VerDieping: De wereldwijde onbalans

Beschrijving

Een tekort op de lopende rekening wordt meestal beschouwd als een duidelijk teken van macro-economische problemen. Maar elk tekort is ergens anders weer een overschot. Op het moment dat er veel overschotten en tekorten zijn, is er sprake van een wereldwijde onbalans die kan zorgen voor instabiliteit. Vlak voor de Grote FinanciÃ«le Crisis was de wereldwijde onbalans opgelopen tot 3 procent van het BBP. Tijdens de Grote FinanciÃ«le Crisis kregen landen met een tekort op de lopende rekening moeite om zich te financieren, maar dankzij een zwakkere munt en een stevige recessie werd snel weer een nieuwe balans gevonden.

In de afgelopen jaren is de wereldwijd onbalans weer opgelopen. Als percentage van het BBP is dat nu 2,2 procent tegen 1,6 procent in 2019. Vooral grondstoffenlanden en dan vooral landen die olie produceren spelen daarin een grote rol, groter nog dan voor de Grote FinanciÃ«le Crisis, toen de overschotten vooral te vinden waren in de landen in AziÃ« waar de fabrieken van de wereld staan. Net als toen heeft de Amerikaanse economie nog altijd een structureel tekort op de lopende rekening. Nog altijd is de wereld bereid om de Amerikaanse consumptie te financieren en dat allemaal dankzij het privilege van de reservemunt. Toch is dat minder extreem dan in het verleden. In 2006 en 2007 was het Amerikaanse tekort op de lopende rekening zoâ??n 6 procent, nu is dat circa 3,5 procent. Het helpt natuurlijk dat dankzij de schalierevolutie de Verenigde Staten weer een olie-exporterend land is geworden.

Op het moment dat olieprijzen verder stijgen neemt de onbalans verder toe. Een verdere stijging van de olieprijs is nog altijd het basisscenario. Recent is de olieprijs weliswaar wat gedaald. Niet zozeer vanwege de angst voor een recessie maar meer omdat de marginale verkoper (Rusland) en de marginale koper (China) op 93 dollar per vat een nieuwe evenwichtsprijs bereikten. Nu is de olieprijs niet gezakt naar 93 dollar per vat, maar de olieprijs is in backwardation en als je op termijn van twee jaar kijkt staat daar inmiddels 93 dollar op de borden. Er is nog altijd een vrij ernstig tekort aan olie in de wereld. We teren in op voorraden en tien van de acht grootste OPEC-landen hebben moeite om de productieafspraken te halen. Er is jarenlang volstrekt onvoldoende geÃ¯nvesteerd en zelfs bij deze olieprijs blijven de investeringen zo ver achter dat het probleem alleen maar groter aan het worden is.

Het verschil met de situatie voor de Grote FinanciÃ«le Crisis is dat de onbalans nu toeneemt op een moment dat de economische groei aan het vertragen is. Voor de Grote FinanciÃ«le Crisis groeide de wereldeconomie sterk. In combinatie met het monetaire beleid zorgde dit toen voor extreem gunstige financiÃ«le condities. Met andere woorden: tekorten konden toen vrij eenvoudig worden gefinancierd. Nu zorgt juist de zwakke groei er juist voor dat financieren veel lastiger is geworden. De oplossing kan dan geen andere zijn dan een zwakkere munt, totdat er weer sprake is van een balans.

In een normale cyclus zou de tragere groei en het krappere monetaire beleid moeten zorgen voor een lagere olieprijs waardoor er snel weer sprake is van een balans. Nu zorgt de blijvend hoge (en waarschijnlijk nog verder stijgende) olieprijs er voor dat de onbalans toeneemt. De enige manier om die onbalans te verwerken is via de munt, de ultieme uitlaatklep voor elke economie. Omdat de Verenigde Staten nu een netto-exporteur is van energie, worden de Verenigde staten en daarmee de dollar nauwelijks geraakt. Maar andere landen met oplopende tekorten wel. Zie bijvoorbeeld de Japanse economie. Jarenlang had het land een overschot op de lopende rekening, maar door de stijgende olieprijs is dat acuut omgeslagen in een tekort. De Japanse yen is dit jaar toch wel vrij spectaculair verzwakt, wat overigens ook te danken is aan het scherpe contrast in het monetaire beleid tussen de BoJ en de Fed. Een ander regio met een sterk oplopend tekort op de lopende rekening is de eurozone. Binnen de eurozone is de onevenwichtigheid goed zichtbaar. De landen in het Noorden hebben absurde overschotten en de landen in het Zuiden aanmerkelijke tekorten. De euro is te zacht voor de Noordelijke lidstaten en helaas nog altijd te hard voor het Zuiden. Alleen kan deze onbalans (nog) niet aangepast worden door wisselkoersen, aangezien we onze munten via de euro met elkaar hebben verbonden. Het is alleen oplosbaar door te stoppen met de euro.

De eurozone is dus een inherent instabiel systeem. Nu kwam een groot deel van de energie voor de eurozone uit Rusland. Feitelijk werd al deze energie betaald in euro. Wellicht dat er werd gerekend in dollar, maar de geldstroom naar Rusland kwam weer terug in de vorm van Russen die hier hun euroâ??s spendeerden aan voetbalclubs, luxe jachten en huizen in Londen en Parijs. Daarnaast had elk zichzelf respecterend restaurant een Russische deel van de kaart, dat is het deel waar de flessen wijn beginnen vanaf 1200 euro per fles. Als er dan nog geld overbleef werd dat geparkeerd op Europese rekeningen. Bij de oligarchen leefde (onterecht) het besef dat ook zij beschermd werden door de rechtstaat. Zelfs de centrale bank durfde het aan om reserves te parkeren in euro. Die tijd is voorbij, voortaan moet Europa harde dollars verdienen om haar energie te betalen. Als het even tegenzit willen ook de Arabische oliesjeiks en de Chinese miljardairs geen geld meer steken in de eurozone. Bij een volgend conflict kon het immers maar zo zijn dat zij ook aan de beurt zijn. Dat heb je er van als je je munt inzet als wapen. Opeens is er dus een acuut tekort op de lopende rekening, iets wat verholpen kan worden door een verder verzwakkende euro. Alleen die zwakkere euro zorgt voor meer inflatie, iets wat de centrale bank dan moet bestrijden door de rente te verhogen (behalve voor ItaliÃ«, toch?). Elke keer wanneer de financiÃ«le condities in snel tempo verslechteren valt er een groot bedrijf of een groot land om. Het zou zo maar eens kunnen zijn dat het dit keer de eurozone is dit aan de beurt is. Jarenlang leek zoâ??n valutacrisis in AziÃ« of Latijns-Amerika een ver-van-ons-bed-show, maar straks zitten we er opeens middenin.

De besluiten van het MacrocomitÃ© van AurÃ©us worden gebruikt voor de invulling van de Actieve portefeuille. In deze portefeuille worden aandelen, obligaties en alternatieve beleggingen over- of onderwogen en kunnen er actieve keuzes worden gemaakt voor bepaalde sectoren, regioâ??s, obligaties, looptijden ect. Risicobeperking is een belangrijk onderdeel van de Actieve portefeuille. De Markt/Factor portefeuille wijkt slechts beperkt af van de index (MSCI ACWI IMI). Er is sprake van een structurele allocatie naar vijf factoren om de factorpremie op lange termijn te innen. Daarom worden keuzes van het MacrocomitÃ© niet meegenomen. Wel

wordt er geherbalanceerd wanneer het portefeuillegewicht 10 procent afwijkt van de neutrale allocatie. De SRI-Impact-portefeuille heeft een focus op duurzame en impactvolle beleggingen/bedrijven, de benchmark voor deze portefeuille is de MSCI ACWI SRI. Om een kern van duurzame SRI-fondsen bevinden zich 6 impactsatellieten. Keuzes gemaakt in het MacrocomitÃ© worden voor zover relevant meegenomen in de SRI-Impact-portefeuille. Voor de Individuele Aandelenportefeuille maken wij gebruik van de research en beleggingsfilosofie van FinanciÃ«le Diensten Amsterdam (FDA). Deze op groei- en kwaliteitsaandelen gerichte research/strategie heeft een allocatie naar Europese en Amerikaanse aandelen. Het doel is de outperformance van de benchmark (MSCI World). Keuzes gemaakt in het MacrocomitÃ© ten aanzien van over- of onderwegen van aandelen en obligaties worden meegenomen voor de allocatie in de Individuele Aandelenportefeuille, voor de regio- en de sectorverdeling volgen wij de research van FDA.

AurÃ©us streeft er naar om correcte en actuele informatie te verstrekken afkomstig van betrouwbare bronnen, maar kan de juistheid en volledigheid van de informatie in deze publicatie niet garanderen. Aan deze publicatie kunnen derhalve geen rechten worden ontleend. AurÃ©us aanvaardt geen aansprakelijkheid voor enige directe of gevolgschade voortvloeiende uit het gebruik van deze publicatie of de inhoud ervan. Deze publicatie is niet bedoeld als een aanbod of verzoek tot aan- of verkoop van een financieel instrument en moet evenmin worden beschouwd als een persoonlijk beleggingsadvies, aangezien de inhoud van deze publicatie niet is toegesneden op de individuele (financiÃ«le) situatie en doelstellingen van beleggers. PotentiÃ«le beleggers worden er nadrukkelijk op gewezen dat aan beleggen financiÃ«le risicoâ??s zijn verbonden. Zij dienen dan ook goed kennis te nemen van de inhoud van relevante informatie over desbetreffende belegging (prospectus, informatiememorandum, essentiÃ«le beleggersinformatie, essentiÃ«le-informatiedocument etc.) en worden geadviseerd onafhankelijk advies in te winnen om zich een goed oordeel te kunnen vormen over die risicoâ??s en/of deze risicoâ??s passen in/bij hun beleggingsdoelstellingen, financiÃ«le situatie, risicoprofiel en risico acceptatie. De waarde van een belegging kan fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers bij verkoop of beÃ«indiging van hun belegging minder terugkrijgen dan hun inleg. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.