

Financiële markten

De explosieve olieprijs

De olieprijs is sinds april explosief gestegen naar een niveau van ruim \$ 20 per vat (West Texas Intermediate, WTI). Begin dit jaar wou de olieprijs, die inmiddels gezonken was naar een vijfjaars dieptepunt van \$ 14 per vat, maar niet stijgen. De positieve vraagimpuls die uitgingen van het herstel van de Amerikaanse economie en de extreem lage temperaturen die destijds (met name) in de VS heersten, waren onvoldoende om de olieprijs in positieve zin te beïnvloeden.

De analisten, waaronder die van het onderzoeksinstituut van OPEC, waren het eens: alleen als OPEC de productie met minimaal 5% zou weten te verminderen (wat destijds neerkwam op een productiebeperking van ruim 1,2 miljoen vaten per dag), kon de olieprijs de opwaartse lijn weer oppikken. De reductie was nodig om het extra aanbod dat de olieproducenten in het Noordzeegebied op de markt brachten, te neutraliseren. In de periode 1990-1994 hebben deze producenten de productie met 1,6 miljoen vaten per dag verhoogd en daarmee hun aandeel in de olieproductie die buiten de OPEC-landen plaatsvindt, opgevoerd van 10,3% (1990) tot 14,9% (1994).

Met lede ogen moest OPEC toekijken hoe de olieprijs daalde van \$ 21 per vat (ultimo 1989) naar \$ 14 per

vat (ultimo 1993) doordat de verdraging van de economische groei in de OESO-landen de vraag/aanbod-verhouding op de oliemarkt danig deed verslechteren. Pogingen van OPEC om niet-OPEC landen te overtuigen om hun productie te beperken, liepen op niets uit. Maar ook binnen OPEC leek weinig animo te bestaan om het gezamenlijke productieplafond te verlagen. Saoedi-Arabië, goed voor ongeveer eenderde van de OPEC-olieproductie, had er weinig vertrouwen in dat de andere OPEC-landen de verleiding konden weerstaan om hun quotum te overschrijden. Toen OPEC op 25 maart jl. afzag van het maken van harde afspraken over productiebeperkingen, reageerde de oliemarkt direct met een daling van de olieprijs. De oliemarkt zag de passieve handhaving van het gezamenlijke productieplafond van 24,52 miljoen vaten per dag als slecht nieuws: het kartel leek niet bereid te zijn om marktaandeel af te geven om de olieprijs te steunen. Het uitblijven van aanboddiscipline bij OPEC zou een spoedig herstel van de olieprijs in de weg blijven staan.

Hervonden aanboddiscipline?

Enkele weken na de OPEC-vergadering begon de olieprijs echter in snel tempo op te lopen. Er zijn diverse oorzaken voor het opzienbarende herstel aan te voeren. Allereerst heeft de groei van de vraag naar olie van (met name) de Verenigde Staten de oliemarkt verrast. In de afgelopen maanden heeft het Internationaal Energie Agentschap, dat regelmatig verslag doet van de situatie op de oliemarkt, de vraag naar olie enkele malen sterk opwaarts bijgesteld.

Ten tweede hebben de leden van OPEC, tegen de verwachting in, nauwelijks meer geproduceerd dan het afgesproken quotum. Gezamenlijk

De rubriek 'Financiële markten' verschijnt elke twee weken in ESB, en wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

hebben de OPEC-landen sinds de vergadering van maart jl. circa 25 miljoen vaten per dag geproduceerd.

Ten derde bleek de productie van de niet-OPEC producenten terug te vallen. Met name de output van de Noordzeeproducenten, die volgens OPEC de zwakte in de olieprijs hadden veroorzaakt, daalde door onderhoudswerkzaamheden aan en ongelukken op de olieplatforms in het gebied. De ontwikkelingen van de afgelopen maanden hebben vele analisten uiterst positief gestemd over de vooruitzichten voor een aanhoudend sterke olieprijs. De vraag is echter hoe het herstel zich verder zal ontwikkelen.

Is de vraag/aanbod-verhouding op de oliemarkt zodanig duurzaam hersteld dat de olieprijs in de komende maanden ongestoord haar weg omhoog zal continueren? Heeft OPEC in tijden van crisis bewezen haar aanboddiscipline hervonden te hebben? Er kan geen volmondig ja op deze vragen geantwoord worden en wel om de volgende redenen.

Ten eerste is de vraag of niet een te optimistisch groeiscenario voor de OESO-landen in de huidige olieprijs verdisconteerd is. Met name voor de Amerikaanse en Duitse economie, beide belangrijke afnemers op de oliemarkt, lijken de consensus-schattingen aan de optimistische kant. Volgens de cijfers van Consensus Economics Inc. ligt de consensusverwachting voor de groei van de Amerikaanse economie op 2,8%. Het lijkt er echter op dat daarmee het remmende effect dat de oplopende lange rente zal hebben op de economische groei in de VS, wordt onderschat. Daarnaast lijken de consensusverwachtingen voor de Duitse economie met een groei van 2,6% wellicht te hoog gespannen. Met name de verwachtingen betreffende de ontwikkeling van de binnenlandse consumptie in Duitsland lijken te optimistisch. De

Tabel 1. Historisch overzicht olieproductie (miljoenen vaten per dag)

	1990	1991	1992	1993	1994 ^a
OPEC	23,0	23,3	24,1	24,7	24,9
Niet-OPEC	40,8	40,3	39,6	39,0	38,9
Noord-Amerika	11,0	11,1	11,1	11,0	10,7
Oost-Europa	11,8	10,7	9,3	8,1	7,3
West-Europa	4,2	4,4	4,8	5,1	5,8
Overige	13,8	14,1	14,4	14,8	15,1

a. Schatting.

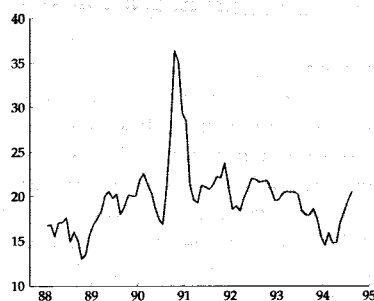
Bron: IRIS Research.

verhoogde belastingdruk als gevolg van de uit de hand gelopen kosten van de Duitse hereniging zetten het besteedbaar inkomen van de Duitse burger onder druk. Bovendien zal de sterke DM/\$ wisselkoers alsmede de verwachte deceleratie van de economische groei in de VS de afzet van Duitse producten aan de overzijde van de Atlantische oceaan nadelig beïnvloeden.

Ten tweede hecht de oliemarkt te veel waarde aan de ogenschijnlijke produktiediscipline van de OPEC-leden. De stemming van de vergadering van 25 maart jl. waarin OPEC tot de 'afpraak' was gekomen om het oude plafond maar te handhaven was er een van onmacht en wantrouwen. De pogingen om tot produktiebeperkingen te komen werden getorpedeerd door de afwijzende houding van het dominante Saoedi-Arabië. Het land heeft te vaak moeten toezien hoe andere leden hun quotum stiekem overschreden. Tegen de verwachting in, is de OPEC-productie in de afgelopen maanden nauwelijks boven het gezamenlijke produktieplafond uitgekomen. Het is echter de vraag of dit het resultaat is van een doelbewust, gedisciplineerd optreden van OPEC. Een aantal ontwikkelingen die buiten de controle van de OPEC-landen liggen, hebben een belangrijke bijdrage aan de getoonde produktie-'discipline' geleverd. Nigeria en Iran zijn notoire overtreders van hun quotum. In Nigeria heeft politieke onrust de produktie negatief beïnvloed; Iran kampt met technische problemen die remmend werken. Vooralsnog bieden deze ontwikkelingen steun aan een oplopende olieprijs. De stemming tijdens de afgelopen OPEC-vergadering van 15 juni was dan ook aanzienlijk beter dan in de vergadering daarvoor. De leden van OPEC hadden bijzonder weinig tijd nodig om tot de conclusie te komen dat ze toch maar niets moesten doen om het gunstige sentiment op de oliemarkt te doen omslaan. Met enige bravoure is aangekondigd dat de eerstvolgende vergadering (die in september zou moeten plaatsvinden) overgeslagen zal worden aangezien OPEC nu haar zaakjes voor elkaar heeft.

Het signaal van rust en cohesie binnen OPEC dat de organisatie aan de oliemarkt heeft afgegeven, moet echter met een korrel zout genomen wor-

Figuur 1. De olieprijs, in \$



den. De realiteit is dat OPEC belangrijke beslissingen zoals de herverdeling van quota's bij een terugkeer van Irak op de oliemarkt, de keuze van een nieuwe secretaris-generaal en de timing van de (toegezegde) verhoging van het quotum van Koeweit voor zich uitschuift.

Verder blijft het de vraag of de leden van OPEC in staat zullen zijn om op een ordelijke wijze de extra olieproductie van Irak te accommoderen zonder dat de vraag/aanbod-verhouding op de oliemarkt wordt verstoord. Voor de Golfoorlog produceerde Irak 3,3 miljoen vaten per dag. Hoewel het nog enige tijd kan duren voordat de Verenigde Naties Irak zullen toestaan om op grote schaal olie te exporteren, lijkt de toekomstige terugkeer van Irak op de oliemarkt de rivaliteit tussen de nummer één en twee van OPEC, Saoedi-Arabië en Iran, nu al te doen opblazen. Iran heeft herhaaldelijk laten weten dat Saoedi-Arabië het grootste deel van de produktiebeperking voor haar rekening moet nemen, aangezien dat land het meeste geprofiteerd heeft van de afwezigheid van Irak op de oliemarkt door de produktie navenant op te voeren. Saoedi-Arabië kampt met forse financiële problemen en zal niet zonder slag of stoot akkoord gaan met een forse reductie van haar quotum.

Iran kan ook op een ander vlak de betrekkelijke rust binnen OPEC verstoren als het land alternatieven voor de Iraanse kandidaat-opvolger van de huidige secretaris-generaal van OPEC onbespreekbaar maakt. Het feit dat er in de afgelopen vergadering geen nieuwe secretaris-generaal gekozen is ondanks het feit dat de andere OPEC-landen de kandidatuur van de Venezolaan Parra en bloc steunen, wijst op de halsstarrige houding van Iran in deze kwestie. Ten slotte zijn er nog geen duidelijke afspraken

gemaakt hoe de verhoging van het produktieplafond van Koeweit (naar het produktieniveau van de Verenigde Arabische Emiraten) door de OPEC-leden opgevangen zal worden. De struisvogelpolitiek die de leden van OPEC lijken te bedrijven is weinig constructief en kan er gemakkelijk toe leiden dat de onderlinge spanningen in een hoog tempo zullen oplopen.

Ten derde liggen een aantal factoren van tijdelijke aard ten grondslag aan de spectaculaire stijging van de olieprijs. Uitgebreide onderhoudswerkzaamheden in Canada en het Noordzegebied en een serie ongelukken (op het olieplatform van het Franse Elf-Aquitaine in de Noordzee, voor de kust van Egypte en in het Colombiaanse Cano Limón olieveld) hebben tot een terugval van de niet-OPEC olieproductie geleid. Sinds februari (toen de non-OPEC landen gemiddeld 39,21 miljoen vaten per dag produceerden) is de olieproductie met bijna 400.000 vaten per dag afgenomen tot een niveau van 38,82 miljoen vaten per dag in april. Vervolgens is een licht herstel opgetreden in de non-OPEC produktie naar 38,95 miljoen vaten per dag in mei. Daarnaast heeft de burgeroorlog in het olieproducerende Jemen en de oorlogsdreiging in Noord-Korea een additioneel oprijvend effect uitgeoefend op de olieprijs.

Conclusie

De olieprijs is sinds april van dit jaar explosief gestegen. Vele analisten wijzen enthousiast op de aantrekkende conjunctuur en de hervonden produktiediscipline van OPEC en concluderen dat de vooruitzichten voor de aantrekkende olieprijs gunstig zijn. Het lijkt erop dat de oliemarkt, zowel aan de vraag- als de aanbodkant, van een wat al te optimistisch scenario uitgaat. De kans is daarom groot dat teleurstelling omtrent de realisatie van dit scenario zich zal vertalen in een correctie van de olieprijs.

Fred Huibers