

30 juli 2013

- **Mogelijke korte-termijn steun voor olieprijsen, maar lange-termijn richting blijft neerwaarts**
- **Vershil tussen Brent en WTI zou USD 2-5 moeten zijn**
- **De risicopremie zal de komende jaren niet verdwijnen**


Figuur 1: Brent en WTI olie in USD per vat

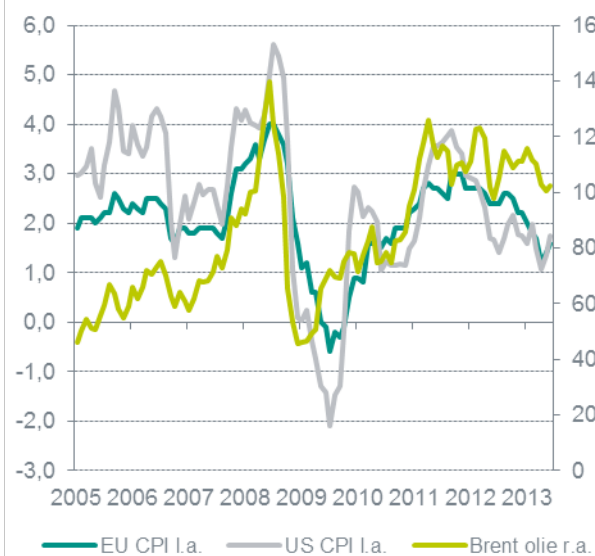

Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, Thomson Reuters

De olieprijsstijging stopt

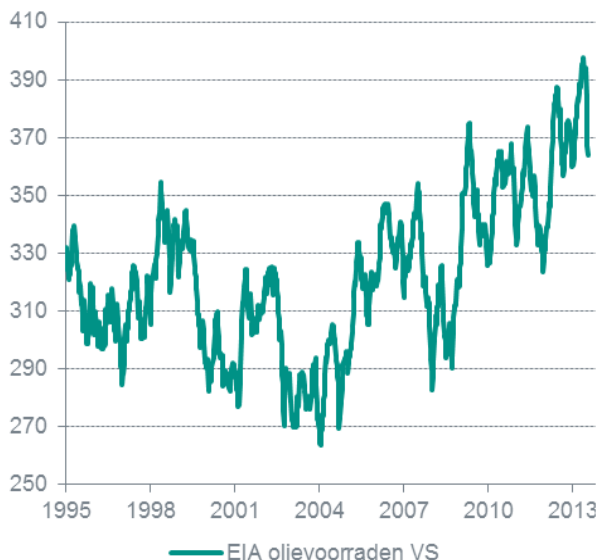
In juli stegen de olieprijsen op basis van een zwakkere VS dollar, een afname van de Amerikaanse olievoorraden en het feit dat de Fed aangaf rentes laag te zullen houden voor een langere tijd. Aangezien de meeste van deze drijfveren gerelateerd waren aan de VS, werd de prijsstijging vooral gereflecteerd in de prijs van WTI. Toch steeg ook de prijs van Brent, vooral gedreven door de spanningen in het Midden-Oosten, vooral Egypte, maar ook de opmerkingen van Fed's Bernanke bleven niet onopgemerkt. Het verschil tussen Brent en WTI daalde tot pariteit voordat het weer opliep naar ruim USD 2/vat. In de laatste week van juli daalden de olieprijsen weer als gevolg van tegenvallende Chinese PMI cijfers die leidden tot meer angst voor een langzamere groei van de vraag naar olie. Eerder die week waarschuwden Chinese autoriteiten dat de Chinese groei niet onder de 7% zal zakken. Dit werd opgevat als een teleurstelling, aangezien de autoriteiten onlangs nog hadden aangegeven dat de Chinese groei niet onder de 7,5% zou dalen. Tot slot gaf de Energy Intelligence Agency (EIA) aan dat de olieproductie in de VS het hoogste niveau sinds 1990 heeft bereikt. Ook dit drukte de olieprijsen iets naar beneden.

Op de korte termijn (augustus) zal de volatiliteit hoog blijven. Met de dunne zomermarkt (minder liquiditeit) in een relatief positieve stemming is wat opwaarts potentieel voor olieprijsen binnen de neutrale bandbreedte zelfs niet onwaarschijnlijk. Vooral sterker dan verwachte economische cijfers kunnen hoop op een spoedig herstel, en dus meer vraag naar olie, doen aanwakkeren. Verder zouden berichten van bovengemiddelde temperaturen of productiestoornissen kunnen leiden tot hogere olieprijsen. Desalniettemin zouden olieprijsen niet verder moeten stijgen dan het hoogste niveau van dit jaar voor Brent op USD 120. WTI zit momenteel rond het hoogste niveau van dit jaar.

Op de middellange termijn verwachten wij niet dat deze mogelijke prijsstijgingen doorzetten vanwege: 1) aanhoudende productieoverschotten. 2) een sterkere US dollar. 3) de Fed zal de stimuleringsmaatregelen terugdraaien (zelfs nu zij heeft aangegeven de rente langer laag te houden). 4) het mondiale economisch herstel gaat slechts geleidelijk waarbij de vraag naar olie in ontwikkelde gebieden zelfs neutraal blijft. Deze drijfveren zullen niet alleen een plafond leggen op de olieprijs, maar zelfs de druk doen laten toenemen in de komende jaren. Dit komt doordat sommige grondstoffen, waaronder olie, als investering dan minder interessant blijken te zijn. Daarbovenop zullen fundamentele drijfveren de neerwaartse druk extra opvoeren aangezien meer productiecapaciteit beschikbaar komt. Vooral in Irak en non-OPEC regio's zoals de VS en Canada worden grote productiestijgingen verwacht. Deze stijging in capaciteit zal de stijging van de mondiale vraag naar olie door het economisch herstel overtreffen. Als significante olieprijsstijgingen uitblijven en het economisch herstel gematigd zal zijn, is de verwachting dat ook de inflatie voor langere tijd laag zal blijven (figuur 2). Voor meer details over de lange-termijn voorspellingen verwijzen wij graag naar de *Quarterly Commodity Outlook Q3* die op 25 juli is uitgegeven.

Figuur 2: Inflatie Europa en VS versus Brent olie (USD/in miljoen vaten per dag)


Bron: Thomson Reuters, ABN AMRO Economisch Bureau

Figuur 3: EIA Amerikaanse olievoorraden (x 1 miljoen vaten)

Bron: EIA, ABN AMRO Economisch Bureau

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

Prijs	Q3 2013	Q4 2013	2013*	2014*	2015*
Brent	105	105	105	95	90
WTI	100	100	95	90	85
NG **	4,00	4,00	3,90	4,50	5,00

Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

* jaargemiddelde ** Natural Gas Henry Hub
(zie de Quarterly Commodity Outlook voor een gedetailleerde uitleg over de langetermijnsvoorspelling)

Tabel 2: Op- en neerwaarts potentieel olieprijs

Opwaarts potentieel	Escalatie van het geschil tussen Iran en het westen leidt tot een (militair) conflict wat ten koste gaat van productie in, en transport vanuit Midden Oosten
	Een nieuwe calamiteit verhoogt de angst met betrekking tot productie en de reserve capaciteit
	Economisch herstel gaat sneller dan verwacht
Neerwaarts potentieel	Onrust met betrekking tot de Europese schuldencrisis houdt aan of wordt sterker (Griekenland, Spaanse en Italiaanse rentes, etc.)
	Economische cijfers vallen tegen (vooral US en China) wat de wereldgroei negatief beïnvloedt en de vraag naar olie zal doen afnemen
	Olieproductie is groter dan voorspeld of strategische reserves komen vrij; angst voor te lage reservcapaciteiten blijkt ongegrond

Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

Verskil tussen Brent en WTI zou moeten blijven

In februari 2013 bereikte het verschil tussen Brent en WTI USD 23,18/vat. Op 22 juli echter werd het verschil voor de eerste keer sinds augustus 2010 negatief. Hoewel het voor 2011 gebruikelijk was dat de prijs van WTI boven die van Brent lag vanwege de kwaliteitsverschillen en de transportkosten, is dat nu geschiedenis, of zou dat volgens ons in ieder geval voor de komende jaren moeten zijn. In de afgelopen weken zijn de Amerikaanse voorraden aanzienlijk gedaald aangezien zowel de vraag vanuit de Amerikaanse raffinaderijen als de pijpleidingcapaciteit toenam. De voorraden namen af met een kleine dertig miljoen vaten in slechts drie weken tijd. Hoewel het gebruikelijk is voor deze tijd van het jaar dat voorraden afnemen, leidde de mate waarin dat gebeurde tot wat ongemak bij beleggers. Desalniettemin blijven de olievoorraden, vanuit een historisch perspectief, op relatief hoge niveaus (figuur 3). De opgaande trend van de olievoorraden is nog steeds intact waarbij de VS meer olie zelf produceert en importen vanuit Canada en Mexico nog steeds toenemen.

Hoewel de kwaliteitsverschillen nog steeds bestaan zou de impact op de prijzen kleiner moeten zijn. Immers, Amerikaanse raffinaderijen zijn uitgerust voor het gebruik van de zware olie uit Canada en het Midden-Oosten in plaats van de lichtere olie die vooral is opgeslagen in Cushing, Oklahoma. Om een verandering aantrekkelijk te maken zal er een korting op de prijs van WTI moeten worden gegeven. Verder zouden ook de hogere transportkosten in de VS moeten leiden tot een korting op de prijs van WTI. Olie transport richting de Golf van Mexico regio vanuit Cushing gebeurt vooral per spoor aangezien er nog steeds slechts beperkte pijpleidingcapaciteit aanwezig is. Mocht deze korting ontbreken dan wordt het interessanter om olie uit andere regio's te importeren. Het zal nog jaren duren voordat er voldoende pijpleidingcapaciteit bestaat om een pariteitsniveau tussen Brent en WTI te rechtvaardigen. Rekening houdend met het kwaliteitsverschil en de transportkosten zou het verschil tussen Brent en WTI minimaal USD 2-5/per vat moeten zijn voor de komende jaren. Daarom lijkt op dit moment, met het verschil tussen Brent en WTI net boven pariteit, de beweging te zijn doorgeschoten en zou daarvoor moeten corrigeren.

Hoe zit het met de geopolitieke risico's?

Hoewel geopolitieke spanningen iets naar de achtergrond lijken te zijn gedreven in de media, is de belangrijkste vraag of er nog steeds een risicopremie wordt berekend bovenop de olieprijs. Wij geloven van wel. De totale risicopremie is zeker gedaald ten opzichte van twee jaar geleden. Toch blijven de spanningen in het Midden-Oosten aanhouden, met Iran als grootste risico. Met de uitkomst van de Iraanse verkiezingen is de hoop toegenomen dat de onderhandelingen met betrekking tot het Iraanse nucleaire programma spoedig zullen worden hervat. Hoewel een complete ommekeer van de Iraanse houding ten opzichte van haar nucleaire programma niet te verwachten valt, zouden constructieve gesprekken de risicopremie verder kunnen verlagen. Daarbij moet wel de houding van Israël met betrekking tot dit onderwerp in de gaten worden gehouden. Naast de schalierevolutie in de VS heeft de OPEC, en dan met name de landen in de Golf regio, met meer dilemma's te maken. De impact van de Arabische lente zal de komende jaren nog voelbaar zijn. Politieke onzekerheid, zoals in Egypte, zal in de betreffende landen blijven aanhouden. Dit leidt tot angst voor het overslaan richting omringende grote olieproducerende landen. Met zo'n 600.000 vaten per dag is Egypte geen grote olieproducent. Echter, de onrust in Egypte leidt tot mogelijke spanningen in de regio en zou de olietransportroutes door het Suez kanaal of via de Sumed pijpleiding kunnen beïnvloeden. Wij denken dat dit niet waarschijnlijk is.

Ten slotte kunnen olieproductiestoornissen in Zuid Sudan/Sudan, Libië en

Irak een grotere impact hebben. Echter, een afname van de olieproductie in deze landen wordt veelal opgevangen door de toegenomen productie vanuit Non-OPEC landen of Saudi-Arabië. Tot het moment dat de Iraanse kwestie volledig is opgelost, en de effecten van de Arabische lente niet meer worden gevoeld, zullen enkele dollars aan risicopremie onderdeel blijven van de olieprijs.

Group Economics | Commodity Research

Hans van Cleef
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
Thijs Pons (Landbouw-grondstoffen)	tel: +31 20 628 6437	thijs.pons@nl.abnamro.com
Mathijs Deguelle (Landbouw-grondstoffen)	tel: +31 20 344 2179	mathijs.deguelle@nl.abnamro.com

© Copyright 2013 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 directeuren, 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.

Voor dat 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