

# Van 'backward' naar 'forward looking' risicobeheer

DRS. SIMON HEERINGS, HEAD OF INSTITUTIONAL BUSINESS EUROPE FIRST CREDIT RESEARCH EN  
DRS. STEFAN ORMEL, DIRECTEUR BELEGGINGEN, FIRST INVESTMENTS

**De omvang van de kredietcrisis heeft veel beleggers volledig verrast. De verliezen op sommige leningen van banken uit de PIIGS-landen en op Griekse staatsobligaties waren bijvoorbeeld veelal een factor tien groter dan voorspeld. De vraag is of we dit risico vooraf beter hadden kunnen inschatten. Anders gesteld, bestaat er een betere manier van risicoschatting dan die via traditionele 'backward looking' risico- en allocatiemodellen?**

Het antwoord is ja. Het blijkt mogelijk te zijn om risico's beter en eerder in te schatten dan is gebeurd in de aanloop naar de PIIGS-crisis. In dit artikel wordt gepresenteerd hoe.

## Fundamentele risicofactoren

De traditionele risicomodellen zijn gebaseerd op historische tijdsreeksen: 'backward looking'. De grootste herwaarderingsrisico's zitten echter vaak juist in die beleggingen die, op basis van hun historische gegevens, geacht worden veilig te zijn. In een traditioneel risicomodel hadden deze beleggingen dus een relatief lage risicobijdrage, maar bleken achteraf niet zo veilig te zijn. Toch waren de problemen in de PIIGS-landen al jaren voor de crisis zichtbaar in de fundamentele risicofactoren van deze landen. Een hoge en stijgende staatsschuld (Griekenland), een afnemende concurrentiepositie wat leidde tot een tekort op de lopende rekening (vrijwel alle PIIGS-landen), een 'booming' huizenmarkt, veroorzaakt doordat mensen zich massaal in de schulden staken (vooral Spanje en Ierland) enz. De waardering (risicospreads) van beleggingen uit deze landen lagen echter op vrijwel hetzelfde niveau als die van landen die er fundamenteel beter voor stonden (Duitsland, Nederland, enz.). De combinatie van verslechterende fundamentele factoren met hoge waarderingen maakte dat het herwaarderingsrisico sterk was toegenomen. Om tot een 'forward looking' risicoschatting te komen, zullen dus zowel de ontwikkeling van fundamentele factoren als de actuele waarde-

ringen expliciet moeten worden meegenomen. Door op deze manier naar risico's te kijken kunnen paradigma-verschuivingen op tijd worden herkend.

De eerste vraag is welke fundamentele risicofactoren belangrijk zijn. De oorzaak van een crisis ligt vaak in een combinatie van verschillende factoren die gelijktijdig verslechteren. Op basis van een analyse van historische crises zijn we tot de conclusie gekomen dat de belangrijkste fundamentele risicofactoren onderverdeeld kunnen worden in de volgende categorieën:

- *Economic strength*: hoe ontwikkelt de economie zich op korte en lange termijn? Voorbeelden van factoren zijn o.a. concurrentie- en innovatiekracht.
- *Fiscal strength*: hoe staat de overheid er financieel voor op zowel korte als lange termijn? Voorbeelden van factoren zijn o.a. begrotings-tekort of -overschot en kosten van vergrijzing.
- *Monetary Stability*: hoe stabiel is de valuta en de inflatie? Voorbeelden van factoren zijn o.a. omvang van de valutareserves en van het handelstekort of -overschot.
- *Institutional strength*: hoe stabiel en effectief is de overheid? Voorbeelden van factoren zijn o.a. mate van corruptie en kloof tussen arm en rijk.
- *Sustainability*: hoe duurzaam is de economie? Voorbeelden van factoren zijn o.a. vitaliteit en diversiteit van het ecosysteem.
- *Prosperity*: hoe welvarend is een land? Voorbeelden van factoren zijn o.a. bruto nationaal product per inwoner en de levensverwachting.



Stefan Ormel

Is er een volgende bubbel in de maak?

- *Event risks*: zijn er onevenwichtigheden/ bubbels die kunnen barsten? Voorbeelden van factoren zijn o.a. schulden private sector en betaalbaarheid huizenmarkt.



Simon Heerings

Om wereldwijd van de circa 100 grootste economieën/landen een onafhankelijk risicoschatting mogelijk te maken is een model ontwikkeld. In totaal worden meer dan 50 factoren maandelijks geactualiseerd. Het aantal onderliggende subfactoren is meer dan 250. Door aan al deze factoren een weging toe te kennen, kunnen 'real time' landenratings worden berekend. Voor ieder land wordt zowel een obligatierating als een aandelenrating berekend. Hierbij worden verschillende gewichten toegepast. Zo zijn factoren inzake *fiscal strength* veel belangrijker voor obligaties, terwijl factoren inzake *economic strength* belangrijker zijn voor aandelen.

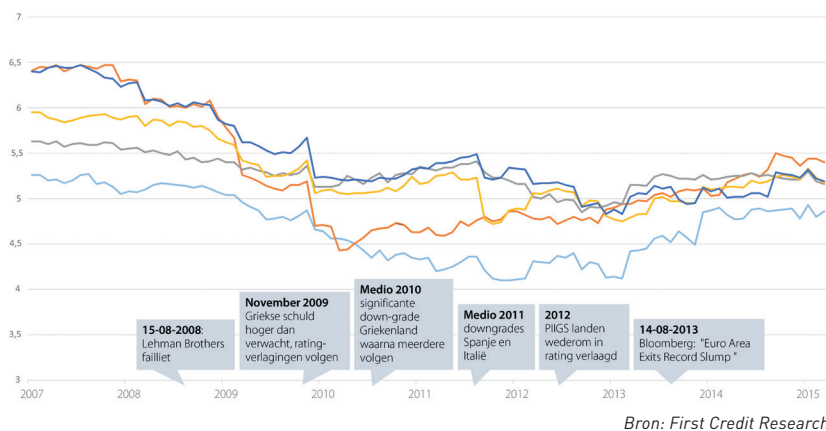
### Ontwikkeling ratings gedurende crisis

Afbeelding 1 toont de in de voorgaande alinea beschreven fundamentele ratings voor de PIIGS-landen. Hieruit valt op te maken dat voorafgaand aan de Europese schulden crisis de fundamentele factoren tijdig een indicatie gaven van de afnemende kredietwaardigheid van deze landen. In november 2009 bleek de Griekse schuld hoger dan gedacht waarna de rating agencies voorzichtig begonnen met het verlagen van de ratings. De rente op Griekse staatsobligaties schoot vanaf dat moment omhoog (afbeelding 2). Kijkend naar de fundamentele rating zien we dat deze voor alle PIIGS-landen al vanaf begin 2007 aan het dalen was. De voornaamste oor-

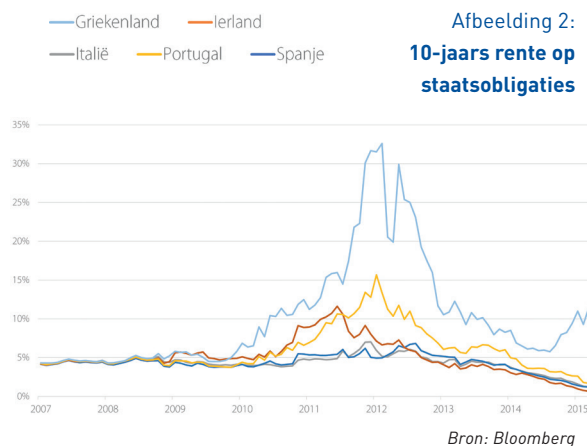
zaken voor de daling van de fundamentele rating betroffen het ontstaan van een vastgoedbubbel, de verslechtering van monetaire stabiliteit, oplopende schulden in de private sector en een daling van het vertrouwen van consumenten en bedrijven. Vanaf medio 2009 wordt de crisis binnen bijna alle fundamentele categorieën en factoren zichtbaar terwijl op dat moment de markten zich eigenlijk alleen nog maar focussen op Griekenland en Ierland. Pas in 2011 ontstaat er onrust op de financiële markten bij zowel Italië als Spanje en worden de officiële kredietratings geleidelijk aan verlaagd. De credit rating agencies lopen door deze verlagingen duidelijk achter de feiten aan. De laatste verlagingen van credit ratings komen immers op het moment dat je als investeerder juist weer in zou moeten stappen. De fundamentele ratings laten juist veel eerder de bodem zien en zijn in de meeste gevallen een leading indicator voor toekomstige prijsbewegingen.

Uiteindelijk lijkt de rust medio 2013 weer te zijn teruggekeerd, de rentes dalen en er volgen voor alle PIIGS-landen verhogingen van de officiële kredietrating. De Europese schulden crisis toont ons dat de fundamentele factoren essentieel, voorspellend inzicht geven in de kredietwaardigheid van een land en dus een belangrijk onderdeel van het beleggingsproces zouden moeten zijn. Overigens is bij de fundamentele rating op dit moment slechts een beperkt herstel te zien terwijl de rentes van met name Portugal, Italië, Spanje en Ierland ruim onder het niveau van voor de crisis zitten. Is er een volgende bubbel in de maak?

Afbeelding 1: fundamentele landen rating



Afbeelding 2: 10-jaars rente op staatsobligaties



## **Van fundamentele ratings naar herwaarderingsrisico**

Bovenstaande analyse laat ook zien dat herwaarderingsrisico (het risico dat een belegging in waarde daalt) niet gelijk is aan het fundamentele risico. Een hoge fundamentele rating betekent niet automatisch dat het herwaarderingsrisico laag is en vice versa betekent een lage fundamentele rating niet automatisch dat het herwaarderingsrisico hoog is. De cruciale vraag is namelijk in hoeverre de financiële markten de fundamentele risico's correct hebben ingeschat. Duitse staatsobligaties hebben een hoge rating, maar wanneer iedereen in deze obligaties belegt en de effectieve rendementen laag zijn, dan is er wel degelijk neerwaarts herwaarderingsrisico. Anderzijds, toen na de afwaardering van Griekse staatsobligaties er maar weinig beleggers interesse hadden in deze obligaties, was er in feite meer risico in de koers verwerkt dan op basis van de fundamentele factoren gerechtvaardigd was. Het neerwaartse herwaarderingsrisico was op dat moment dan ook laag. Dit bleek uiteindelijk ook het geval te zijn toen de prijzen zich herstelden.

Kortom: bij herwaarderingsrisico gaat het altijd om een combinatie van fundamentele risico's en de mate waarin deze risico's verwerkt zijn in de waardering van beleggingen.

## **Conclusie**

Het wordt tijd voor een omslag in het denken over herwaarderingsrisico's. Risico's ontstaan namelijk nooit vanuit het niets. Er zijn altijd fundamentele oorzaken. Continu inzicht in de ontwikkeling van de fundamentele risicofactoren geeft houvast om in een vroegtijdig stadium neerwaartse trends te ontdekken en om kansen op extra rendement te benutten. Emoties (overreacties) hebben op de korte termijn invloed op markten. Dit leidt tot inefficiënties in de prijs. Echter, op de langere termijn prevaleert de fundamentele intrinsieke waarde van beleggingen en zullen hun koersen daardoor bepaald worden. Met dit in gedachten is het voor portefeuillemanagers, risicomangers, ALM'ers en beleggingsstrategen van groot belang om de basis van de beleggingen, de *fundamentals*, een prominente plek te geven bij de vaststelling van het beleggingsbeleid. ←