



Rabobank

# Update financiële markten

*18 december 2014*

- **'Houston, we have a problem'**
- **'Elk voordeel heb z'n nadeel'**
- **Winnaars en verliezers lage olieprijs**
- **Fed to the rescue**

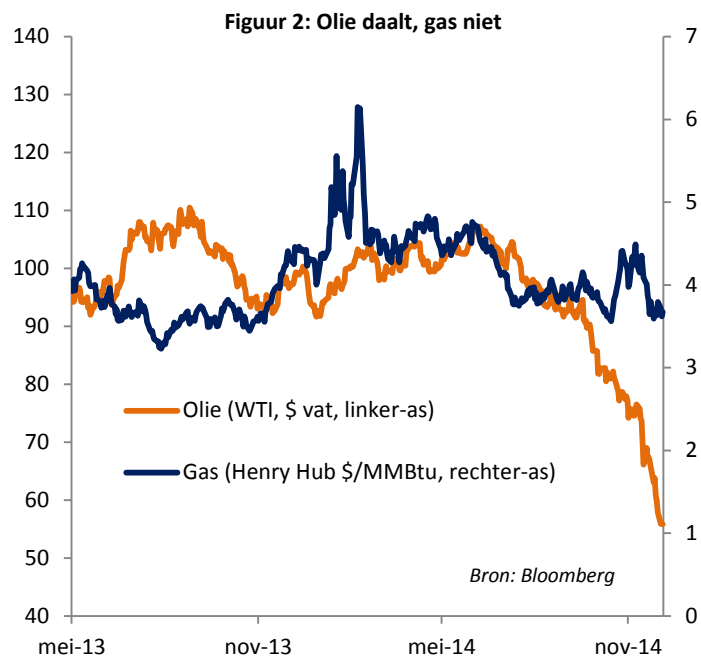
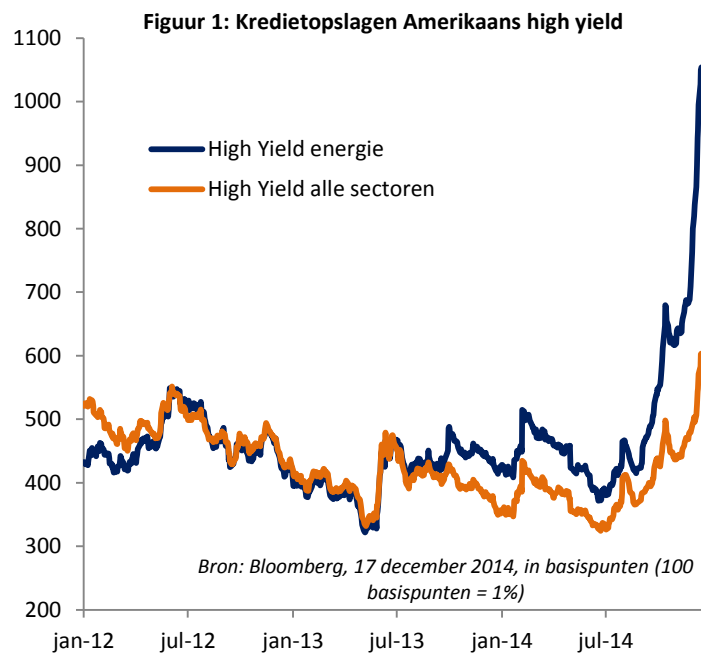
## **'Houston, we have a problem'**

Vaak hebben correcties op financiële markten meerdere oorzaken. De economische wereld is nu eenmaal een stuk complexer dan in welk model dan ook is te vatten. Ook dit keer worden er verschillende oorzaken door de media met de haren bij gesleept om de recente koersdalingen te verklaren. Opmerkelijk genoeg is er echter maar één, alles overkoepelende, oorzaak. Dat is de daling van de olieprijs. Nu daalt de olieprijs al sinds de zomer, omdat steeds meer mensen zich lijken te realiseren dat er te veel aanbod is, of te weinig vraag. De beurs trok zich daar aanvankelijk weinig van aan, de dalende olieprijs werd eerder als een pluspunt gezien voor bijvoorbeeld consumenten in de vorm van een lagere energieprijs. De olieprijs kwam in een vrije val na de laatste bijeenkomst van de OPEC op 27 november, waarop werd besloten om de productie niet aan te passen. Daarmee ging Ali bin Ibrahim Al-Naimi, de olieminister van Saoedi-Arabië, in tegen enkele andere OPEC-leden, die wel graag de productie wilden beperken. Daarmee gaf Al-Naimi het startschot voor een prijsoorlog, en nu is het wachten op wie het eerst met de ogen knippert: de Saoediërs of de Amerikaanse olieboeren. Dat er desondanks geen sprake is van een Amerikaans-Arabisch conflict komt vooral door de druk die de lagere olieprijs legt op landen als Iran, Venezuela en Rusland. Geen onprettige bijkomstigheid voor de Amerikanen. Met de verdere olieprijsdaling krijgt de markt meer oog voor de nadelen. Dat komt ook omdat gerust gesproken mag worden van een crash in de olieprijs. Een crash op financiële markten zorgt vrijwel altijd voor onzekerheid en onrust. Opeens wordt duidelijk welke partijen 'scheef' zitten of welke partijen te scherp aan de wind hebben gevaren. De koersdaling wordt uitvergroot doordat veel professionele beleggers halverwege december bezig zijn met het sluiten van de boeken. Dat betekent minder

liquiditeit en meer volatiliteit. Bovendien willen professionele beleggers voor het einde van het jaar hun portefeuille nog al eens opschonen, dit keer voor alle energie gerelateerde bleeders, waardoor koersuitslagen worden versterkt.

### ‘Elk voordeel heb z’n nadeel’

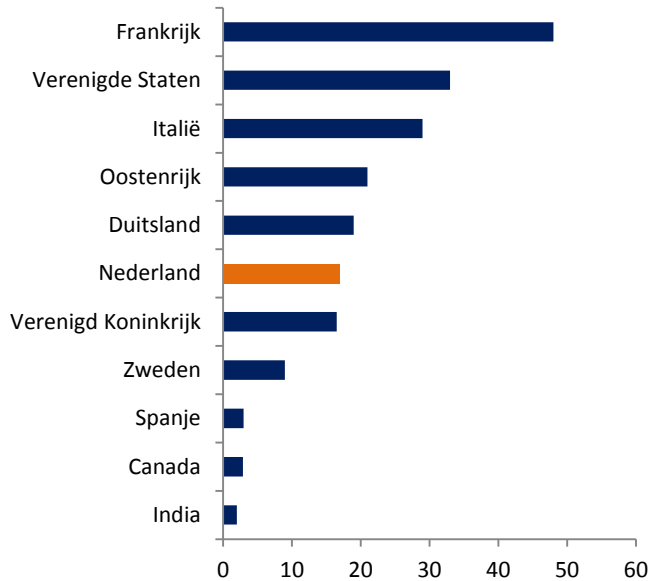
In een crash proberen financiële markten in snel tempo het meest zwartgallige scenario te verdisconteren. Vragen worden meestal achteraf gesteld. De kredietopslagen op Amerikaans high yield lopen snel op (figuur 1). Voor de energiesector zijn ze zelfs al gestegen tot boven de 10%. Binnen die sector lijkt de markt weinig onderscheid te maken tussen schalieolie en schaliegas, terwijl het prijsverloop van olie en gas toch sterk uiteenloopt (figuur 2). Ook in Europa lopen de kredietopslagen op high yield op, maar ten opzichte van de Verenigde Staten speelt daarnaast de financiële sector hier (nog steeds) een grote rol. De kwetsbaarheid lijkt in Europa vooral te zitten in de uitstaande kredieten van de financiële sector richting Rusland. Van Oostenrijkse en Duitse banken was dat bekend, van Franse, Italiaanse en ook Nederlandse banken wellicht wat minder (figuur 3). Bovendien is de inkt van de stress-test en de asset quality review nog maar net droog en daarin kwam Rusland nauwelijks aan de orde. Nu probeert de ECB



de kredietverlening in de eurozone net weer een beetje op gang te krijgen en deze ontwikkeling lijkt roet in het eten te gooien. Hoewel de sancties (inclusief het bedoelde of onbedoelde effect van de gedaalde olieprijs) tegen Rusland toch echt zijn bedoeld om Rusland te raken, lijkt de populariteit van Poetin er niet onder te lijden. Tegelijkertijd is het Japanscenario voor de eurozone dichterbij dan ooit. Door de scherpe waardedalingen van verschillende valuta's is de euro bovendien de laatste maanden sterker geworden in plaats van het algemene beeld van een duidelijke verzwakking. Handelsgewogen staat de euro slechts enkele procenten onder de top van de afgelopen jaren, terwijl de euro-dollar juist helemaal

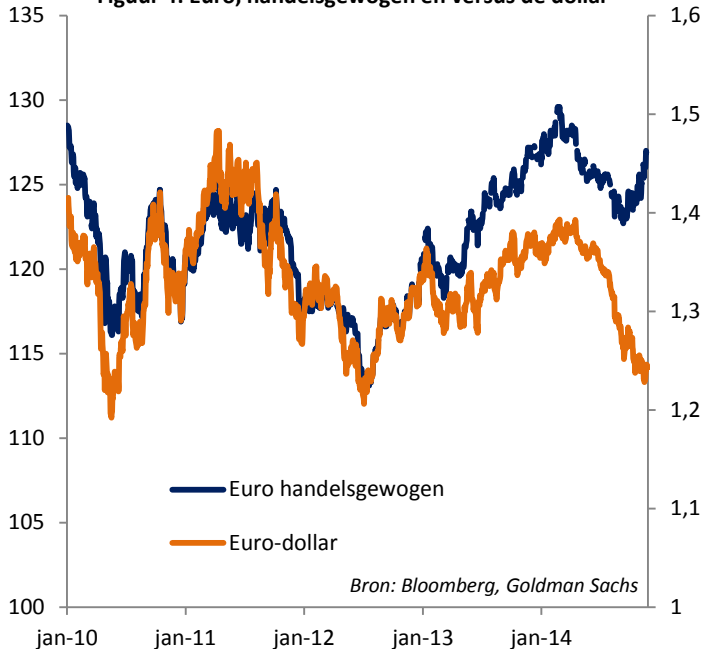
aan de onderkant van de bandbreedte van de afgelopen jaren beweegt (figuur 4). Dat betekent minder valutaire meewind voor de eurozone, een extra argument voor de ECB om op de volgende bijeenkomst op 22 januari, of de daaropvolgende op 5 maart, te beginnen met het opkopen van staatsobligaties. Draghi zal ongetwijfeld ook geprikkeld worden door de ontwikkeling van de inflatieverwachtingen. Door de ontwikkeling van de olieprijs is het bijna onvermijdelijk dat de inflatie in de eurozone volgend jaar enige tijd onder het nulpunt zal bewegen. Dat betekent niet dat er meteen sprake is van deflatie, nog even in het midden latend of er dan sprake is van goede of van slechte deflatie. Voor de centrale bank zijn veel meer de inflatieverwachtingen van belang. In een speech op de bijeenkomst van centrale bankiers in Jackson Hole, Wyoming, gaf Draghi aan dat hij zich zorgen maakte over de ontwikkeling van de inflatieverwachtingen binnen de eurozone.

**Figuur 3: Uitstaande leningen banken naar Rusland**



Bron: BIS, Economist, \$ mrd, gecorrigeerd voor kredietrisico

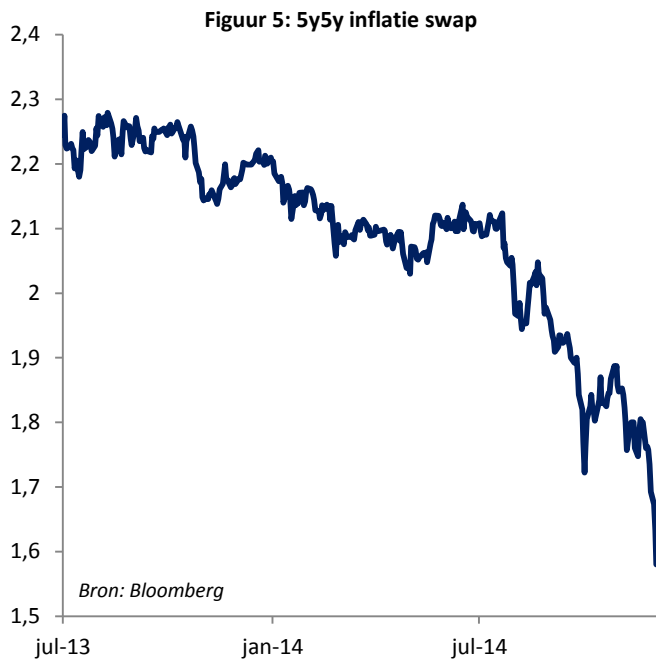
**Figuur 4: Euro, handelsgewogen en versus de dollar**



Bron: Bloomberg, Goldman Sachs

Daarbij wees hij specifiek op zijn favoriete inflatie-indicator, de 5y5y euro inflatieswap. Dat contract noteerde in het verleden stevast boven de 2%, omdat de markt dacht dat de inflatie over vijf jaar (voor de dan volgende vijf jaar) daadwerkelijk weer op dat niveau zou zijn. Net voor de Jackson Hole-conferentie was dit contract voor het eerst door de 2%-grens gezakt op 1,95%. Afgelopen week sloot dit contract elke dag lager (figuur 5) tot inmiddels 1,58%. Een sterkere euro, dalende inflatieverwachtingen, stokkende

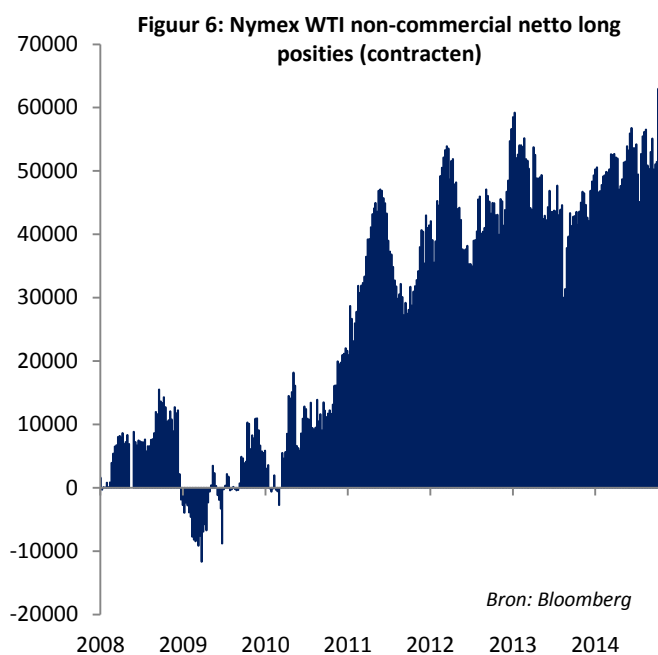
kredietverlening en binnen nu en twaalf maanden ook nog eens verkiezingen in alle zuidelijke lidstaten van de eurozone, zetten meer druk op de ECB om sneller te acteren. Belangrijke datum voorafgaand aan de volgende bijeenkomst van de ECB is 14 januari, dan zal het Europese gerechtshof een besluit (niet-bindend, uiteraard) nemen over de juridische geldigheid van het OMT. Als het OMT niet binnen het mandaat van de ECB valt, dan valt het



opkopen van staatsobligaties daar zeker niet onder. Gelet op het feit dat de markt met enige regelmaat te enthousiast is geweest over QE in de eurozone en de hiervoor geschetste minnen, zijn we op dit moment maar beperkt overwogen in Europese aandelen. Overtuigende actie van de ECB zou hierin verandering kunnen brengen. De vraag lijkt niet langer of, maar wanneer. Voor beleggers is het relevant in hoeverre een dergelijke stap nog moet worden afgedwongen door de financiële markten.

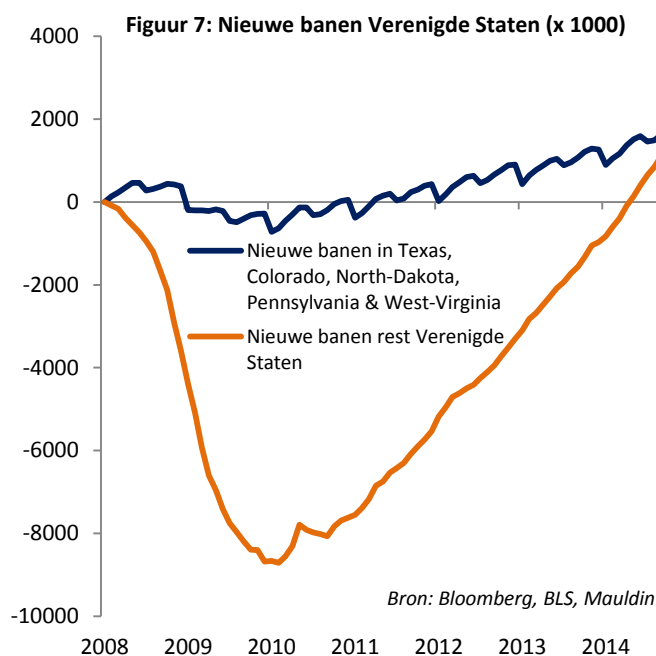
### Winnaars en verliezers lage olieprijs

De meeste landen (en de wereld als geheel) profiteren van de gedaalde olieprijs, inclusief belangrijke opkomende markten zoals China en India. De grootste winnaar binnen de ontwikkelde landen is Japan, al zijn vanzelfsprekend de eurozone, het Verenigd Koninkrijk en ook de Verenigde Staten nog altijd netto-importeurs. De grote verliezers zitten vooral in het Midden-Oosten, maar die hebben voldoende financiële reserves om de pijn uit te zitten, evenals Noorwegen. Die pijn kan nog wel even voortduren (met andere woorden, de olieprijs kan nog wel verder dalen) aangezien veel financiële partijen (lees: beleggers) nog posities aanhouden in olie (figuur 6). De echte verliezers zijn landen zonder grote financiële reserves of landen die een hoge olieprijs nodig hebben om de bevolking tevreden te stemmen. Voorbeelden zijn Rusland, Venezuela, Iran, Angola, Nigeria, Colombia en Mexico. Vaak is in deze landen benzine gesubsidieerd door de overheid. Door de lagere olieinkomsten ontstaat nu het ironische effect dat lokaal de benzineprijzen zelfs kunnen stijgen. Deze landen passen zich aan door onder andere de devaluatie van de munt. Zo is de olieprijs in roebel dit jaar gestegen en heeft de Russische begroting (op papier) geen last van de lagere olieopbrengsten. Een lagere wisselkoers zorgt echter wel voor inflatie, hogere rentes (deze week verhoogde de Russische centrale bank de rente van 10% naar 17%) en daarmee hogere risico's voor het financiële systeem. Een recessie is voor veel



inflatie, hogere rentes (deze week verhoogde de Russische centrale bank de rente van 10% naar 17%) en daarmee hogere risico's voor het financiële systeem. Een recessie is voor veel

van deze landen onvermijdelijk en in sommige gevallen zal het de legitimiteit van de huidige leiders aan de orde stellen. Zelfs bij de recente ontspanning in de relatie tussen de Verenigde Staten en Cuba speelt olie een rol, omdat de gedaalde olieprijs spanning zet op de voorheen innige relatie tussen Cuba en Venezuela. Toch krijgen ook de Verenigde Staten zowel direct als indirect last van de lage olieprijs. Een indirect risico is bijvoorbeeld Mexico. Een derde van de Mexicaanse begrotingsinkomsten komt uit olie. Dat is weliswaar minder dan voorheen, maar nog steeds substantieel. Met een verslechterde economische situatie zullen weer meer Mexicanen de grens (met de Verenigde Staten) oversteken en het zijn omstandigheden waarin ook de drugsmaffia weer wierig teelt. Het directe risico in de Verenigde Staten zit in de relatief grote omvang die energie-gerelateerde investeringen in de afgelopen jaren hebben gekregen. Bovendien gaat het daarbij niet alleen om bijvoorbeeld investeringen in de olie-industrie, maar ook om de toeleverende industrie en lokaal sterk oplevende economieën. Een groot deel van de nieuwe banen sinds de crisis is olie-gerelateerd. Meer dan de helft van de netto nieuwe banen sinds 2009 in de Verenigde Staten komt voor rekening van de vijf grootste staten op het



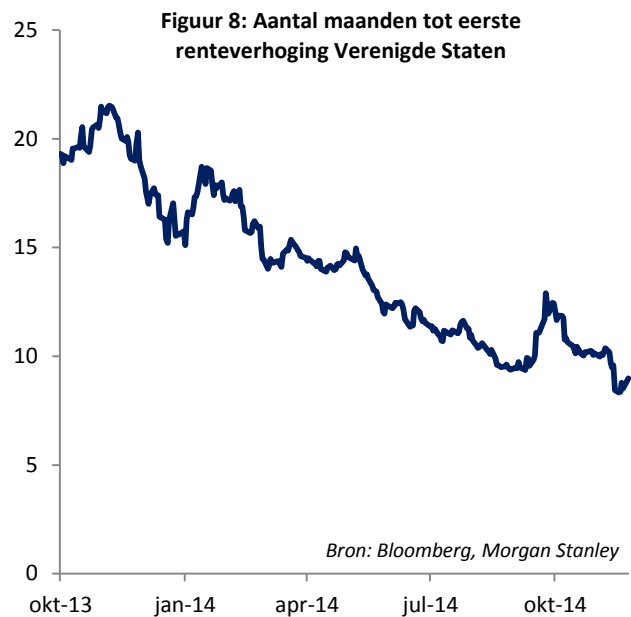
gebied van schaliegas en schalieolie (Colorado, North-Dakota, Pennsylvania, Texas en West-Virginia, figuur 7). Texas is veruit het belangrijkste, 40% van alle nieuwe banen sinds de zomer van 2009 is gecreëerd in Texas. In de stad Houston zijn in diezelfde periode meer banen gecreëerd dan in de hele staat Californië. Door de dalende olieprijs kan met recht worden gesteld: 'Houston, we have a problem'. De risico's voor de olieprijs lijken voorlopig nog aan de onderkant te liggen. Uiteindelijk is de lagere olieprijs echter een grote plus voor de wereldeconomie. De

economische groei kan daardoor volgend jaar versnellen, waardoor ook de vraag naar olie weer zal stijgen en uiteindelijk ook de prijs.

### Fed to the rescue

Bij beleggen zijn drie factoren van belang: liquiditeit, economische groei en waardering. Op lange termijn is waardering de belangrijkste factor die uiteindelijk bepalend is voor het rendement. Tegelijkertijd is waardering een bijzonder slechte voorspeller van koersbewegingen op korte termijn. Economische groei en de daarmee samenhangende groei van de bedrijfswinsten worden gezien als de gezonde fundamenten op basis waarvan beurzen stijgen. In de afgelopen jaren was liquiditeit (van centrale banken) echter de bepalende factor. Uitbundige liquiditeit is weldadig voor financiële markten, maar velen concluderen dat de beurzen wel stijgen, maar om de verkeerde redenen. Toch doet dat er voor de belegger niet veel toe. Het alternatief in deze tijden van financiële repressie en reflatie is immers om de in het vermogen besloten koopkracht te zien dalen door de lage risicovrije rente. Dat liquiditeit

nog altijd een belangrijke factor is, bewees de Fed op 17 december door zichzelf meer vrijheid te geven tot aan het moment van de volgende renteverhoging, volgens de markt over circa negen maanden (figuur 8). De S&P 500-index steeg daardoor met meer dan 2%, de sterkste stijging dit jaar. Nog meer dan voorheen heeft de Fed de volgende rentestap afhankelijk gemaakt van de ontwikkeling van de economische omstandigheden en inflatie: “... the timing of the initial rise in the fed funds target as well as the path for target thereafter are contingent on economic conditions.” Gelet op de recente bewegingen in de inflatie lijkt een volgende rentestap verder weg te liggen, wellicht zelfs pas in 2016. De Fed zelf geeft aan dat ze in de volgende bijeenkomsten (in het eerste kwartaal) niet zal beginnen met het normaliseringsproces (lees: het



verhogen van de rente). Maar met sterke macrocijfers zou er in april 2015 een eerste rentestap kunnen komen. Financiële markten gaan nu uit van een rente (Federal Funds Rate) van 1,13% eind 2015 en 2,5% in 2016. Feitelijk zegt de Fed wederom dat ze de rente niet uit zichzelf gaat verhogen. Yellen zal gedwongen moeten worden: door oplopende inflatie, door chaos op de obligatiemarkten of door iemand van de Tea Party. Per saldo kan dus het beleid van de Amerikaanse centrale bank ook in 2015 nog worden bestempeld als ruim. Daar komt nog de stijgende liquiditeit van de ECB en de Bank of Japan bij. Ook voor 2015 blijft de factor liquiditeit belangrijk. Wij adviseren aandelen binnen een portefeuille te overwegen en obligaties te onderwegen.

*Iedere lokale Rabobank en de andere onderdelen van de Rabobank Groep die als beleggingsonderneming zijn aan te merken, zijn als zodanig geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam. De informatie in deze publicatie is ontleend aan door Rabobank betrouwbaar geachte bronnen en publieke informatie, maar voor de juistheid en de volledigheid van de genoemde feiten, meningen, verwachtingen en de uitkomsten daarvan kunnen wij niet instaan. Hoewel wij ten aanzien van de selectie en berekening van de gegevens de nodige zorgvuldigheid in acht nemen, zijn wij niet aansprakelijk voor enige schade die het gevolg is van de hierin opgenomen gegevens.*

*De informatie in deze publicatie dient niet te worden opgevat als een aanbod en evenmin als een uitnodiging tot het doen van een aanbod tot het kopen of verkopen van financiële instrumenten en is ook niet bedoeld om enig recht of verplichting te creëren. Het gebruik maken van de informatie geschiedt dan ook geheel op eigen risico. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De in deze publicatie opgenomen informatie is geen expliciete of impliciete beleggingsaanbeveling en kan op ieder moment zonder verdere aankondiging worden gewijzigd.*