de gevolgen van de kredietcrisis rond te krijgen. De leencapaciteit neemt door inflatie en slechte solvabiliteit af. Ook daarom is er geen alternatief voor het tijdelijk sluiten van de ogen voor de gevolgen van de monetaire losbandigheid.
- De koers / winstverhoudingen zullen gaan dalen en toekomstige winsten zullen lager worden ingeschat, want de BLS cijfers over de VS-economie zijn onjuist en dat zal duidelijk worden. De Europese cijfers worden nu al naar beneden bijgesteld.
- Er komen uitstekende koopgelegenheden voor sterk ondergewaardeerde goed lopende bedrijven die op een verstandige wijze met hun maatschappelijke verantwoordelijkheden omgaan.
- De rekening zal per saldo worden betaald door:
 - aandeelhouders en werknemers van de financials die het loodje gaan leggen,
 - aandeelhouders en werknemers van bedrijven die gaan bezwijken onder de schuldenlast waarmee ze door te scherpe financiering door raiders zitten opgescheept,
 - belastingbetalers wier geld wordt gebruikt voor steunacties cq nationaliserings,
 - een middenklasse die de waarde van het geld (aanvankelijk) ziet teruglopen om daarna geconfronteerd te worden met een verlamme deflatie
 - huizenbezitters die geconfronteerd worden met de illiquiditeit van hun belegging.
- Één ding is echt zeker, degenen die de monetaire chaos hebben veroorzaakt betalen de rekening niet.