

Olie crisis deel II

Eind vorige week heeft de OPEC onverwachts besloten de olieproductie onveranderd te laten. Deze beslissing heeft ervoor gezorgd dat de olieprijs in 3 dagen met 10% is gedaald naar \$70. De daling over de laatste vijf maanden komt daarmee uit op bijna 40%. Een daling van deze grootte is in historische context zeer ongewoon en heeft belangrijke economische en geopolitieke implicaties. In juni van dit jaar hebben we een mailing verstuurd getiteld 'Olie crisis?' waarin wij uitlegden welke invloed de prijs van olie heeft op financiële markten en de beleggingsportefeuilles. Wij schreven toen (op \$115) dat we dachten dat de olieprijs op korte termijn zou gaan dalen. Hoogste tijd voor een verdere toelichting op onze visie ten aanzien van de olieprijs en hoe zich dat vertaalt naar de beleggingsportefeuilles van onze klanten.

Inleiding

De olieprijs (Brent) is sinds onze publicatie van 'Olie crisis?' op 24 juni 2014 hard gedaald van \$115 naar \$70 (-40%). Onderstaande grafiek geeft aan dat deze daling zeer ongewoon is en dat de olieprijs terug is op het niveau van begin 2009, net na de aanvang van de financiële crisis. Allereerst willen we uitleggen waarom de daling zo scherp is geweest in zo'n korte tijd. Vervolgens gaan we in op de implicaties op economisch- en geopolitiek gebied. Daarna spreken we over de vooruitzichten met de gevolgen voor beleggingen en de portefeuilles.



Oorzaak van de scherpe daling

In onze mailing van juni legden we uit waarom wij dachten dat de olieprijs op korte termijn zou gaan dalen en spraken een verwachte daling uit van 20-30% richting 2016. De huidige beweging heeft ons dus niet verrast qua richting maar wel qua snelheid en absolute daling. De belangrijkste reden is dat het aanbod van olie sterk is gestegen de afgelopen maanden terwijl de wereldwijde groei (en daarmee de vraag naar olie) lager uitviel dan verwacht. Alleen de groei in de VS (grootste olie *consument*) is sterk maar door de schalie-revolutie zijn zij een grote *producent* van olie geworden en is de import nog maar een beperkt deel van de totale behoefte. Hierdoor heeft de Amerikaanse vraag naar olie minder invloed op de wereldmarktprijs dan voorheen. De sancties van het westen tegen Rusland zijn breed ingezet maar laten het aanbod van Russische olie (grootste olie *producent*) ongemoeid. De gecoördineerde oorlog tegen de IS heeft de angst voor een daling van het aanbod vanuit het Midden-Oosten weggenomen. Al deze oorzaken hebben bijgedragen aan de scherpe daling van de olieprijs, waarbij de beslissing van OPEC om de output onveranderd te laten de prijs verder versneld heeft doen dalen.

Implicaties van de daling

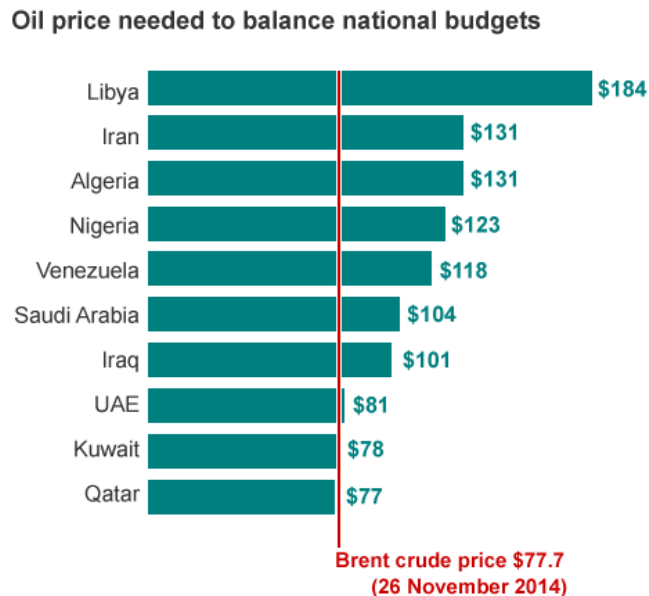
We onderscheiden de volgende implicaties op economisch- en geopolitiek vlak:

- Consumenten wereldwijd profiteren van lagere brandstof- en energieprijzen waardoor het besteedbaar inkomen omhoog gaat en er dus meer uitgegeven kan worden. Dit effect is het grootst voor Amerikaanse consumenten (gevolgd door Europese consumenten). Dit draagt positief bij aan de economische groei en dit kan de komende kwartalen al zichtbaar worden.
- Olie *importerende* landen hebben veel voordeel bij een lagere olieprijs. Olie *exporterende* landen (Rusland, Brazilië en OPEC landen) worden juist hard getroffen omdat de overheids-inkomsten onder druk komen te staan. De olieprijs is indirect dus een mechanisme voor herbalancering van geopolitieke macht. Veel emerging market landen betalen een subsidie op energie ter bescherming van hun inwoners en bedrijven. Deze energiesubsidies van de overheid kunnen nu drastisch omlaag gaan. De grootste winnaars hiervan zijn India en Thailand.
- Een lagere olieprijs betekent lagere inflatie. Daardoor blijven centrale banken waarschijnlijk nog langer vasthouden aan hun stimulerende beleid. De rente blijft dan langer laag met financieringscondities voor investeringen op hele gunstige niveaus.

Vooruitzichten

Wij vinden dat de olieprijs op dit moment wat is doorgeschoten op basis van (te) negatief sentiment. Het zou ons niet verbazen als er richting het einde van dit jaar stabilisatie optreedt. Er zijn echter fundamentele verschuivingen geweest de afgelopen twee jaar die met name betrekking hebben op de aanbodzijde van olie. Deze verschuivingen hebben feitelijk een structureel karakter en wij denken dat we de komende jaren niet snel een olieprijs van boven de \$100 gaan zien. Door de opkomst van de VS als olieproducerend land heeft de OPEC nog wel invloed maar geen controle meer. Veel OPEC

landen zijn zeer afhankelijk van olie-inkomsten en kunnen niet simpelweg de markt minder bevoorraden omdat zij anders op korte termijn te kampen krijgen met grote cash flow tekorten.



Source: Deutsche Bank and IMF

Bovenstaande figuur laat zien welke break-even prijs de verschillende olieproducerende landen hanteren bij het balanceren van hun huishoudboekje. Duidelijk is te zien dat op het huidige niveau geen enkel OPEC land het droog houdt. In de VS hebben veel schalie producenten ook moeite om winstgevend te produceren onder de \$70. Wij verwachten dat de vraag naar olie gedurende 2015 iets herstelt, met name door een aantrekkende consumptie in China. De combinatie van deze factoren zal volgens ons leiden tot een stabilisatie van de olieprijs in een \$60-70 bandbreedte de komende maanden.

Gevolgen voor beleggingen en de portefeuilles

De afgelopen weken zijn aandelen en obligaties van veel energiebedrijven fors gedaald. Een lagere olieprijs betekent immers een lagere omzet en dit houdt in dat bedrijven in de olie- en gassector minder winst maken. Minder winst betekent dat deze bedrijven mogelijk dividend gaan verlagen en investeringen uitstellen. Al met al dus geen rooskleurig plaatje voor beleggers in deze sector.

De Amerikaanse markt voor High-Yield obligaties bestaat voor 15% uit schuldpapier van energie bedrijven. Een High Yield obligatie is schuldpapier van een uitgevende instelling met een hele lage kredietwaardigheid. Door een lagere omzet komen rente-betalingen en herfinancieringen onder druk te staan. Dit zou mogelijk een 'ripple-effect' kunnen hebben op de rest van de High Yield markt omdat beleggers zich weer realiseren dat beleggen in High Yield obligaties niet zonder risico's is.

In de portefeuilles van Valuedge hebben we rekening gehouden met het scenario van een dalende olieprijs. Zo hebben wij in de aandelenportefeuille nauwelijks blootstelling aan de eerder genoemde olie exporterende landen (Brazilië, Rusland en OPEC landen). In de obligatieportefeuille hebben we weinig beleggingen in het high yield segment. Verder hebben we geen directe beleggingen in grondstoffen (commodities), dus ook niet in olie. De scherpe daling in de olieprijs van de afgelopen maanden heeft de performance van de portefeuilles dus niet of nauwelijks negatief beïnvloedt. De economische- en geopolitieke effecten van een (structureel) lagere olieprijs nemen wij uiteraard mee in de vorming van onze beleggingsvisie voor het komende jaar. Later deze maand zullen wij onze visie op het volgende beleggingsjaar met jullie delen.

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