

Energie Monitor juli

Olief: marktontwikkeling en risico's

Economisch Bureau
Hans van Cleef

3 juli 2014



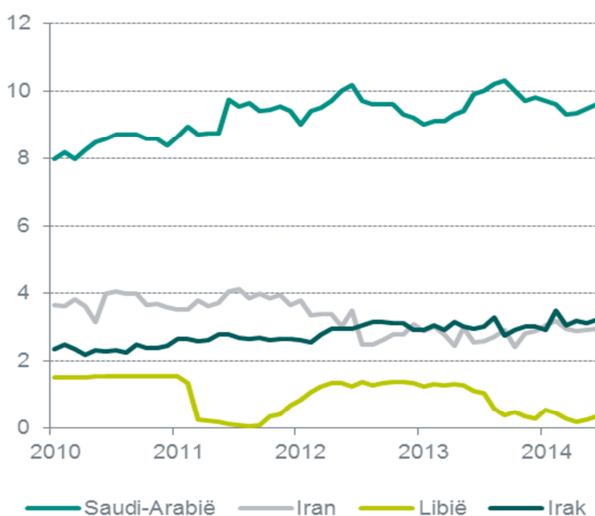
- De beperkte invloed van de crisis in Irak op de olieprijs
- Stabiele tot licht dalende olieprijsen verwacht...
- ...maar risico op hogere olieprijs is toegenomen

Figuur 1: Prijzontwikkeling olie Brent versus WTI (in USD/vat)



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, Thomson Reuters

Figuur 2: Olieproductie enkele OPEC landen (mv/d)



Bron: Pira Energy Group, ABN AMRO Economisch Bureau

Huidige situatie rondom olie uit Irak

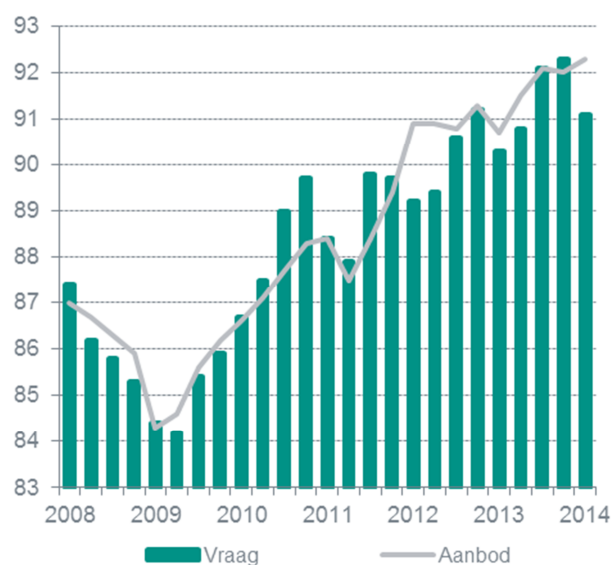
In slechts een paar weken tijd hebben de rebellen van ISIS (Islamitische Staat van Irak en Syrië/Levant) een groot deel van het noord-westen van Irak bezet. Irak is, op Saudi-Arabië na, de grootste olieproducent van de OPEC en produceert ongeveer 10% van de dagelijkse hoeveelheid OPEC olie. Als gevolg van deze abrupte, snelle en vooral onverwachte opmars is de angst toegenomen dat de olieproductie en olieexport uit Irak zal worden geraakt. Toch blijft het effect op de olieprijs tot nu toe beperkt tot een stijging van enkele dollars. Dit heeft een aantal redenen. In de eerste plaats ligt het veroverde gebied dat momenteel door ISIS wordt gecontroleerd in het noord-westen van Irak. De olieproductie in dit gebied was al enkele maanden geleden tot stilstand gekomen als gevolg van een eerdere aanslag. De huidige olie-exporten komen vanuit Basrah, in het zuid-oosten van Irak aan de Persische Golf. Nadat de onrust toenam sinds half juni, is de olieproductie en -export in het zuiden van Irak onverminderd doorgegaan. In mei en juni werd zelfs de hoogste productie sinds ruim tien jaar behaald.

Een andere reden is de algemene verwachting dat de overwegend Soennitische rebellen veel meer tegenstand zullen ondervinden zodra zij de gebieden willen innemen die gecontroleerd worden door danwel de Koerden of de Sjiïten. De kans op gebiedsuitbreiding door de rebellen is dan ook minder groot. Ook is het niet duidelijk of het ISIS werkelijk te doen is om de olievelden in het zuiden van Irak. Immers, ISIS strijdt voor het oprichten van een kalifaat¹, en niet perse voor het veroveren van Irak. Het zijn hooguit de financiële mogelijkheden die de olievelden met zich meebrengen die ISIS er toe zouden kunnen brengen om verder door te stoten naar het zuiden van Irak.

De laatste reden is dat omringende olieproducenten (andere OPEC-leden) alsmede de internationale gemeenschap – en dan vooral de VS – niet zonder slag of stoot zullen toestaan dat ISIS de controle kan overnemen van de hoofdstad Bagdad en de grote olievelden in het zuiden. Hoewel het veroveren van Bagdad door ISIS niet direct de olieproductie zou raken, kan het wel leiden tot verhoogde marktonrust.

Hoewel het risico op mogelijke invloed op olieproductie en -export iets is toegenomen, schat de markt het risico op een volledige stilstand van de olie-exporten - op grond van de eerder genoemde argumenten - niet al te hoog in. Daarnaast weet men dat als de olieproductie in Irak wordt verminderd, deze in principe kan worden opgevangen door extra olieproductie in andere OPEC landen, en dan vooral door Saudi-Arabië. Hoewel het lastig zal zijn om de volledige olieproductie van Irak direct op te vangen (ongeveer 2.6 mv/d), zou

¹ Een kalifaat is een staat die wordt geregeerd door een kalief, oftewel een opvolger van de profeet Mohammed. De ISIS-leider is tot kalief uitgeroepen. Deze staat zou moeten bestaan uit een gedeelte wat loopt van Oost-Syrië tot in West-Irak en zou 'Islamitische Staat' moeten heten.

Figuur 3: Mondiale vraag naar en aanbod van olie (x mv/d)

Bron: International Energy Agency (IEA), ABN AMRO Economisch Bureau

Tabel 1: Olie- en gasprijsprognose ABN AMRO (olieprijzen in USD/vat, gasprijzen in USD/mmBtu)

Prijs	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	2014*	2015*
Brent	100	100	100	100	95
WTI	95	95	95	95	90
NG **	4.50	4.75	5.00	4.50	4.75

Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

* jaargemiddelde ** Natural Gas Henry Hub

(zie de Quarterly Commodity Outlook voor een gedetailleerde uitleg over de langetermijnvoorspelling)

de OPEC hiertoe naar eigen zeggen toe in staat moeten zijn. Dit zou wel tot gevolg hebben dat de reserve capaciteit (die olieproductie capaciteit die binnen 30 dagen in gebruik kan worden genomen) bijna volledig in productie moeten worden genomen. Eerder al werd de lagere productie uit Libië, Nigeria en Iran immers grotendeels opgevangen ten koste van de reservecapaciteit van de OPEC. Het overige deel wordt opgevangen door hogere olieproductie in de VS en Canada. Door een nog verdere verlaging van de reservecapaciteit wordt de markt sneller blootgesteld aan nieuwe calamiteiten. Dit zou ertoe kunnen leiden dat de risicopremie zal stijgen en daarmee mogelijk resulteert in een hogere olieprijs.

Irak als belangrijke factor voor de toekomst

In verhouding tot de mondiale dagelijkse productie van ruim 90 miljoen vaten per dag (mv/d) is de productie van Irak 'slechts' 3%. Toch is Irak een cruciale olieproducent wanneer men verder in de toekomst kijkt. De komende jaren zal de mondiale vraag naar olie verder toenemen, vooral gedreven door een hogere vraag vanuit Azië. In principe zou deze stijging in de vraag naar olie relatief gemakkelijk opgevangen moeten kunnen worden. Hogere productie in de VS/Canada, Iran en het terugkeren van productie in landen zoals Nigeria, Libië en Syrië zouden daaraan moeten en kunnen bijdragen. Een groot deel van de hogere vraag naar olie zou echter ook moeten worden opgevangen door hogere productie in Irak. Eerder gaf Irak aan de ambitie te hebben om haar olieproductie bijna te verdrievoudigen. De huidige crisis kan van invloed zijn op de benodigde investeringen om de productie te verhogen of zelfs op peil te houden en kan daardoor een bedreiging vormen voor de toekomstige benodigde olieproductie.

Basisscenario: stabiele tot licht dalende olieprijsen

Ondanks toegenomen risico's gaat ons basisscenario – met een focus op de komende twee jaar – uit van stabiele tot licht dalende olieprijsen. Dit scenario gaat uit van voldoende aanbod van olie voor de komende jaren. De mondiale vraag naar olie stijgt wel, maar in een zeer gematigd tempo, en dan vooral gedreven door vraag vanuit Azië. Deze matig stijgende vraag naar olie kan worden opgevangen door de snel stijgende olieproductie in Non-OPEC landen zoals de VS en Canada. Daarnaast kan de huidige, en bijna structurele, daling van de olieproductie (Libië, Nigeria, Syrië, Iran) met zo'n 3 mv/d – als gevolg van onrust en sancties – tevens moeiteloos worden opgevangen en nauwelijks onrust, volatiliteit en olietekorten veroorzaken. Sterker nog, volgens de International Energy Agency (IEA) is er al sinds begin 2012 een overcapaciteit aan olie (figuur 3). Dat, gecombineerd met onze visie voor een herstel van de US-dollar, zijn de belangrijkste fundamenten van ons basisscenario met licht dalende olieprijsen richting de onderkant van de bandbreedte van USD 100-120/vat. Ook binnen ons basisscenario is een prijsstijging van Brent naar USD 120/bbl, inclusief mogelijke tijdelijke uitschieters naar boven, niet ondenkbaar als bijvoorbeeld de spanningen in Irak tijdelijk verder oplopen. De geschiedenis leert dat bij een structureel niveau boven de USD 120/vat de IEA (strategische reserves) en/of Saudi Arabie (OPEC) waarschijnlijk zullen ingrijpen.

Gezien de lage inflatie (al dan niet geholpen door subsidies) en verbeteringen in mondiale groei, kan een hoge olieprijs blijkbaar door de economie opgevangen worden, mits deze niet te volatiel is. En dat is het geval. Immers, sinds mid-2012 begeeft de Brent olieprijs zich in de eerder genoemde relatief nauwe bandbreedte van ruwweg USD 100-120/vat. Recentelijk heeft de olievolatiliteit een record dieptepunt bereikt alvorens als gevolg van de crisis in Irak licht te stijgen. Het moge duidelijk zijn dat de

Tabel 2: Op- en neerwaarts potentieel olieprijs

Opwaarts potentieel	De onrust in het Midden-Oosten houdt aan of neemt zelfs toe. Dit kan zijn in de belangrijke olieproducerende OPEC landen, maar ook het overloop risico vanuit dichtbijgelegen landen
	Een nieuwe calamiteit verhoogt de angst met betrekking tot productie en de reserve capaciteit (gedreven door weer-omstandigheden, terrorisme, markt sentiment, etc.)
	Economisch herstel gaat sneller dan verwacht wat leidt tot meer vraag naar olie
Neerwaarts potentieel	Economische cijfers vallen tegen wat de wereldgroei negatief beïnvloedt en de vraag naar olie zal doen afnemen in sommige regio's
	Olieproductie is groter dan voorspeld wat leidt tot voldoende voorraad om aan de verwachte stijging van de vraag te kunnen voldoen
	Een sterkere US dollar en hogere rentes maken grondstoffen een minder interessante belegging

Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

opwaartse risico's met betrekking tot de olieprijs momenteel groter zijn geworden dan de neerwaartse risico's.

Toegenomen risico's

Een risicoscenario dat meer in beeld is gekomen na de recente ontwikkelingen in Irak, is het scenario waarbij de olieprijs structureel hoger komt te liggen. Zo'n risicoscenario treedt in werking als de prijs van Brent olie voor een langere periode boven de USD 130/vat noteert. Een structureel hogere olieprijs van meer dan USD 130/vat zou een significante invloed op de economie kunnen hebben. Een hogere olieprijs leidt immers tot geldverschuivingen van olieconsumenten naar olieproducenten. Ons inziens zou de olieprijs structureel hoger kunnen worden door één of meerdere van de volgende situaties:

- Olieproductie in Irak wordt voor langere tijd gestremd waardoor de IEA strategische reserves moet vrijgeven en/of de OPEC (Saudi-Arabië) de productie verhoogt ten laste van de reserve capaciteit;
- De noodzakelijke investeringen om de verhoging van de Iraakse productie op termijn te waarborgen blijven achterwege als gevolg van de crisis;
- De productie/export in overige OPEC landen blijft voor langere tijd gestremd (met name Libië, Iran en Nigeria) in combinatie met nieuwe productiestoornissen;
- Extreme weersomstandigheden zorgen voor onverwacht lagere olieproductie voor langere tijd;
- Olieproductie in de VS/Canada piekt aanzienlijk eerder dan verwacht en/of de verwachtingen met betrekking tot de groei van de olieproductie worden de komende jaren structureel niet gehaald;
- De economische groei neemt onverwacht veel sneller toe, niet alleen in Azië, maar ook in de VS en Europa;

Desalniettemin mogen ook de neerwaartse risico's niet worden genegeerd, zeker niet indien geopolitieke spanningen onverwacht snel afnemen en de vraag naar olie door matige economische groei achterblijft bij de ramingen.

Olieprijsprognose H1 2014 versus realisatie

In de eerste week van juli is het tijd om de eerste zes maanden van 2014 te evalueren. In de Energie monitor van januari gaven wij aan dat de OPEC olieproductie onder druk was gekomen, vooral door dalingen in Libië, Irak en Saudi-Arabië: "De markt is van voldoende olievoorraden voorzien, zelfs ondanks deze productiestoornissen. Daarom, en doordat productie in sommige Non-OPEC landen is toegenomen, zijn de olieprijsen ook niet heel hard gestegen toen de productie in sommige OPEC-landen afnam. Toch bleef de risicopremie hoog door onrust in de regio en de afname van productie. Hierdoor werd voorkomen dat de Brent olieprijs onder de USD 100/vat daalde. Er is goede hoop dat een deel van deze productie in de loop van 2014 weer wordt hervat. De gesprekken tussen westerse landen en Iran lijken voorspoedig te gaan en kunnen op den duur leiden tot versoepeling van de sancties. Ook de mogelijkheid van de terugkeer van Iraakse en Libische olie opent de weg naar dalende olieprijsen in 2014, zelfs als Saudi-Arabië haar productie zou verlagen. Immers, een lagere productie in Saudi-Arabië leidt tot een toename van de reserve capaciteit die ingezet kan worden in het geval van een nieuwe escalatie of nieuwe storing in het productieproces. Op dit moment zien wij voor dit jaar geen sterke olieprijsstijgingen gebaseerd op productiestoringen in het Midden-Oosten." Die aanname, gecombineerd met onze visie voor een 'slechts' gematigd stijgende vraag naar olie (door het economisch herstel in de VS en Europa) en onze verwachting voor een stijging van de US dollar, leidde tot onze verwachting dat de olieprijs zou dalen naar de onderkant

Figuur 1: Prijsontwikkeling EUR/USD



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, Thomson Reuters

van de eerder genoemde USD 100-120/vat bandbreedte.

Nu zes maanden verder bleek dat de gemiddelde Brent olieprijs in het eerste en het tweede kwartaal uitkwam op respectievelijk USD 107,87/vat en USD 108,812/vat. Onze verwachte olieprijs was dus te laag ingeschat. Er zijn twee belangrijke oorzaken waardoor onze verwachting van de olieprijs te laag werd ingeschat die beide te maken hebben met productiestoornissen. In de eerste plaats is de olieproductie in Libië, ondanks eerdere veelbelovende geluiden, nog steeds niet hervat. De olieproductie in Libië daalde in januari 2011 – gedurende de Arabische Lente – van ruim 1,5 miljoen vaten per dag (mv/d) naar bijna nul alvorens in de loop van 2012 terug te groeien naar 1,4 mv/d. Na de zomer in 2013 nam de onrust weer toe, en daarmee de olieproductie weer af (figuur 2). De huidige olieproductie in Libië schommelt momenteel rond de 0,2 mb/d, en zorgt daarmee voor een structureel tekort van 1,3 mv/d ten opzichte van de originele olieproductiecapaciteit.

De tweede reden is de recente ontwikkeling in Irak zoals eerder in dit rapport beschreven. De mogelijke gevolgen voor de reserve capaciteit van Saudi-Arabië/OPEC leidt tot een verhoogde risicopremie en voorkwam de verwachte daling van de olieprijs.

Een andere reden, die niet met productiestoornissen te maken heeft, is de US dollar die, tegen onze eerdere verwachtingen in, niet is gestegen in waarde (figuur 4). [Zie hier](#) onze meest recente economische prognoses, inclusief de voorspelling van de EUR/USD. Dit heeft een ondersteunend effect voor grondstoffen, inclusief olie. Eind juli zullen we in onze nieuwe *Quarterly Commodity Outlook Q3* onze olieprijsvoorspellingen weer onder de loep nemen en, zo nodig, aanpassen aan de nieuwe verwachtingen omtrent (macro-) economische drijfveren en inschattingen op gebied van geopolitieke ontwikkelingen.

Group Economics | Commodity Research

Hans van Cleef

Senior Sector Econoom Energie

tel: +31 (0) 20 343 4679

hans.van.cleef@nl.abnamro.com

Group Economics / Economisch Bureau**Commodity Research team**

Marijke Zewuster (Hoofd)

tel: +31 20 383 0518

marijke.zewuster@nl.abnamro.com

Hans van Cleef (Energie)

tel: +31 20 343 4679

hans.van.cleef@nl.abnamro.com

Casper Burgering (Ferro-/Basismetalen)

tel: +31 20 383 2693

casper.burgering@nl.abnamro.com

Georgette Boele (Edelmetalen)

tel: +31 20 629 7789

georgette.boele@nl.abnamro.com

Frank Rijkers (Granen)

tel: +31 20 628 6437

frank.rijkers@nl.abnamro.com

© Copyright 2014 ABN AMRO Bank N.V. and affiliated companies ("ABN AMRO").

Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de energiemarkt. ABN AMRO behoudt zich alle rechten voor met betrekking tot de informatie in het document en het document wordt uitsluitend aan u verstrekt voor uw informatie. Het is niet toegestaan dit document (geheel of deels) te kopiëren, distribueren, door te geven aan een derde of om het voor enig ander doel te gebruiken dan hier boven bedoeld. Dit document is informatief bedoeld en vormt geen aanbieding van effecten aan het publiek, of een uitnodiging om een aanbod te doen.

U mag niet om welke reden dan ook vertrouwen op de informatie, meningen, beramingen, en aannames in dit document noch dat het compleet, accuraat of juist is. Er wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, door of uit naam van ABN AMRO, haar directeurs, functionarissen, vertegenwoordigers, gelieerde partijen, groepsmaatschappijen of werknemers met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document, en geen enkele aansprakelijkheid wordt geaccepteerd voor enig verlies als direct of indirect gevolg van het gebruik van deze informatie. De opvattingen en meningen opgenomen hierin kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO heeft geen enkele verplichting om de informatie in dit document na de datum hiervan te herzien.

Voordat u in enig product van ABN AMRO investeert, dient u zich te informeren over de verschillende financiële en andere risico's, alsmede mogelijke beperkingen voor u en uw investeringen als gevolg van toepasselijke wetgeving en regels. Indien u, na lezing van dit document, overweegt een investering te doen in een product, raadt ABN AMRO aan om een dergelijke investering met uw relatiemanager of persoonlijke adviseur te bespreken om nader te bezien of het relevante product – met inachtneming van alle mogelijke risico's – past bij uw investeringen. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garanties voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor wijzigingen in dit materiaal aan te brengen.

Alle rechten voorbehouden