

Augustus oogstmaand

Het was weer eens raak; net werden de eerste 'corporate' handdoekjes bij het zwembad uitgerold of de zich al voortetterende crisis in de risicovolle sub-prime hypotheekmarkt in de VS slaat door naar allerlei financiële instellingen en er ontstaat een kredietcrisis. De vakantie voor de managers van het ri-



Door
Coby van der
Linde

sico was al voorbij voordat ze goed en wel begonnen was. Degenen die nog geprobeerd hebben om de posities van de portefeuille via internet en 'blackberry' naar veiligere oorden van de kapitaalmarkt te loodsen, in de hoop dat het bij een kortstondige hik zou blijven, hebben uiteindelijk de rand van het zwembad vervroegd moeten verruilen voor het kantoor. De ingrepen van de diverse centrale banken boden wel enige soelaas, maar kon de onderliggende oorzaak van de crisis niet wegnemen, die lag namelijk bij de risicomanager zelf.

Déjà-vu

Door de risico's op te knippen en in stukjes door te verhandelen was de illusie ontstaan dat zelfs de grootste risico's op deze manier onschadelijk werden gemaakt. Een denkfout die ook ten grondslag lag aan de al bijna vergeten schulden crises van de jaren tachtig van de vorige eeuw. Door het spreiden van de risico's dacht men onbeperkt

grote risico's aan te kunnen gaan door nieuwe producten en markten aan te boren. Het probleem zit in het feit dat dit soort transacties ongemerkt risicovoller wordt voor het systeem als het op grote schaal wordt toegepast; klasse verdraagt geen massa. Door de steeds omvangrijkere verkoop van risico's nemen de risico's in het systeem toe, ook voor diegenen die zich helemaal niet in die markt ophouden omdat het eigendom van slechte schulden wordt gesocialiseerd. Augustus is oprecht een oogstmaand.

Herwaarderden

Het proces van afwaarderden van schulden en vorderingen is begonnen en zolang niet bekend is hoe groot de kwetsbaarheid van de verschillende banken en andere financiële instellingen is, zal de kredietmarkt redelijk opgedroogd blijven, ondanks de grote interventies van de centrale banken. Foto's van vakantievierende wereldleiders ten spijt kunnen niet verhullen dat deze crisis een ernstige is. Immers, dit keer zijn het niet beleggers die de waarde van bedrijven tot onrealistische hoogten hebben gestuwd, zoals in de dot-com crisis, maar het zijn de financiële instituties zelf die in het middelpunt staan van de crisis. Deze instellingen nemen ook een centrale rol in de financiering van allerlei energieprojecten. Zo kan het achterraken op de hypotheekbetalingen van 'John Smith' reiken tot in de krochten van de energiemarkt ergens in Europa, Azië of Zuid-Amerika. Want wie zegt dat het onderzoek naar risicovolle po-

sities bij banken niet zullen leiden tot het herwaarderden van leningen aan de energiesector? Immers, de aanzienlijke kostinflatie van pijpleidingen, nieuwe velden en andere infrastructuurprojecten moet toch ook de bankjongens en -meisjes opvallen. De sterk opgelopen projectkosten werden weliswaar de afgelopen jaren nog gecompenseerd door de prijsstijgingen, maar het tempo van beide belangrijke grootheden lijkt toch niet helemaal in de maat te lopen. Bij menig geldschietter zou een alarmbel moeten afgaan.

Prijs van risico

De kostenoverschrijdingen van grote energieprojecten van de laatste jaren zijn een indicatie dat het prijzen van risico in de sector überhaupt steeds moeilijker is geworden. De honger naar energie was echter zo groot dat dergelijke nieuwe risico's voor lief werden genomen zolang de opwaartse druk op de prijzen bleef bestaan. De liquiditeit in de markt werd de laatste tijd vooral gedreven door de zogenoemde hedgefondsen, ook van banken, die momenteel in zwaar weer terecht zijn gekomen door de hypotheekcrisis. De financiering van overnames, nieuwe projecten en het ophalen van kapitaal door gedeeltelijke privatisering in Rusland en Centraal Azië zijn deels betrokken in de huidige malaise. Zo is er momenteel weinig handel in GDR's (*global depository receipts*), waarmee bijvoorbeeld het Russische olieconcern Rosneft en andere centraal-Aziatische bedrijven zich op de Londense markt registreerden en geld ophaalden.

Het is mogelijk dat de banken tijdelijk wat meer voorzichtigheid aan de dag leggen totdat de posities zijn geherwaardeerd en geabsorbeerd. De kosten van lenen kunnen ook hoger worden omdat de status van een bank of onderneming, betrokken in de energiesector, wordt afgewaardeerd. Vooral Kazachstan lijkt hierdoor in de problemen te komen. Voor nieuwe projecten kan de voorzichtigere opstelling van financiers een tijdelijke hobbel creëren, omdat strategische investeringen met minder toekomstig optimisme worden geprijsd. Voor de strategische projecten die toch op commerciële basis moeten plaatsvinden, zoals de (Nabucco-)pijpleiding (de gaspijpleiding van Turkije naar Oostenrijk), moet misschien wel weer een paar jaar studie opgeteld worden.

Reflectie

De werkelijke impact van de kredietcrisis is nog niet duidelijk. Zo is het niet uitgesloten dat de vraag naar energie tijdelijk wat afvlakt en er minder haast wordt gemaakt met de grote investeringsprojecten, waar we dan later wellicht weer de wrange vruchten van plukken. Zo zal en passant wel de huidige kostinflatie wat afgeremd worden. Een dergelijke adempauze is misschien een goede oogst en kan tijdelijk de kwaliteit van de besluitvorming over nieuwe investeringsprojecten ten goede komen. Totdat de markt weer als een kudde achter een nieuwe 'John Smith' aanloopt.

Coby van der Linde is hoofd van het Clingen-dael International Energy Programme, hoogleraar Geopolitiek en Energiemanagement aan de Rijksuniversiteit Groningen en lid van de Algemene Energieraad. ■