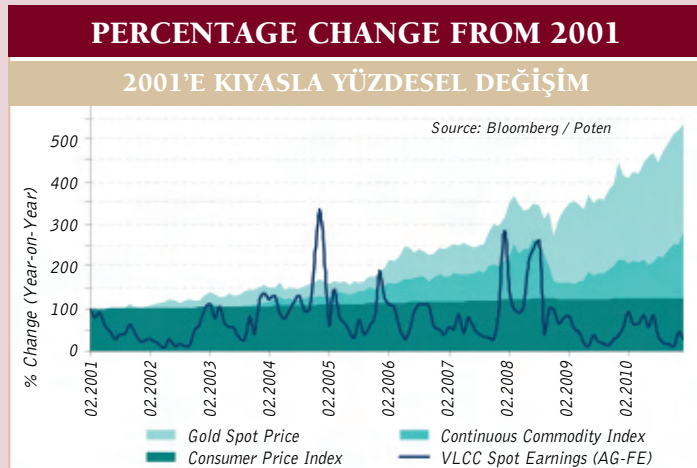


INFLATION EVERYWHERE, BUT (IN TANKER EARNINGS) NOT A DROP TO DRINK

Recently the prices of metals, energy, food, and agricultural products have soared around the world. Crude oil prices sit at three-year highs and continue their relentless climb while traditional inflation barometers, including precious metals and foodstuffs, are at or approaching all-time highs. While it is sometimes tough for consumers to realize impacts on a day-to-day basis, over time higher prices will inevitably hurt the capacity for discretionary spending. To complicate matters the magnitude of inflation is sometimes difficult to quantify as "official" statistics can obscure changes in real price levels. Fortunately, or unfortunately, the shipping business has the tools to discern price changes and inflation rates close at hand. As shipping, transportation and refining are marginal businesses, the ability to pass along rising costs to consumers is not always easy, and even tougher to disguise.

The chart above shows the relative percentage changes of the consumer price index (the regularly used benchmark for prices) versus several major commodities. Looking at the relative returns of several different indices and asset classes over the last decade serves as a reality check for ship owners and presents a conflicted picture regarding inflation. These commonly cited indicators show the disparity between real inflation as evidenced through commodity and gold price increases, versus the muted levels as shown by the CPI. Most importantly, it highlights the critical pressure energy prices exert on consumption as they are not included in the "Core" CPI figures. Sadder still, however is a look at the annual average return for VLCC earnings.

While each of the other indicators yielded a positive return in the last decade, VLCC earnings (notably on the robust Ras Tanura to Chiba route) actually saw a decline of 5% from 2001 to 2010. (It would be unfair if it wasn't noted that tanker markets are notoriously volatile, and 2004 and 2008 both saw hearty earnings for owners before rates began their precipitous decline in 2008-2009). Even in the face of

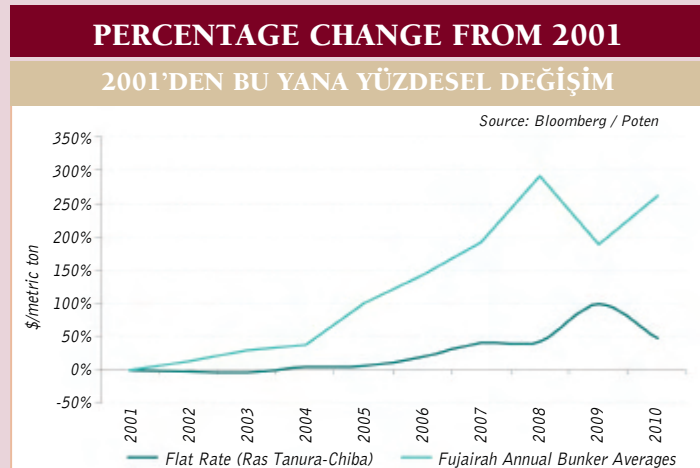


HER YERDE ENFLASYON, TANKER GELİRLERİNDE İÇMEYE SU YOK

Son zamanlarda metal, enerji, gıda ve tarım ürünlerinin fiyatları tüm dünyada büyük oranda artış gösterdi. Ham petrol fiyatları da son 3 yılın en üst seviyelerinde aralıksız yükselişini sürdürürken, değerli metaller ve gıda maddeleri dahil geleneksel enflasyon barometreleri, tüm zamanların en yüksek seviyelerine ulaştı ya da yaklaşıyor. Tüketicilerin günlük bazda olumsuz etkilerin farkına varması bazen zor olsa da, zaman içinde yükselen fiyatlar keyfi harcamaların kapasitesini kaçınılmaz olarak azaltacak. Gelişmeleri daha da karmaşık bir hale getirecek şekilde, bazen enflasyonun büyüklüğünün ölçülmesi zor bir hale geliyor, zira "resmi" istatistikler gerçek fiyat seviyelerindeki değişiklikleri gizleyebiliyor. Neyse ki, ya da ne yazık ki, deniz taşımacılığı sektörü fiyat değişiklikleri ve enflasyon oranlarını kısa bir süre içerisinde görmeye yönelik araçlara sahip. Denizcilik, taşımacılık ve rafineriler marjinal ticari alanlar olduğundan, yükselen maliyetlerin tüketicilere yansıtılması her zaman kolay olmuyor ve gizlenmesi de çok daha zor oluyor.

Yukarıdaki grafik, tüketici fiyat endeksinde (fiyatlar için düzenli olarak kullanılan gösterge) belli başlı birkaç emtiaya kıyasla meydana gelen değişiklikleri gösteriyor. Birkaç farklı endeks ve varlık sınıfının geçtiğimiz on yıllık süreç boyunca gerçekleşen göreceli getirilerinin incelenmesi, armatörler için bir gerçeklik kontrol görevi görür ve enflasyon ile ilgili çatişmalı bir tablo ortaya koyar. Yaygın olarak kullanılan bu göstergeler, emtia ve altın fiyatlarındaki artışların ortaya çıkardığı gerçek enflasyon ile TÜFE'nin gösterdiği yumuşatılmış seviyeler arasındaki farklılığı ortaya seriyor. En önemlisi de bu, "Temel" TÜFE rakamlarına dahil edilmeleri nedeniyle enerji fiyatlarının tüketim üzerine uyguladığı baskıyı vurguluyor. Daha kötüsü, VLCC'ler ile ilgili yıllık ortalama gelirlere baktığımızda durum hala kötü görünüyor.

Diğer göstergeler son on yıllık süreçte olumlu getiri seviyeleri gösterirken, VLCC kazançları (özellikle güçlü Ras Tanura-Chiba rotasında) 2001 ile 2010 arasında %5'lik bir düşüş sergiledi. (Tanker piyasalarının herkesin bildiği gibi istikrarsız olduğu ve ücretlerde 2008-2009 döneminde hızlı



these outsized returns, record ship owner earnings were made in an atmosphere of high commodity prices and costs during those years. This was particularly true in 2008, where the CCI made an intermediate top before correcting to lower levels during the broader market melt-down. The difference today is that commodity prices and inflation are again on the rise (hitting all-time highs) while tanker markets are still in the tank and showing little signs of recovery.

GETTING THE SQUEEZE

While bunkering costs rise, labor prices rise, taxes rise, and the cost of goods and services are rising all around them, the tanker markets are largely failing to mirror the same resiliency in rates. Unlike retail, ship owners struggle to find ways to cut costs and maintain quality. Higher bunker prices represent the most direct pressure exerted on tanker owners today and a graph of historical percentage increases versus flat rates demonstrates the discrepancy. Although higher bunker costs are taken into account to a degree in the annual adjustments in Worldscale flat rates, the methodology employed limits the ability to account for sharp increases in bunker prices on an intra-year basis. While the change in the percentage Worldscale rates can compensate for higher bunker prices at market extremes, they are also subject to ship supply (which has been ample of late) mitigating would-be upward pressure on rates. This problem has become increasingly evident given the upside volatility bunker prices have experienced in the last two years. Higher bunker prices in a falling-rate environment with all other costs being equal is, in itself a double-whammy for ship owners. That said, "all other costs being equal" is hardly a way to describe the current economic environment as price rises across the board have shown.

QE 2 SAILED... QE 3 NEXT?

The bigger question begging to be asked is why demand, evidenced by higher prices, is returning to commodities in general, but not to tanker markets. The answer may be in the fact that the tanker markets have thus far been insulated from currency-induced cost-push inflation. Nominal increases in freight rates may appear first, as the real effects of inflation will take longer to materialize. While the languishing freight environment may initially be thought of as a reprieve for charterers, the continued pressure on ship owners to cut costs in a rising cost environment is not sustainable. Higher bunker prices will need to be passed along to shippers in the form of increased Worldscale rates as these ships will clearly not trade at a loss.

In order to spur economic recovery and "maintain healthy price levels and inflations targets" the Federal Reserve has chosen to "quantitatively ease". With quantitative easing two (QE 2) underway and potential for a third round in the future (QE 3) being discussed, it appears we have not seen the end of this program. Unfortunately for ship owners, if recent return performance relative to other commodities is any indication of the future, 'QE3 sailing' may hardly mean fair winds and following seas.

düşüş başlayana kadar 2004-2008 döneminde yüksek kazançlar elde ettiğini söylemek haksızlık olurdu). Bu büyük gelirler karşısında dahi rekor seviyedeki armatör gelirleri o yıllarda yüksek emtia fiyat ve maliyetlerinin söz konusu olduğu ortamda gerçekleşmişti. Bu özellikle, büyük menkul kıymetler borsası çöküşü esnasında düşük seviyelere gerilemeden önce Emtia Kanal Endeksinin bir ara zirve yaptığı 2008 yılı için gerçektir. Bugünkü fark emtia fiyatları ve enflasyonun yine yükselişe geçmesinden kaynaklanırken (tüm zamanları en yüksek seviyesi, tanker piyasaları hala düşüşte ancak ufak da olsa toparlanma sinyalleri veriyor.

POSAYI ÇIKARMAK

Gemi yakıt maliyetleri ile bununla ilişkili işçilik fiyatları, vergi oranları ve mal ve hizmet maliyetleri artarken, tanker piyasaları fiyatlardaki bu esnekliğin aynısını yansıtmakta başarısız kalıyor. Perakende piyasalarından farklı olarak, armatörler maliyetleri azaltmak ve kaliteyi muhafaza etmenin yollarını bulmaya çabılıyor. Yüksek gemi yakıt fiyatları bugün tanker sahiplerine uygulanan en doğrudan baskıyı temsil ediyor. Tarihi yüzdesel artışlara karşı sabit fiyatları gösteren grafik, gelişkiyi gösteriyor. Worldscale sabit fiyatlarındaki yıllık ayarlamalarda yükselen gemi yakıt maliyetlerinin de bir dereceye kadar hesaba katılmasına rağmen, kullanılan metodoloji gemi yakıt fiyatlarındaki hızlı artışların yıl içi bazda dengelenmesi kabiliyetini sınırlıyor. Worldscale fiyatlarındaki değişim piyasanın aşırı uçlarındaki yüksek gemi yakıt fiyatlarını telafi edebilirken bu, fiyatlar üzerindeki olası bir yukarı yönlü baskıyı azaltan gemi arzına da (son zamanlarda oldukça yüksek düzeyde gerçekleşti) tabi. Bu sorun, gemi yakıt fiyatlarının son iki yılda gördüğü yukarı yönlü istikrarsızlık da göz önünde tutulduğunda her geçen gün daha da fazla aşık bir hale geldi. Diğer tüm maliyetlerin eşit olduğu ancak ücretlerin düştüğü bir ortamda yüksek seyreden gemi yakıt fiyatları kendi içinde armatörler için çifte darbe niteliği taşıyor. Bununla birlikte "diğer tüm maliyetlerin eşit olduğu" ifadesi, her yerde görülen fiyat artışlarının da gösterdiği mevcut ekonomik ortamı ifade etmek için yeterli sayılamayacak bir yol olarak görülebilir.

PARASAL GENİŞLEME 2 YOLDA... ÜÇÜNCÜSÜ GELECEK Mİ?

Sorulmayı bekleyen asıl büyük soru, yüksek fiyatların da ispat ettiği gibi, talebin neden tanker piyasalarına değil de genel olarak emtialara döndüğüdür. Cevap, tanker piyasalarının şu ana kadar para birimi olarak uyarılmış maliyet güdümlü enflasyondan izole olması olabilir. Gevşek navlun ortamı başlangıçta kiracılar için bir erteleme olarak düşünülebilirken, armatörler üzerindeki yükselen bir maliyet ortamında maliyetleri azaltma baskısı sürdürülebilir bir durum teşkil etmiyor. Yüksek gemi yakıt fiyatlarının ihracatçılara yüksek Worldscale fiyatları şeklinde yansıtılması gerekiyor, zira açıktır ki bu gemiler zararına çalışamazlar.

Ekonomik toparlanmanın teşviki ve "sağlıklı fiyat seviyeleri ve enflasyon hedeflerinin muhafazası" amacına yönelik olarak ABD Merkez Bankası "parasal genişleme" çözümünü seçti. Parasal Genişleme 2 (QE2) programı halen devam ederken, ileride üçüncüsünün uygulanması öngörülmüyor. Diğer bir deyişle bu programın sonunu henüz görmedik. Ne yazık ki armatörler için, diğer emtialara göre son getiri performansı geleceğe yönelik bir işaret teşkil etmiyorsa, "Parasal Genişleme 3" programı uygun rüzgar anlamına pek gelmeyebilir.

SUEZ MAXED - OUT

As the political situation in Egypt intensifies, the world's attention has focused on the possible fallout of a revolutionary movement gripping the region. Unrest that began in Tunisia and crossed the Egyptian border escalated this week, causing concern among many for the future of social, economic and political stability of the region as a whole. The effects of the unrest have not gone unnoticed in the commodities complex as everything from corn to crude oil saw prices rise in dramatic fashion as traders positioned themselves in anticipation of several possible outcomes. For the shipping markets, all eyes are on Suez, and for good reason. History shows us that events in the Suez have a material impact on world tanker markets.

The immediate impact on tanker markets of a potential canal closure first became evident this week as shipping equities rallied on notes from investment banks regarding the possibility of a closure in the face of continued turmoil. The underlying assumption in shipping is that any closure will result in higher tanker rates as additional tonnage will require longer voyages around the Cape of Good Hope to access western markets. The map below shows the relative transit times for several possible voyages from the Arabian Gulf to the Mediterranean along with the average number of days required for each one-way voyage.

There are currently several routing options to move a 2 million barrel crude oil from the Arabian Gulf to Western markets. However, on a practical basis several factors are already minimizing the role of the Suez Canal in this trade. Draft restrictions do not permit a fully laden VLCC to transit the Suez Canal. Charterers may choose to partially discharge the cargo into the SuMed pipeline, transit the Canal light loaded, and then reload their cargo at Sidi Kerir. This scenario entails paying both pipeline tariffs and Suez tolls, and is unlikely to prove economical in most situations. Alternatively a shipper could move a VLCC cargo from the Arabian Gulf on a VLCC, incur SuMed pipeline tariffs and then hire two Suezmaxes from Sidi Kerir in the Mediterranean. Just the seaborne cost component of this transportation scenario would sum to approximately \$1.60 per barrel under the current freight conditions. The overall weak freight market environment may actually favor voyage routing around the Cape of Good Hope. For example, transportation costs from the Arabian Gulf to the

SÜVEYŞ KANALI ZİRVEDE

Mısır'daki siyasi durum kötüleşirken, dünyanın gözü bölgeyi bunalıma sürükleyecek devrim niteliğindeki hareketlerin ortaya çıkması olasılığına çevirdi. Tunus'ta başlayan ve Mısır sınırlarını aşan infial bu hafta artış gösterdi ve bölgenin bir bütün olarak sosyal, ekonomik ve siyasi istikrarında büyük endişeler ortaya çıkardı. Siyasi huzursuzluğun etkileri de emtia piyasasında hemen görüldü ve mısırdan ham petrole kadar birçok ürünün fiyatları, tüccarların birkaç olası olumsuz sonuç öngörüsüyle dramatik bir artış gösterdi. Deniz taşımacılığı piyasalarında tüm gözler Süveyş Kanalı'na çevrildi. Tarih, Süveyş'te meydana gelen olayların dünya tanker piyasaları üzerinde olumsuz etkileri olduğunu gösteriyor.

Kanalın bir olasılıkla kapatılması ihtimalinin yol açtığı ilk olumsuz etki, bu hafta denizcilik hisse senetlerinin yatırım bankalarından kargaşanın sürmesi halinde kanalın kapatılması olasılığı ile ilgili notalar almaya başlamasıyla ortaya çıktı. Denizcilik açısından bu durum, kanalın kapatılması halinde batı piyasalarına ulaşım amacıyla Ümit Burnu üzerinden yapılacak taşımalar için ilave tonaj gerekeceğinden tanker ücretlerinde artışa yol açacak. Aşağıdaki harita her bir sefer için gerekli ortalama gün sayısı ile birlikte, Basra Körfezi'nden Akdeniz'e birkaç alternatif rotanın transit sürelerini gösteriyor.

2 milyon varil ham petrolün Basra Körfezi'nden Batı piyasalarına taşınması için halen birkaç alternatif rota seçeneği söz konusu. Ancak, uygulanabilirlik açısından, Süveyş Kanalı'nın bu ticarete oynadığı rolü minimize eden birkaç faktör bulunuyor. Draft sınırlamaları, tam yüklü bir VLCC'nin Süveyş Kanalı'ndan geçişine izin vermiyor. Kiracılar yüklerinin bir kısmını SuMed boru hattına tahliye etme ve Kanalı kısmi yüklü olarak geçme ve tahliye edilen yükü Sidi Kerir'de tekrar alma seçeneğini kullanabilir. Ancak bu senaryo hem boru hattı tarifelerinin hem de Süveyş Kanalı geçiş ücretinin ödenmesini gerektiriyor, ki bu da birçok durumda alternatifin ekonomik olmaktan çıkmasına yol açıyor. Alternatif olarak Basra Körfezi'nden kalkan bir VLCC yükünü SuMed boru hattına tahliye ettikten sonra, bu ham pet-

Mediterranean on a VLCC basis 280,000 metric tons are approximately \$1.90 per barrel at Worldscale 37.5, today's assessment.

CLEAN COMPLICATIONS

Vessel sectors that could see some potential additional fallout from the Suez situation are the product tankers employed in the region. In 2009, crude oil and refined petroleum products combined accounted for 16% of cargo tonnage transiting the Suez Canal. Approximately 55% of these cargoes flowed from markets East of Suez into western markets. The two charts below, which are based on reported spot fixture activity, show the volume and direction of refined petroleum product flows through the Suez Canal.

Spot fixture activity captures only a percentage of the total market, but provides indications of overall trends. The past two years have seen increases in the number of fixtures going West from refineries in the Arabian Gulf, South Asia, and Southeast Asia to markets in the Mediterranean, UK Continent, and the United States. These long-haul movements generally occur as a result of arbitrage opportunities. While the crude oil example underscores that the actual freight economics may prove surprising, intuitively it seems that the economies of scale on even the largest LR2 product tankers would require a shorter voyage time in order to make long haul trade of refined petroleum products economical. A closure of the Suez Canal could therefore reduce demand for long range product tankers by increasing voyage time and freight costs and narrowing arbitrage windows for traders looking to move refined products into Western markets.

CONCLUSIVE CORRELATIONS?

Although the past has seen dramatic spikes develop from closures and various events affecting the Suez Canal, several factors today would likely mitigate any recurrence of the rate spike seen during the 1967-1975 closure. A weak freight rate environment and piracy concerns have already precluded use of the Suez Canal on a practical basis, indicating that the tanker market may have already priced in increased sustained geopolitical risks. To date, we have yet to see a reaction in freight rates. If history provides any pretext, a closure of the Canal would serve more as a psychological catalyst to drive freight rates rather than an incremental driver of tanker demand.

rol Sidi Kerir'den iki Suezmax kiralananak Akdeniz'e taşınabilir. Mevcut navlun koşulları altında bu taşıma senaryosunun deniz taşımacılığı maliyeti varil başına 1.60 dolar civarında oluyor. Genel olarak zayıf bir durumda olan navlun piyasa ortamı, Ümit Burnu üzerinden yapılacak seferleri tercih etme eğiliminde olabilir. Örneğin, Basra Körfezi'nden Akdeniz'e 280,000 metrik tonluk bir VLCC'nin taşıma ücreti güncel değerlendirme bazında 37.5 Worldscale ölçeğinde varil başına yaklaşık 1.90 dolar civarında seyrediyor.

TEMİZ KOMPLİKASYONLAR

Süveyş Kanalı'nın mevcut durumu nedeniyle ilave olumsuzluklarla karşılaşabilecek gemi sektörlerinden biri de bölgede kullanılan ürün tankerleri. 2009 yılında ham petrol ve rafine edilmiş petrol ürünleri birlikte Süveyş Kanalı'ndan geçen yük tonajının %16'sına karşılık geliyordu. Bu yüklerin yaklaşık %55'i Batı piyasalarına, Süveyş'in Doğu'sundaki piyasalardan akıyordu. Bildirilen spot kiralama faaliyetleri bazında hazırlanan aşağıdaki iki grafik, Süveyş Kanalı'ndan geçen rafine edilmiş petrol ürünlerinin miktar ve yönünü gösteriyor.

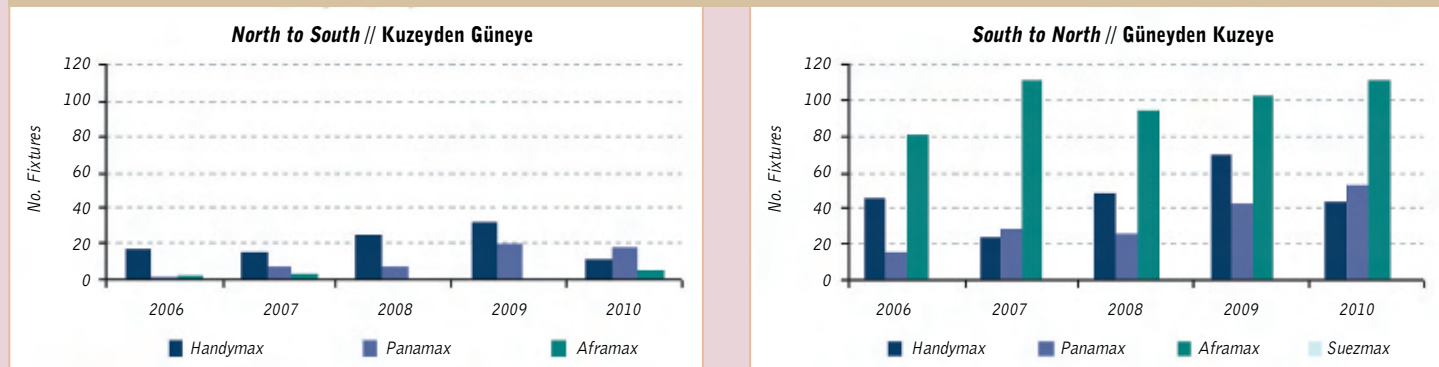
Spot kiralama faaliyetlerinin yalnızca piyasa toplamının bir kısmını yansıtmaya rağmen, genel eğilimleri gösteriyor. Geçtiğimiz iki yıl boyunca Basra Körfezi, Güney Asya ve Güneydoğu Asya'da bulunan rafinerilerden Akdeniz, İngiltere ve Amerika Birleşik Devletleri'ne yönelik kiralama sayısında artış görülüyor. Bu uzun mesafeli taşımalar genelde arbitraj fırsatlarının bir sonucu olarak ortaya çıkıyor. Ham petrol örneği gerçek navlun ekonomisinin şaşırtıcı olabileceğini vurgularken, ölçek ekonomilerinin en büyük LR2 ürün tankerlerinde dahi rafine edilmiş petrol ürünlerinin uzun mesafeli ticaretinin daha ekonomik olmasını temin etmek için daha kısa seyir sürelerini talep etmelerinin söz konusu olabileceğini gösteriyor. Süveyş Kanalı'nın kapatılması bu nedenle sefer süresini ve navlun maliyetlerini artırarak ve rafine ürünleri Batı piyasalarına taşımaya çalışan tüccarlar için arbitraj pencerelerini daraltarak uzun menzilli ürün tanker talebini azaltabilir.

SONUÇ

Geçmişte Süveyş Kanalı'nın kapatılması ve kanalı olumsuz etkileyen çeşitli olaylar nedeniyle dramatik sonuçlar görülmesine rağmen, bugün var olan birkaç faktör, Kanalın 1967-1975 yılları arasında kapatılması esnasında görülen ani fiyat artışlarının olması ihtimalini azaltacak görünümde. Zayıf bir navlun fiyatları ortamı ve korsanlık faaliyetleri ile ilgili endişelerin söz konusu olması, Süveyş Kanalı'nın kullanımını bir dereceye kadar zaten engellemiş durumda. Bu durum da tanker piyasasının fiyatlarını jeopolitik riskleri kapsayacak şekilde zaten artmış olabileceğini gösteriyor. Bugüne kadar navlun ücretlerinde bir reaksiyon tespit edilmedi. Tarih göz önünde bulundurulduğunda, kanalın kapatılması tanker talebinin artmasına yönelik bir itici güçten ziyade navlun ücretlerinin artmasına yönelik psikolojik bir katalizör görevi görecektir.

REPORTED CLEAN SPOT FIXTURE ACTIVITY TRANSITING THE SUEZ CANAL

SÜVEYŞ KANALI'NDAN GEÇEN BİLDİRİLEN TEMİZ SPOT KİRALAMA FAALİYETLERİ



POSSIBLE ROUTING FROM ARABIAN GULF TO THE MEDITERRANEAN



Source // Kaynak: POTEN & PARTNERS