

# Olie: van bodemschat tot grondstofvloek

De olieprijsstijgingen in de jaren zeventig leidden door overbesteding tot tegenvallende economische prestaties bij veel olieproducerende landen. De beleidsreacties op de recente olieprijsstijging zijn tot dusverre hoopgevend, maar desondanks liggen er gevaren voor de financiële stabiliteit op de loer.

Sinds december 2003 zijn de olieprijsen vrijwel non-stop gestegen. Het resultaat was dat zij in augustus jongstleden bijna 150 procent hoger lagen, een historisch hoogtepunt. Deze spectaculaire stijging is qua omvang vergelijkbaar met die ten tijde van de oliecrises in de jaren zeventig van de vorige eeuw (1973-1974 en 1979-1980). Hoewel de olieprijs in reële termen minder hard is gestegen dan destijds (figuur 1) en de prijs de afgelopen twee maanden enigszins gedaald is, zullen de gewijzigde geldstromen een herverdeling van de mondiale welvaart tot gevolg hebben. Voor 2005 is de inkomensverschuiving van olie-importerende naar olie-exporterende landen becijferd op 1,2 procent van het wereld-bbp oftewel een derde van het bbp van olieproducerende landen (IMF, 2006a). Op basis van deze cijfers zou kunnen worden geconcludeerd dat de olie-exporterende landen alleen maar profiteren van de gestegen olieprijs. Terugblikkend op de economische prestaties van de olieproducerende landen sinds de oliecrises ontstaat evenwel een minder fraai beeld. De vraag is of de olieproducerende landen ditmaal een beter beleid voeren wat betreft de aanwending van de petrodollars en wat de mogelijke implicaties zijn van hun beleidsreacties voor de wereldeconomie.

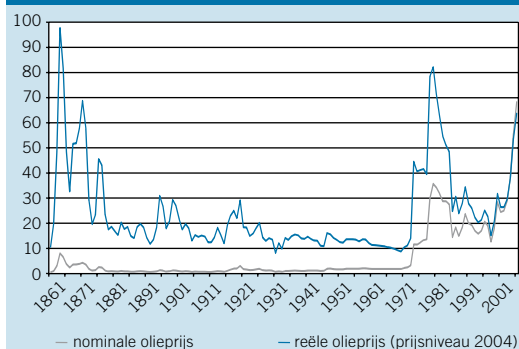
## Een theoretisch perspectief

Olieproducerende landen lijken met de huidige olieprijsen in een comfortabele positie te verkeren. Met het automatisch vollopen van de schatkist zouden hun regeringsleiders zich slechts hoeven te concentreren op het verdelen van de hoge olie-opbrengsten. In de praktijk blijkt dit niet eenvoudig gezien de tegenvallende economische prestaties van veel olieproducerende landen. In de jaren zestig en zeventig van de vorige eeuw waren veel grondstof exporterende landen voor het eerst getuige van een ongekende toestroom van buitenlands kapitaal als gevolg van de explosief stijgende opbrengsten van hun bodemschatten (windfall gains). Door deze gelden onmiddellijk binnenlands te besteden, vielen ze ten prooi aan de zogenoemde Dutch disease. Dit fenomeen, dat verwijst naar de Nederlandse aardgasvondsten, beschrijft dat wanneer de bestedingen van windfall gains neerslaan in een toenemende binnenlandse vraag terwijl de productiecapaciteit op de korte termijn gelimiteerd is, het binnenlandse prijspeil snel zal oplopen. De resulterende reële appreciatie van de munteenheid ondermijnt de concurrentiekracht van de traditionele niet-grondstoffen-uitvoer en daarmee wordt het aanvankelijke voordeel van de grondstoffenexport een obstakel voor de groei van de industriële sector. Landen worden hierdoor sterk afhankelijk van slechts één product, waardoor ze veel kwetsbaarder worden voor een economische schok dan wanneer ze goed gediversificeerd zijn. Veel derdewereldlanden ondervonden dit proefondervindelijk in de jaren tachtig toen de grondstoffenprijzen daalden als gevolg van een afgenomen wereldvraag. Inspanningen om de Dutch disease te beheersen door middel van corrigerend beleid, bijvoorbeeld directe ondersteuning van industrieën, waren weinig effectief (Karl, 1999). In de praktijk bleek het vrijwel onmogelijk om de economieën te behoeden voor de ontwrichtende werking van de tijdelijke windfall gains: de economische wetenschap werd zodoende verrijkt met de term 'grondstofvloek'.

Sinds de jaren negentig zijn er nieuwe theorieën geponeerd die stellen dat de grondstofvloek ontoereikend is om de tegenvallende economische prestaties van grondstofrijke landen te verklaren. Deze theorieën zijn meer gericht op het soort grondstof en hoe deze hulpbronnen het soort regime, de instituties en het overheidsbeleid kunnen beïnvloeden (Sachs en Warner, 1997; Hausman en Rigobon, 2003). De eersten constateren bijvoorbeeld dat landen die veel olie bezitten minder ondernemend zijn. De oorzaak is dat er zoveel geld omgaat in overheidshanden

figuur 1

Ruwe olieprijs in US dollars per vat (jaargemiddelden)



Bron: BP (2005) en eigen berekeningen

dat het voor ondernemers aantrekkelijker is om zich hiervan een gedeelte toe te eigenen (*rent seeking*) dan om zelf waarde te creëren (Bulte en Damania, 2003). Bovendien blijkt vooral bij olie dat de hoge exportopbrengsten de staatsvorm en daarmee het institutionele raamwerk zodanig beïnvloeden dat het gevoerde beleid wordt gedictieerd door de olieprijs. Zo kan men onderscheiden volwassen democratieën met een gediversificeerde economie waarbij de overheid de olie-inkomsten grotendeels spaart en deze deels aanwendt ten gunste van de hele bevolking (Noorwegen). Aan het andere einde van het spectrum bevinden zich de 'roof-autocratieën', die in hoge mate afhankelijk zijn van de olie-inkomsten en deze onmiddellijk aanwenden voor overheidsbestedingen, met veel rent seeking en kapitaalvlucht (bijvoorbeeld Nigeria en Tsjaad). Tussen deze uitersten bevinden zich de Arabische golfstaten met hun relatief stabiele paternalistische autocratieën en de Latijns-Amerikaanse democratieën die zwaar leunen op clientelisme, waardoor de olieopbrengsten veelal onmiddellijk worden besteed aan belangengroepen die door middel van subsidies, overheidsbaantjes en onrendabele investeringen te vriend moeten worden gehouden. (Eifert et al, 2003)

### Beleid tijdens de huidige olieprijspiek

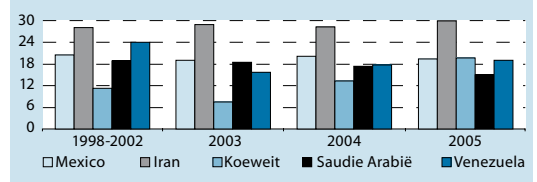
De gevolgen van hogere olieprijsen voor de olieproducerende landen zullen in de eerste plaats afhangen van hoe de hogere opbrengsten worden aangewend. Tijdens de jaren zeventig werd de helft van de windfall gains besteed aan binnenlandse investeringen, een kwart voor consumptie en het restant werd gespaard in het buitenland (Gelb, 1984). Ditmaal blijken de overheden zeer terughoudend in hun bestedingen, ingegeven door een grotere begrotingsdiscipline en, inderdaad, ter vermijding van de Dutch disease. Daarnaast zou ook onzekerheid over het verdere prijsbeloop – nu de prijs enigszins gedaald is – overheden terughoudend maken om zich over te geven aan ongebreidelde overheidsuitgaven (IMF, 2006a). Ook de investeringen hebben gelijke tred gehouden met de economische ontwikkeling (figuur 2). De voorzichtigheid van deze landen heeft echter als bijproduct dat hierdoor ook de investeringen in de capaciteitsuitbreiding van de olie-industrie achterblijven, hetgeen deels verantwoordelijk is voor de huidige hoge olieprijs. In mei jongstleden bekritiseerde het IMF deze voorzichtigheid en spoorde landen in het Midden-Oosten publiekelijk aan om meer geld te besteden aan de olie-infrastructuur naast onderwijs en zorg (IMF, 2006a). Hoewel het merendeel van de olieproducerende landen hun bestedingen goed weet te beheersen, blijken met name de overheden van de genoemde 'roof-autocratieën' en Latijnsamerikaanse landen niet goed in staat om de druk te weerstaan om de hogere olieopbrengsten aan te wenden voor binnenlandse bestedingen.

Door de beheerste bestedingstoename wordt thans tweederde van de olieopbrengsten gespaard, zo blijkt uit berekeningen van het IMF (2006b). Het gevolg is dat de deviezenreserves van olieproducerende landen sinds 2002 zijn verdubbeld. In de jaren zeventig werd het leeuwendeel van de deviezenreserves bij internationale banken uitgezet, die ze op hun beurt doorsluisden naar landen met een lopende-rekeningtekort. In de jaren zeventig hadden een aantal landen, onder andere Canada, Koeweit en Papoea Nieuw Guinea, een stabilisatiefonds opgericht. Dergelijke fondsen worden gevoed wanneer de grondstoffenprijzen hoger uitvallen dan begroot (waardoor de bestedingen tijdens perioden van voorspoed worden afgeremd); zijn de prijzen lager dan begroot dan mag er geld aan het fonds worden onttrokken. Veel landen onderkennen de stabiliserende werking van dergelijke fondsen, waardoor het aantal stabilisatiefondsen de afgelopen decennia fors is gegroeid. De laatste tijd wordt er, als gevolg van de forse olieprijsstijging, echter gemorreld aan de regels om zodoende meer te kunnen besteden. Het betreft hier landen over het hele spectrum: behalve de landen met cliëntalisme, zoals Mexico en Ecuador betreft het hier ook Tsjaad en zelfs Noorwegen, waar de oprekking van de fondsregels een centraal thema was tijdens de parlementsverkiezingen vorig najaar. Venezuela is zelfs zo ver gegaan om zijn stabilisatiefonds op te heffen.

In vergelijking met de jaren zeventig wordt nu fors minder op deposito geplaatst bij internationale banken (BIS, 2005) en wordt in toenemende mate rechtstreeks

figuur 2

Investerings van olie-exporterende landen (% van BBP)



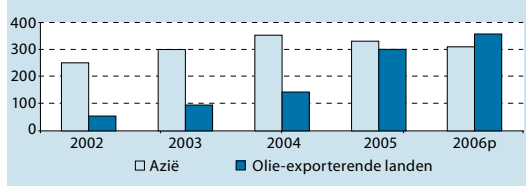
Bron: IMF

belegd in een breed scala van financiële producten. De olieproducerende landen als groep beleggen in toenemende mate in Amerikaanse bedrijfsobligaties en andere kredietproducten, wat ten koste gaat van het aandeel staatsobligaties. Daarnaast kunnen ook zakelijke waarden op toenemende belangstelling rekenen: niet alleen kopen deze landen beursgenoteerde aandelen en onroerend goed in de geïndustrialiseerde wereld, zij opereren ook op de aandelenmarkt in opkomende economieën, participeren in hedge funds en zijn actief in private equity. Opvallend is verder het toenemende belang van intraregionale beleggingen. Zo was er een grote instroom op de lokale vastgoed- en aandelenmarkten in het Midden-Oosten, in zowel olieproducerende als olie-importerende landen zoals Egypte en Jordanië. Door de overvloed aan beleggingskapitaal waren de aandelenbeurzen van het Midden-Oosten sterke stijgers in 2005, maar liepen ze ook gezamenlijk forse averij op toen dit voorjaar de luchtbel barstte. Naast de toename van de beleggingen zijn de besparingen in een aantal landen aangewend voor aflossingen op internationale schulden (Rusland, Mexico en Venezuela). Niet alleen de eigen schulden konden (vervroegd) worden afgelost; Venezuela verstrekke tevens leningen aan Argentinië en Brazilië die daarmee hun schulden aan het IMF konden aflossen.

Behalve vragen over hoe de olieopbrengsten moeten worden aangewend, blijken de hoge olieprijsen ook gevolgen te hebben voor de institutionele structuur. Een in het oog springende trend is een golf van toenemende staatsbemoeienis met de olieproductie: inmiddels vindt 50 procent van de wereldwijde olieproductie plaats in staatsbedrijven die tezamen meer dan 80 procent van de oliereserves bezitten (PFC Energy, 2006). Evenals in de jaren zeventig toen de oliecrisis een golf van nationalisering in onder andere Venezuela en Ecuador ontlokte, zien we ook nu de nationalisatie in Venezuela en Bolivia (gas) en een toenemende greep van de staat op de oliesector in Tsjaad en Rusland: de overname van Joekos door staatsbedrijf Rosneft en de dreigende opzegging van contracten met buitenlandse oliemaatschappijen om daarmee bestaande contracten open te breken en zodoende een grotere rol voor de overheid af te dwingen. Daarnaast wordt het raamwerk van de oliesector aangepast voor politieke doeleinden en worden er nieuwe managers aangesteld. Zo worden oliebedrijven geherstructureerd om een meer centrale aan-

figuur 3

### Lopende-rekeningoverschot (US \$ miljard)



Bron: IMF

sturing mogelijk te maken. Het institutionele effect blijkt fruikend voor de toekomstige olieproductie. De daadwerkelijke nationalisatie, maar tevens de dreiging ervan, zorgt voor verminderde buitenlandse investeringen in de oliesector, terwijl staatsbedrijven gemiddeld genomen ook al minder investeren dan geprivatiseerde oliebedrijven (PFC Energy, 2006). Doordat staatsbedrijven veelal minder efficiënt produceren dan geprivatiseerde oliebedrijven hebben nationalisaties geleid tot een verminderde productie (McPherson, 2003) – hoewel staatsbedrijven voor een land vanwege de verdeling van de olieopbrengsten nog steeds te prefereren kunnen zijn. Bij een gelijkblijvende vraag naar olie mag derhalve van de bovenstaande institutionele wijzigingen een opwaarts effect op de toekomstige olieprijs – en daarmee op de huidige – worden verwacht.

### Risico's voor de mondiale financiële stabiliteit

Door de gestegen olieprijs is het belang van olieproducerende landen voor de mondiale economie toegenomen. Zo zijn de sterk gestegen reserves van deze landen gaan dienen als de smeerolie van de wereldeconomie. Dit gaat echter gepaard met de volgende risico's:

- De verschuiving in de financiering van het Amerikaanse lopende rekeningtekort door Aziatische centrale banken ten gunste van olieproducerende landen verhoogt de kans op een wanordelijke correctie van de mondiale onevenwichtigheden (figuur 3). De reden hiervoor is tweeledig. Allereerst zijn olieproducerende landen erg afhankelijk van de volatiele prijs van een enkel product in tegenstelling tot het gediversifieerde exportpakket van Aziatische landen, waardoor de te beleggen deviezeninstroom een volatieler karakter heeft en dus plotseling kan omslaan. Ten tweede hebben de olieproducerende regio's niet altijd vriendschappelijke politieke banden met de Verenigde Staten, waardoor deze landen hun nationale reserves inzet zouden kunnen maken van hun buitenlandse politieke doeleinden.
- De gigantische omvang van de toegenomen deviezenreserves van olieproducerende landen vereist een selectief beleggingsbeleid. Een aantal landen neemt echter volop deel aan de *search for yield* met beleggingen in opkomende markten, bedrijfsobligaties, private equity en hedge funds: beleggingscategorieën waar de risicopremies over het algemeen

zijn gedaald waardoor de marktprijzen extra gevoelig zijn voor schokken en een verminderde risico-tolerantie van beleggers (DNB, 2005).

Doordat olieproducerende landen op grote schaal beleggen in deze beleggingscategorieën worden de prijzen verder opgestuwd, waardoor de potentiële neerwaartse prijscorrecties eveneens groter worden. De forse correctie op de aandelenbeurzen in het Midden-Oosten die dit voorjaar volgde op een even spectaculaire stijging in 2005 vormt hierbij een goede waarschuwing.

- Een toenemend belang van intraregionale beleggingen gefinancierd met olieinkomsten vergroot het gevaar dat een financiële crisis in een land zich als een olievlek verspreidt over de regio, doordat het getroffen land zijn beleggingen in de omliggende landen gaat liquideren.
- De verbeterde externe positie van olieproducerende landen en de leningen van deze landen aan andere landen – bijvoorbeeld de leningen van Venezuela aan Brazilië en Argentinië – stelt landen in staat hun schuld aan het IMF af te lossen. Hierdoor zullen deze landen zich minder gelegen laten liggen aan de beleidsadviezen van het IMF.

### Conclusie

De inschatting van de gevolgen van de gestegen olieprijs voor de Westerse landen dient niet beperkt te blijven tot de gebruikelijke inschatting van het prijseffect op hun economieën. Zo leidt de hogere olieprijs tot een institutionele dynamiek in olieproducerende landen waarbij de besluitvorming die wordt ingegeven door kortetermijnbelangen soms tegengestelde langetermijnimplicaties heeft. Zo mag van de nationalisatietrend op korte termijn een grotere opbrengst voor de desbetreffende landen worden verwacht, maar nationalisaties uit het verleden tonen aan dat dit op de lange termijn de productie fors kan schaden. Daarnaast spelen olieproducerende landen met hun almaar toenemende buitenlandse deviezenreserves een steeds belangrijkere rol in de financiële kapitaalstromen. Hun grote afhankelijkheid van slechts één volatiele (olie)prijs en de dominante rol van de petrodollars in een aantal beleggingscategorieën tezamen met een opportunistisch beleggingsbeleid maakt dat de financiële kapitaalstromen minder voorspelbaar zijn, wat weer repercussies heeft voor de mondiale financiële stabiliteit.

### LITERATUUR

- British Petroleum (2005) *BP Statistical Review of World Energy*. Bulte E. en R. Damania (2003) *Corruption, Democracy and the Natural Resource Curse*, Department of Economics, Working paper, University of Tilburg.
- DNB (2005) *Vermogensprijzen en monetair beleid*. De Nederlandse Bank, Kwartaalbericht, juni, Amsterdam.
- Eifert B., A. Gelb en N. Borje Tallroth (2002) *The Political Economy of Fiscal Policy and Economic Management in Oil-Exporting Countries*. World Bank Policy Research Paper 2899, Washington.
- IMF (2006a) *World Economic Outlook*, april 2006, Washington D.C.
- IMF (2006b) *Global Financial Stability Report*, april 2006, Washington D.C.
- Sachs J. en A. Warner (1999) *The Big Push*, *Natural Resource Booms and Growth*. *Journal of Development Economics* (59), 43-76.
- Hausman R. en R. Rigobon (2003) *An Alternative Interpretation of the Resource Curse: Theory and Policy Implications*. In: *Fiscal Policy Formulation and Implementation in Oil-Producing Countries*, IMF, Washington D.C.
- Karl T.L. (1997) *The Paradox of Plenty: oil booms and petro-states*. Berkeley: Press, University of California.
- McPherson C. (2003) *National Oil Companies: Evolution, Issues, Outlook*. In: *Fiscal Policy Formulation and Implementation in Oil-Producing Countries*. IMF, Washington D.C.