

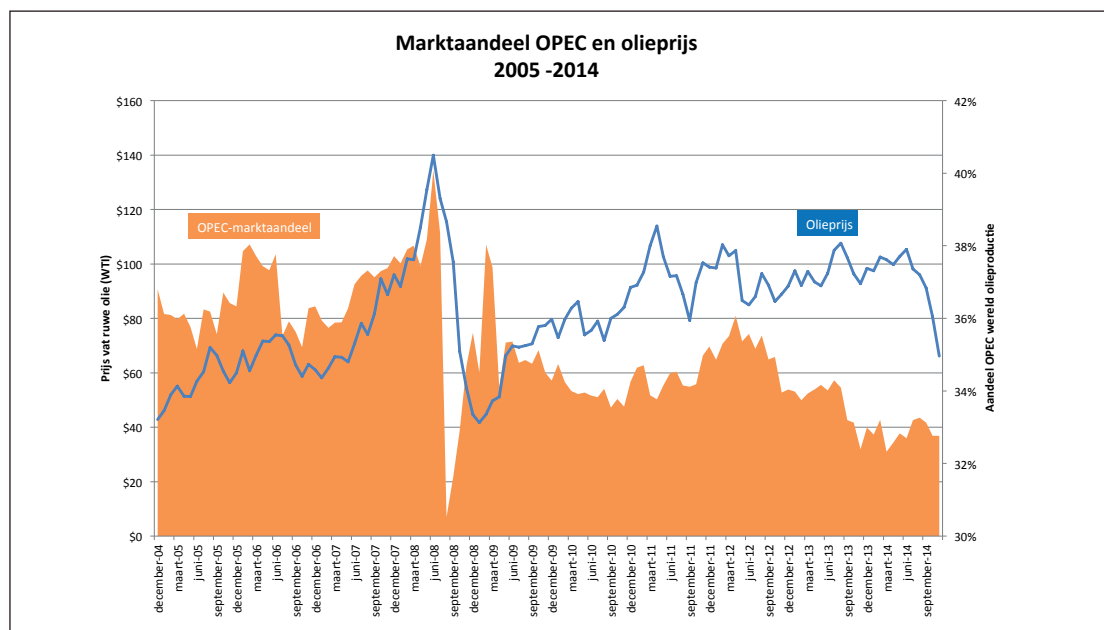


Amsterdam, december 2014

Jantje huilt, Jantje lacht. Op het Damrak sloot de AEX Index november af op 425 punten, het hoogste niveau van het jaar. De recente koerscorrectie van ruim 11% behoort daarmee alweer tot de voltooid verleden tijd. Voor echte actie moest men afgelopen maand echter op de oliemarkt zijn. De prijs van het 'zwarte goud' daalde in november met 15%. Hoewel wij op dit moment geen grondstoffenposities aanhouden in onze Optimale Mix, gebruiken wij de inleiding van deze Strategiebrieff toch graag om de recente ontwikkelingen op de oliemarkt in context te plaatsen. De verschuivingen die daar momenteel plaatsvinden, zijn ons inziens voor alle beleggers relevant...

Op de laatste handelsdag van november daalde de prijs van een vat (= 159 liter) West Texas Intermediate met maar liefst 10%, een vergelijkbare daling werd voor het laatst tijdens de kredietcrisis geregistreerd. De directe aanleiding voor deze daling was het besluit van de Organisatie van Olie Exporteren-

de Landen (OPEC), een dag eerder, om géén actie te ondernemen om de val van de olieprijs te stoppen. Hoewel twee van de OPEC-leden van het eerste uur, Venezuela en Iran, aandrongen op het verlagen van het productieplafond, bleek met name Saoedi-Arabië niet bereid de productie te verlagen. De Saoedi's



Bron: Energy Intelligence Group, Bloomberg

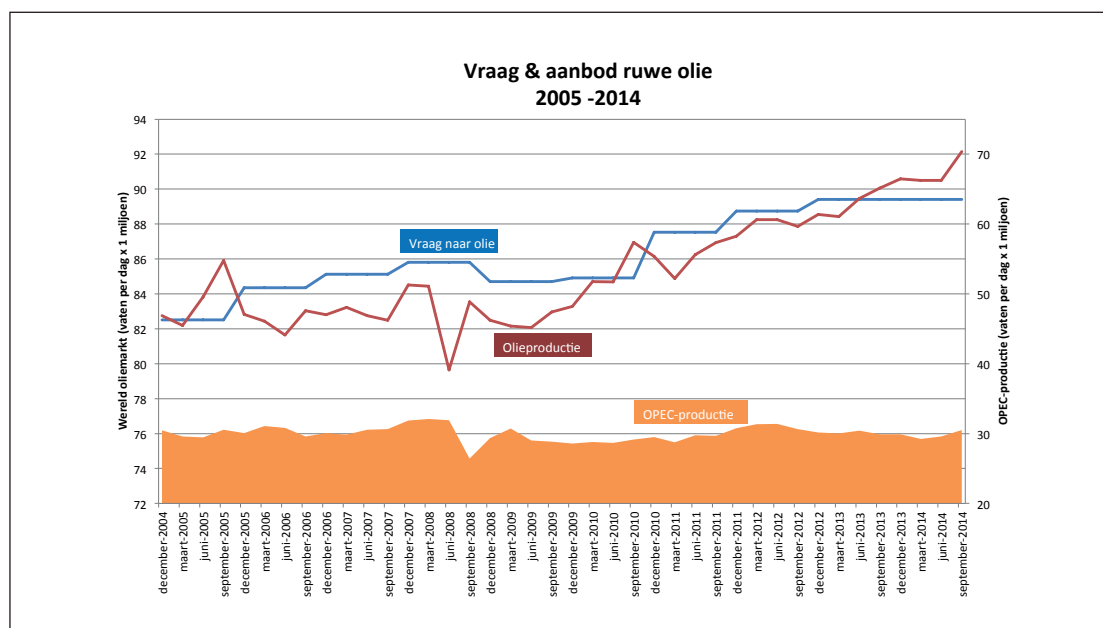
hebben binnen het oliekartel een doorslaggevende stem omdat het verreweg de grootste producent is en in de praktijk, hét lid is dat een eventuele productieverlaging grotendeels voor zijn rekening neemt. De tweespalt binnen OPEC zorgde voor een scherpe prijsreactie omdat handelaren niet langer kunnen rekenen op de stabiliserende invloed van OPEC. De grafiek op de vorige pagina laat zien dat OPEC eerder, tijdens de kredietcrisis (2008/2009), de scherpe daling van de olieprijs ‘opving’ door haar marktaandeel tijdelijk te laten dalen van 40% naar 31%. Het meningsverschil binnen OPEC valt op hoofdlijnen terug te voeren tot botsende korte en lange termijn belangen. De landen die tevergeefs aandrongen op het terugdraaien van de olieproductie zijn, voor hun overheidsfinanciën, relatief sterk afhankelijk van de olie-inkomsten. Zij hebben hun uitgavenbudget afgestemd op de olieprijs van de achterliggende jaren (2010 – 2013: \$92) en worden bij de huidige olieprijs van \$68, genoodzaakt het mes in de overheidsbestedingen te zetten hetgeen de binnenlandse sociale cohesie geen goed zal doen.

Saoedi-Arabië, dat veel welvarender is dan Iran en Venezuela, is echter tot de conclusie gekomen dat OPEC juist gebaat is bij een lagere olieprijs. De Saoedi's geven daarmee rekenschap aan de structurele veranderingen die zich de achterliggende jaren hebben voltrokken op de oliemarkt. In de grafiek op de eerste pagina is te zien dat het marktaandeel

van OPEC, in de achterliggende jaren, sterk gedaald is. Na de vrijwillige productieverlaging in 2008 is de olieprijs weliswaar goed hersteld, maar is het marktaandeel van OPEC nooit meer hersteld tot het pré-crisis niveau. Het marktaandeel bedraagt momenteel nog ‘slechts’ 33%. Een aandeel dat te laag lijkt om het prijsskartel naar behoren te laten functioneren.

Onderstaande grafiek geeft inzicht in de ontwikkeling van het aanbod en de vraag naar olie. De vraag naar olie is vanaf begin 2005 gestegen van 82,5 miljoen vaten per dag naar 89,4 miljoen vaten per dag in 2014. De olieproductie is gelijktijdig echter gestegen van 82,7 miljoen naar 92,2 miljoen vaten per dag. Daarmee wordt de markt nu gekarakteriseerd door een structureel aanbodoverschot. Uit de grafiek valt tevens op te maken dat de extra olieproductie niet afkomstig is van de OPEC-lidstaten. OPEC heeft zich de achterliggende jaren redelijk strikt gehouden aan het zelf opgelegde productieplafond van 30,5 miljoen vaten per dag. Het extra olieaanbod is voor een belangrijk deel toe te schrijven aan de Verenigde Staten.

In de Verenigde Staten heeft met name de oliewinning op land een vlucht genomen nadat de olieprijs in 2007 de grens van \$90 per vat slechtte. De winning van schalie-olie, olie uit kleisteenlagen, werd bij die olieprijs voor het eerst economisch rendabel. Dit



heeft een ware investeringsgolf op gang gebracht waardoor de lokale olieproductie sinds 2012 sterk is gestegen. Als gevolg hiervan zijn de Verenigde Staten minder olie gaan importeren waardoor de vraag/aanbodverhoudingen op de wereldoliemarkt sterk zijn gewijzigd.

De Saoedi's realiseren zich dat het kunstmatig hooghouden van de olieprijs het overaanbod van olie alleen maar in stand zal houden of zelfs nog verder zal vergroten. Door toe te staan dat de olieprijs gedurende langere tijd onder de (geschatte) kostprijs van een aanzienlijk deel van de Amerikaanse schalie-olieproducenten komt te liggen, rekent men erop dat nu onrendabele olievelden op termijn uit productie zullen worden genomen. Daarnaast zal de vraag naar olie waarschijnlijk positief op de prijsverlaging reageren, waardoor de markt op afzienbare termijn weer meer in evenwicht komt. OPEC zal door het wegvallen van het aanbod van duur geproduceerde olie haar marktaandeel, en dus ook kartelkracht, weer kunnen gaan verhogen. Saoedi-Arabië schat in dat de daling van de olie-inkomsten op korte termijn ruimschoots wordt gecompenseerd door hogere opbrengsten in de toekomst.

Aan beleggers biedt de scherpe daling van de olieprijs kansen maar ook bedreigingen. Algemeen wordt verwacht dat de groei van de wereldeconomie en de bedrijfswinsten positief beïnvloed zullen worden door de olieprijsdaling. Al geldt dit natuurlijk

niet voor de energiesector. Daarnaast draagt de daling van de olieprijs bij aan de neerwaartse druk op het algemeen prijspeil. Centrale banken zullen het ruime monetaire beleid langer kunnen volhouden of mogelijk zelfs nog intensiveren (bijvoorbeeld ECB). Ruime monetaire omstandigheden zorgen voor een aangename beleggingsrugwind. De daling van de olieprijs heeft mogelijk ook negatieve gevolgen. Zo zullen investeringen in duurzame energiebronnen mogelijk teruglopen. Ook kan de lagere olieprijs voor een toename van geopolitieke spanningen leiden. Zo is de Russische overheid zeer afhankelijk van olieopbrengsten en zal president Poetin mogelijk in de verleiding komen om een buitenlands conflict te creëren om zo de aandacht van binnenlandse problemen af te leiden.

Vooralsnog lijken de financiële markten positief te reageren op de olieprijsdaling. Onze Optimale Mix behaalde in november een rendement van +1,7%. De ontwikkelingen op de oliemarkt volgen wij met belangstelling. Naar onze mening bevindt de olieprijs zich momenteel dicht bij haar evenwichtsprijs. Door de toegenomen onzekerheid houden wij echter rekening met een verdere daling op de korte termijn. Mocht dit gebeuren dan zullen wij proberen hiervan te profiteren, zeer waarschijnlijk door de aankoop van een sterk met de olieprijs correlerend instrument zoals een passieve aandelen tracker (ETF) op de oliesector of, meer defensief, een Noorse staatsobligatie.

*Met hartelijke groet,*

Michel Alofs, Ivan Moen en Jaap Westerling