

Wat Han Solo en Luke Skywalker – lang, lang geleden en ver, ver weg – al mochten ondervinden, ervaren nu ook de Arabische oliesjeiks en de Chinese overheid. Beide stuurden aan op een neerwaartse spiraal, de eerste in de olieprijsen, de tweede in het groeitempo van haar industriële economie en dit telkens om hun eigen strategische redenen. Ze ondervinden nu alle twee dat je nooit ongestraft solt met het Kwade. Eens de duistere machten zijn opgeroepen, ontbundelen ze hun destructieve krachten in die mate dat een gewone sterveling dit geen halt meer weet toe te roepen.

Op zich hebben we slechts een beperkte sympathie voor de Saudi-Arabische sjeiks. De olieprijsen stonden in het recente verleden gewoon veel te hoog op een gemanipuleerd niveau via een strikt gedisciplineerd kartel dat systematisch de opgepompte hoeveelheden van de zwarte smurrie onder de benodigde hoeveelheid hield. Maar de economie heeft haar eigen verdedigingsmiddel tegen zulke praktijken en ontwikkelde diverse alternatieven. Eén ervan – schaliegas – was zelfs zo succesrijk dat het de machtspositie van het oliekartel fundamenteel wist te bedreigen en tegen eind 2014 zelfs de belangrijkste energieleverancier was geworden. De kostprijs voor het winnen van deze gassen lag echter boven de \$ 50, uitgerekend in equivalenten van een vat olie.

De exploitatiekosten voor Arabische olie, ongeveer \$ 25, liggen echter substantieel onder dit niveau, zodat men die ruimte kon gebruiken om de olieprijs onder de exploitatiekosten van schaliegas te drukken en zelf toch nog voldoende winst te maken. De methode om de olieprijs op de wereldmarkten van \$ 120 naar het gewenste prijsniveau te navigeren, is voor de hand liggend. Het aanbod wordt systematisch vergroot door alle volumerestricties op het bovenpompen van ruwe aardolie weg te nemen, waardoor de prijs naar een natuurlijk niveau zal evolueren. Deze tactische zet had daarenboven niet alleen het voordeel om schaliegas systematisch onrendabel te maken, maar het bijkomende 'voordeel' dat aartsvijand Iran niet zou kunnen profiteren van hoge olie-inkomsten als het zich – na jarenlange internationale sancties – via vredesonderhandelingen weer van een plaats op het oliefront had weten te verzekeren.

Het is zeker geen toeval dat de olieprijs net nu zijn scherpste neerwaartse koersdalingen laat optekenen, net enkele dagen voor Iran zich effectief zal hebben bevrijd van de verstikkende handelsbelemmeringen en vrije(re) toegang zal krijgen op de wereldmarkten.

Grafiek 1: olieprijs in USD



Het is niet duidelijk of een dergelijke versnelling van de neerwaartse spiraal van de olieprijs nog een onderdeel vormt van het strategische scenario, maar het is zeker een logisch gevolg van het overaanbod van olie. De westerse industriële landen hebben eerst hun voorraden nog aangevuld, maar nu de opslagcapaciteit opgebruikt is, lijkt een verdere terugval van de prijzen vrije baan te hebben. Wanneer de Saudi's precies een halt zullen toeroepen aan deze ontwikkeling valt moeilijk te voorspellen en heeft alles te maken met uw geopolitieke positionering op lange termijn. Ze hebben genoeg financiële reserves om aan deze prijzen (en zelfs lager, indien nodig) verder te werken met als gevolg dat alle investeringen in de schaliegaswinning opgedroogd zullen zijn (en de sjitische aartsvijand intussen geen cent zal verdienen aan zijn olie-export).

De olieprijsdaling van de laatste dagen wordt echter - net zoals in september 2014 - door de financiële markten geïnterpreteerd als een zoveelste teken van een verdere verzwakking van de wereldeconomie. Deels terecht natuurlijk, maar het paniekerige gedoe dat we op 13 januari op Wall Street moesten ondergaan, is overdreven en creëert opportuniteiten voor wie het nodige geduld weet op te brengen.

De nerveuze bewegingen op de Amerikaanse beurs zijn natuurlijk niet helemaal ten onrechte. Enerzijds zal het wegvallen van investeringen in de olie- en gassector zich laten gevoelen in de al zeer kwetsbaar gebleken Amerikaanse industriële sector, maar ook bij sommige technologiebedrijven. Dat verklaart ten dele de scherpe terugval van de NASDAQ-index (nog kracht bijgezet door een ongelukkig getimed onderwegingsadvies van de investeringsbank Morgan Stanley), maar biedt ons geen verklaring voor de terugval in steraandelen als Home Depot, Amazon of Netflix. Temeer omdat het enige stijgende aandeel van de DOW JONES index de oliewaarde Exxon was ...

Het is dus wachten tot de koopjesjagers komen opdagen. Maar die groep wacht deze keer duidelijk wat langer dan gewoonlijk om zijn slag te slaan. Want deze keer kan hij niet rekenen op de Amerikaanse 'cavalerie' om de financiële markten op korte termijn te ontzetten. De Amerikaanse Centrale Bank zal immers geen reddingsboei kunnen toewerpen. Voorzitter Yellen heeft (terecht) de beleidsrente recent verhoogd en kan nu onmogelijk terugkomen op dat standpunt,

temeer omdat de lonen in de VS wel degelijk stijgen en er tegelijk (meer dan) voldoende nieuwe banen worden gecreëerd.

Anderzijds is vooral dat laatste gegeven erg belangrijk bij de analyse van het huidige tumult op de aandelenbeurzen. Consumptieve bestedingen zijn immers goed voor 70 % van het Amerikaanse BNP. Bij scherp dalende energieprijzen en een stevige jobcreatie zoals bleek uit het jongste werkgelegenheidsrapport, zal de consument zijn ruimer besteedbaar vermogen (naar goede Amerikaanse gewoonte) snel weten om te zetten in diverse vormen van consumptieve uitgaven en daarmee de Amerikaanse groei weer op een aanvaardbaar peil brengen.

Ook de Chinese overheid krijgt nu te maken met de kwade geesten die zij heeft opgeroepen toen zij – overigens om terechte redenen – de industriële component van haar economie trachtte af te remmen. De demografische bom onder de Chinese economie tikt immers genadeloos voort. De transformatie van (volatiele) bulkproductie naar hoogkwalitatieve producten met meer toegevoegde waarde in een stabielere economische context met nadruk op binnenlandse consumptie, wordt daardoor steeds urgenter. Uit de conjunctuurcijfers blijkt echter dat de afkoeling van de industriële economie wel werkt, maar dat er geen merkbare verbetering van de diensten- of consumptiegerelateerde sectoren tegenover staat. De pogingen om deze beweging toch te forceren door middel van verregaande rentedalingen hebben tot nu toe nog niet het gewenste resultaat opgeleverd (maar daarvoor was er ook nog niet voldoende tijd).

Intussen verplaatste de aandacht van de Chinese beslissingsmakers zich naar de wisselmarkten. Het kan niet meer worden ontkend dat de versteviging van de yuan ten opzichte van de USD sinds 2008 de concurrentiepositie van China zeer negatief heeft beïnvloed. In economisch jargon: de reële effectieve wisselkoers van China is in belangrijke mate gestegen (ook ten opzichte van de VS) wat indicatief is voor het feit dat de hogere nominale wisselkoers niet kon worden gecompenseerd door stijgingen van de productiviteit of verhogingen van de winstmarges.

Grafiek 2: koers USD ten opzichte van de yuan in nominale (blauw) en reële termen (rood)



Het Duitse 'harde munt'-beleidsmodel dat China zichzelf wilde opleggen om hiermee het hoger beschreven transformatieproces te versnellen, bleek dus te hoog gegrepen. Het statuut van reservemunt dat de Chinese overheid recent (terecht) heeft weten te bekomen, wordt nu als excuus (ook terecht) gebruikt om de yuan te laten depreciëren ten opzichte van de USD. Wellicht ten koste van verdere rentedalingen.

Ook dit gegeven speelt mee als motivatie van de recente terugval van de Europese en (vooral) Amerikaanse aandelenkoersen, maar deze aanpassing van de wisselkoers van de renminbi (tot het niveau van 2011?) is noodzakelijk voor het herstel van het Chinese concurrentieproces. Dit alles zou echter vrij geleidelijk zijn verlopen, ware het niet voor het amechtige geklungel met (onnodige) circuitbrekers op de Chinese aandelenmarkt op 4 januari.

Deze analyse heeft enkele consequenties voor onze assetallocatie. Door een gebrek aan rendabele alternatieven blijft onze aandelenpositie ongeveer op benchmarkniveau en zijn we bereid de huidige schommelingen te ondergaan. Hierbij wordt een stevige overweging in Europese aandelen aangehouden, maar worden posities in de VS enkel behouden waar dat nuttig en nodig is met name in de diensten- en consumptiegerelateerde sectoren. In de groeielanden blinken we uit door afwezigheid, behoudens posities in India en de (spotgoedkope) Chinese consumptieve sectoren.

Obligatieposities worden verder overwogen in Italiaans en Iers staatspapier. Spaanse posities blijven behouden, ondanks de opbouw van politieke spanningen. Intussen werden ook verdere posities ingenomen in Amerikaans staatspapier. Dat laatste in een context van een relatief stabiele (tot licht versterkende) dollarkoers en een dalende langetermijnrente.