

Olie crisis?

De prijs van olie heeft invloed op financiële markten. Een stijgende olieprijs verhoogt de inflatie en heeft een remmend effect op de economische groei. In de jaren 2006-2011 was de olieprijs heel beweeglijk. Sindsdien is de prijs relatief stabiel geweest. Door de opmars van de ISIS in Irak in de laatste weken is de olieprijs aanzienlijk gestegen. Dit is een reden voor financiële markten om te pauzeren na een aantal sterke maanden. Wij denken dat verdere uitbreiding van de controle van de ISIS beperkt zal blijven en niet zal leiden tot een structureel hogere olieprijs. In dit opzicht is het volgen van de ontwikkelingen in Oekraïne en Rusland voor ons belangrijker. Wij denken dat de olieprijs op korte termijn zal gaan dalen en geen aanleiding zal geven voor een correctie op de markten.

Inleiding

Recent is de olieprijs (Brent ruwe olie) opgelopen van \$108 naar \$115, een stijging van 6.5%. Als reden wordt gegeven de opmars van de Islamitische Staat van Irak en Syrië (ISIS) in Irak. Deze aanzienlijke stijging is opmerkelijk omdat Irak geen hele grote speler is op de oliemarkt. Ook heeft ISIS slechts een klein deel van de Iraakse olie export in handen. Naast de situatie in Irak heeft politieke chaos en geweld een negatieve invloed op de output van Libië, Iran, Nigeria en Venezuela. Ook kunnen extra sancties van Europa richting Rusland het aanbod van olie verder verstoren. In deze mailing zullen we ingaan op de dynamiek van de oliemarkt en onze visie delen op de situatie in Irak en de andere olieproducerende landen. En zullen we uitleggen welke invloed prijsschommelingen van olie hebben op ons beleggingsbeleid.

De oliemarkt

Net als in de meeste andere markten wordt de prijs van olie bepaald door vraag en aanbod. Per dag worden er iets meer dan 90mln vaten verhandeld. Het aanbod wordt meestal gesplitst in OPEC-aanbod (Organization of Petroleum Exporting Countries) en niet-OPEC aanbod. De OPEC werd opgericht in 1960 en bestaat uit de volgende 12 landen: Iran, Irak, Koeweit, Saoedi-Arabië, Venezuela, Qatar, Libië, Verenigde Arabische Emiraten, Algerije, Nigeria, Ecuador en Angola. De OPEC verschaft ongeveer 1/3 van het totale aanbod. De meerderheid van het aanbod (2/3) komt van niet-OPEC landen. De belangrijkste niet-OPEC landen zijn Rusland, Verenigde Staten, Canada, Brazilië, Noorwegen en Mexico. In de afgelopen decennia is de belangrijkheid van OPEC fors afgenomen. Dit is niet verwonderlijk gegeven de instabiliteit van veel OPEC landen. De grootste olieproducenten ter wereld zijn Rusland (13%), Saoedi-Arabië (12%) en de Verenigde Staten (9.5%). Twee van deze top-3 behoren dus niet tot de OPEC.

In de tabel hieronder (bron: IEA) staat de top-10 van olieconsumerende landen. Zij maken ongeveer 60% uit van de totale vraag. Amerika is veruit de grootste consument gevolgd door China en Japan. Opvallend in deze top-10 is de plaats van Duitsland (9) en het ontbreken van Frankrijk. Deze twee economische grootmachten hebben veel alternatieve energiebronnen (wind/zon) en gebruiken nucleaire energie om minder afhankelijk te zijn van de import van olie.

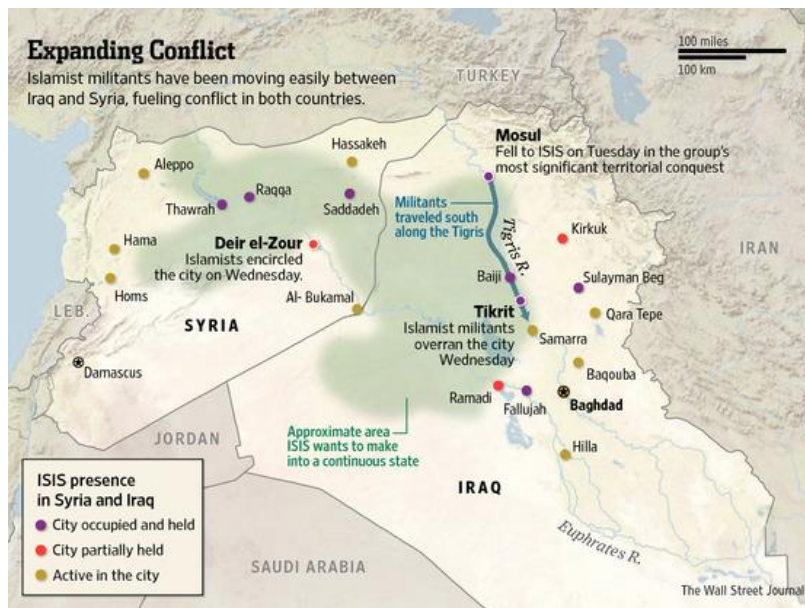
Top-10 Oil Consumers (thousand barrels per day)									
	Demand			Annual Chg (kb/d)			Annual Chg (%)		
	Nov-13	2013	2014	Nov-13	2013	2014	Nov-13	2013	2014
US50	19,435	18,947	19,033	885	0	86	4.8	2.2	0.5
China	10,231	10,100	10,448	-259	280	349	-2.5	2.8	3.5
Japan	4,836	4,562	4,401	194	-164	-161	4.2	-3.5	-3.5
Russia	3,568	3,419	3,513	149	126	94	4.4	3.8	2.7
India	3,466	3,367	3,453	17	19	86	0.5	0.6	2.6
Brazil	3,225	3,105	3,188	82	119	83	2.6	4.0	2.7
Saudi Arabia	2,749	2,983	3,074	31	61	91	1.1	2.1	3.0
Korea	2,436	2,305	2,314	-20	4	9	-0.8	0.2	0.4
Germany	2,420	2,409	2,416	-126	21	8	-4.9	0.9	0.3
Canada	2,313	2,286	2,315	-189	5	29	-7.7	0.2	1.3
% global demand	61%	59%	59%						

De opmars van ISIS

Irak produceert momenteel 3.45mln vaten per dag waarvan er 2.7mln voor de export zijn. Dat is ongeveer 4% van het wereldaanbod. Het Noorden van Irak, waar de ISIS controle heeft, produceert slechts 10% van de Iraakse export. Dit impliceert dat slechts 0.4% van het wereldaanbod direct in gevaar is en daarom lijkt de recente olieprijsstijging erg groot. De vrees van de markt is echter dat de ISIS op verdere expansie uit is richting Bagdad en de zuidelijke olievelden. Dat zou de markt veel meer verstoren en de spanning in het Midden-Oosten aanmerkelijk doen toenemen. Spanning in het Midden-Oosten is historisch een belangrijke factor geweest in de prijsvorming van olie omdat veel OPEC landen in het Midden-Oosten liggen.

De ISIS heeft als doel een middeleeuwse Islamitische staat te stichten met strenge wetten die gebaseerd zijn op de Sharia. Veel van de ISIS strijders komen uit de Al-Qaeda beweging en hebben een Soennitische achtergrond. Onderstaande figuur laat zien welk gebied er nu onder controle van de ISIS staat. In dit gebied bestaat een meerderheid van de bevolking uit Soennieten die liever onder controle van de ISIS staan dan de huidige Sjiitische 'overheersers'.

Als de ISIS haar controle wil uitbreiden zullen ze vanaf nu waarschijnlijk tegen meer weerstand aanlopen. In de gevreesde uitbreidingsgebieden bestaat namelijk de meerderheid van de bevolking uit Sjiieten. Bovendien is de kans groot dat als de olie-export van Irak in gevaar komt de Westerse landen onder leiding van Amerika zich meer met het conflict gaan bemoeien. Wij denken dus niet dat ISIS de komende tijd significant aan controle wint en dat de Iraakse olie-export voorlopig niet verder bedreigd wordt.



Andere redenen van afgenomen aanbod

Tot nu toe zijn er in onze ogen in 2014 betere redenen geweest waardoor de olieprijs hard had kunnen stijgen. Zo is de productie in Libië, het land met de grootste reserves in Afrika, meer dan 80% gedaald sinds milities vorige zomer controle hebben gekregen over de grootste havens. In Iran is de productie van olie fors minder door de sancties tegen dit land in verband met het nucleaire wapenprogramma. De recente toenadering van Iran met het Westen brengt de olieproductie maar mondjesmaat op gang. Nigeria wordt geteisterd door veel geweld en sabotage van oliepipleidingen waardoor ook daar de productie gedaald is. In Venezuela, het land met de grootste oliereserves in de wereld, is de output al jaren onveranderd door te lage investeringen. Volgens marktschattingen zorgt politieke chaos en geweld ervoor dat 3.5mln vaten olie per dag de markt niet bereiken.

Naast de problemen in bovengenoemde OPEC landen zijn er ook spanningen rondom de grootste olieproducent ter wereld, Rusland. De niet wegebbende onrust in Oekraïne zou kunnen leiden tot meer en verdergaande sancties tegen Rusland. Dit kan leiden tot verdere escalatie van het conflict. Dat zou de olieprijs wel eens voor langere tijd kunnen laten stijgen. Dit zou vooral de Europese economie raken omdat de EU 30% van zijn olie uit Rusland importeert. Een 10% hogere olieprijs heeft in de regel een 0.2% negatief effect op de groei van de Westerse economieën. Wij denken echter dat mede door wederzijdse (olie)afhankelijkheid het conflict tussen Rusland en het Westen niet verder op gaat lopen. Beide regio's worden economisch geraakt door de sancties waarbij de Russische economie in het eerste kwartaal van 2014 al een krimp liet zien. De Russische economie bestaat voor meer dan 60% uit inkomsten uit olie en gas.

De schalie-revolutie: meer aanbod

Ondanks alle onrust is de olieprijs sinds 2011 relatief stabiel geweest (zie onderstaande grafiek). Na de stijging tot bijna \$150 in 2008 en de correctie als gevolg van de financiële crisis, is er de laatste jaren een bandbreedte ontstaan van \$100-120. De belangrijkste factor die voor deze stabiliteit heeft gezorgd is stijgend aanbod uit Noord-Amerika. De ontwikkeling van de winning van olie en gas uit gesteente (schalie olie en gas) in de VS heeft een revolutie op de olie- en gasmarkt teweeg gebracht. De VS produceert nu 8.5mln vaten per dag, dat is 3mln meer dan drie jaar geleden toen de Arabische lente startte. De verwachting is dat binnen twee jaar de VS 10mln vaten per dag kan produceren en daarmee prijsstijgingen kunnen dempen. Canada produceert nu 1mln vaten meer door de winning uit teerzanden en samen met de 3mln extra vaten uit Amerika overcompenseert dit de eerdergenoemde 3.5mln vaten die door politieke chaos en geweld (tijdelijk) verloren zijn gegaan.



Prijsvorming op langere termijn

Volgens de International Energy Agency (IEA) groeit de productie van niet-OPEC landen in 2014 met 1.7mln vaten per dag. De verwachte stijging van de wereldvraag naar olie dit jaar is 1.4mln. Doordat de wereld nog steeds van de financiële crisis herstellende is, blijft de komende jaren de economische groei achter bij de groeiniveaus van voor 2008. Als de problemen in de OPEC landen langzaam worden opgelost komt meer aanbod vrij wat een drukkend effect heeft op de prijs. Naast de winning van olie en gas uit schalievelden is er in veel landen ook een sterke stroming om meer duurzame energie te produceren. De wereld wordt elk jaar ook meer energie-efficiënt. Door deze combinatie van factoren denken we dat het zeer aannemelijk is dat het aanbod van olie de vraag meer gaat overstijgen dan nu wordt verwacht. Dit zou volgens ons kunnen leiden tot een olieprijs in 2016 die misschien wel 20-30% lager is dan de huidige \$115. Zoals eerder aangegeven gaan we ervan uit dat de situatie in de Oekraïne niet escaleert.

Beleggingsimplicaties

Hoewel we niet direct in olie beleggen heeft olie wel invloed op de portefeuilles. De bewegingen van de olieprijs hebben immers direct effect op de economische groei en inflatie. De verwachtingen voor economische groei en inflatie zijn belangrijke fundamentele factoren in ons beleggingsbeleid. We zien in de recente stijging van de olieprijs geen aanleiding om onze visie van aantrekkende groei en laag blijvende inflatie te herzien. Een 6.5% stijging heeft immers maar beperkt effect. We denken dat financiële markten in het algemeen rijp waren voor een consolidatiefase na een aantal goede maanden. De stijging van de olieprijs was de aanleiding voor beleggers om even pas op de plaats te maken. De daling van de olieprijs die wij verwachten in de komende jaren zien wij als een extra steun in de rug voor laag blijvende inflatie en rente.

Met vriendelijke groet,

Theo en Renco

info@valuedge.nl	Planetenweg 5	T. +31 23 556 3196
www.valuedge.nl	2132 BN Hoofddorp	M. +31 6 4635 8634