

Door Pieter Wind,
directeur Investment Content Management bij ING Investment Management

Debiteurenrisico en liquiditeit

lige jaar? Vastgoed is de beleggingscategorie waar de ellende feitelijk mee begonnen is, de Amerikaanse huizenmarkt. Deze categorie werd ook stevig getroffen door de verslechterende economische vooruitzichten en de plotseling sterk oplopende rente. Omdat de rentetarieven de laatste tijd weer sterk dalen, behoort een herstel in 2009 tot de mogelijkheden. Vastgoedfondsen met een beperkte schuld en een portefeuille van hoogwaardige panden deden het vergeleken met de meeste aandelen relatief goed. In de AEX is Wereldhave daar een voorbeeld van, met een verlies van 'slechts' 16 procent. Het zwaarder gefinancierde Corio verloor wel ruim 40 procent.

Grondstoffen en energieprijzen zijn zeer gevoelig voor economische cycli, nog meer dan aandelen. De prijs van een vat ruwe olie begon 2008 rond de 100 dollar, steeg naar bijna 150 dollar en sloot het jaar af op nog geen 40 dollar. Halverwege het jaar vielen analisten over elkaar heen met koersdoelen van 200 dollar of meer voor een vat olie. Goud hield zich relatief goed en sloot het jaar nagenoeg onveranderd af, geholpen door zijn traditionele status van vluchthaven in onzekere tijden. Andere metalen zoals zilver, aluminium en koper daalden wel sterk in prijs.

Staatsobligaties is de categorie waarin men achteraf in 2008 had moeten beleggen. Terwijl de rente op bedrijfsobligaties explodeerde daalde die op staatsobligaties juist, waardoor de prijzen stegen. Andersom geredeneerd kan men ook stellen dat staatspapier een vlucht categorie was en dat beleggers hierdoor de prijzen opjoegen waardoor de rentes daalden. De kip of het ei, maar feit is dat staatsobligaties het goed deden.

DE KANSEN VOOR 2009

Het jaar 2008 was extreem en de ontwikkelingen in met name de financiële sector waren daar ook naar. Maar zoals gezegd zijn er heel wat kinderen met het badwater weggespoeld. 2009 wordt daarom een jaar waarin de ware belegger zal opstaan. Veel aandelen en obligaties zijn terecht zwaar afgestraft, maar evenzoveel ook onterecht of in ieder geval te zwaar. Dat biedt grote kansen. Aandelen van bedrijven die de stevige recessie waar wij nu middenin zitten goed doorstaan, bieden op het huidige koersniveau een enorm potentieel. Kies daarbij voor de marktleiders met een sterke balans. ■

Velen in de beleggingsindustrie zijn blij dat 2008 achter ons ligt. In verwoestend tempo werden analyses neerwaarts aangepast, beleggingsposities heroverwogen en de informatie en communicatie naar klanten naar extreem verhoogd niveau gebracht. Dit terwijl de rendementen in deze neerwaartse beurs natuurlijk gewoon negatief zijn. In het rampjaar 2008 is keihard gewerkt voor nop. Hopelijk wordt 2009 wat dit betreft beter.

Zo op de drempel van het nieuwe jaar is het goed eens wat afstand te nemen en lering te trekken uit de gebeurtenissen. Terugkijkend zou ik twee factoren willen noemen die bij mij scherp op het netvlies zullen blijven staan de komende tijd. Het betreft twee risicofactoren waarvan de risicopremies eigenlijk ten onrechte geminimaliseerd waren. Risico's die in de jaren voor 2008 eigenlijk een beetje vergeten waren.

Het eerste is het debiteuren- ofwel faillissementsrisico. Natuurlijk weet iedereen dat bedrijven failliet kunnen gaan. Maar dit risico bleek niet of nauwelijks geprijsd. Om een voorbeeld te noemen: bedrijven waren in de jaren van voorspoed ongeveer even kredietwaardig als de Nederlandse staat, getuige de minimale renteopslag. Dit is hard gecorrigeerd in 2008 in zowel aandelen- als kredietmarkten. Maar elke beleggingstitel is in meer of minder mate kwetsbaar. Zo beseften weinigen dat ook structuren of notes een debiteurenrisico kennen. De les is hard geleerd door bezitters van garantieproducten van Lehman. Het debiteurenrisico is beleggingstechnisch een vreemd risico. Het heeft een zeer lage kans, maar de impact op portefeuilles is zeer omvangrijk. Het vermijden van faillissementen is in mijn ogen een van de belangrijkste beleggingsopdrachten voor 2009. Want een sterke stijging daarvan ligt op de loer.

Het tweede onderschatte risico is dat van liquiditeit. In de goede tijd is veel geld belegd in risicovolle, vaak minder liquide markten of producten. Daar stond een relatief hoog, maar wel afnemend rendement tegenover. Maar in het geweld van 2008 zijn twee bronnen van liquiditeit opgedroogd. De vijf grote investment banks van Wall Street onderhielden via hun handelsboeken een deel van de markt in vele van deze exotische markten. Nu ze er niet meer zijn of tot algemene bank zijn omgevormd en dus veel minder risico mogen nemen, is deze bron van liquiditeit zo goed als opgedroogd. De tweede veroorzaker van minder liquiditeit is het afknippen van de 'prime brokerage', de levensader van de hedgefundindustrie. Deze industrie verzorgde in de goede jaren een fors deel van de dagelijkse handel. Nu is zij krimpende. De inschatting is dat door deze structurele oorzaken de liquiditeit in vele exotische markten en producten niet meer zal terugkeren naar de vroegere niveaus. Dat impliceert de terugkeer van een flinke liquiditeitspremie, want het omvangrijke verschil in de bied/laatkoersen voor exotische markten of producten moet worden goedgemaakt. Dit zal beleggingsbeslissingen ten aanzien van deze categorie markten en producten negatief beïnvloeden. En niet ten onrechte, dat heeft 2008 ons wel geleerd. ■

