

12 april 2017

Wikken en wegen

Hans van Cleef
 Sr. Sector Econoom Energie
 Tel: 020 343 4679
 hans.van.cleef@nl.abnamro.com



- De olieprijsen zitten nog steeds gevangen tussen tegenstrijdige signalen
- Marktspeculatie zorgt voor volatiliteit: prijsstijging wordt verwacht, maar overtuiging neemt wel af
- De komende weken zal OPEC een besluit nemen ten aanzien van wel of geen verlenging productieverlagingsakkoord

Marktspeculanten bouwen speculatieve *long* posities af

Hoewel de olieprijs op het eerste gezicht niet veel lijkt te bewegen, deed zich begin maart wel een korte stevige prijsdaling voor. De voornaamste reden was dat op dat moment er vanuit de markt niet meer gereageerd werd op pogingen door de OPEC om de prijs verder te ondersteunen. Dit zorgde, in combinatie met de hoge voorraden in de VS en de stijgende productie, voor toename van de onzekerheid onder beleggers die juist anticipeerden op deze prijsstijgingen (*long* posities). Door deze toegenomen onzekerheid sloten met name de hedgefondsen een groot deel van hun speculatieve *long* posities. Dit veroorzaakte de plotselinge prijsdaling.

Managed posities (inclusief hedgefondsen)



Bron : Bloomberg

Non-commercial posities



Bron : Bloomberg

Als we naar de huidige positioneringen van zowel hedgefondsen als speculatieve beleggers kijken, zien we dat er nog steeds een bovengemiddelde netto *long* positie over is (zie bovenstaande grafieken). Wel is er een duidelijke verandering waar te nemen. Waar hedgefondsen hun posities de afgelopen weken aanzienlijk hebben verlaagd, geloven de speculatieve beleggers nog steeds sterk in een prijsstijging. Hedgefondsen hebben het aantal *long* contracten sinds medio februari met bijna 92.000 verlaagd. In dezelfde periode nam het aantal *short* contracten (speculerend

op prijsdalingen) juist toe met ruim 77.000. Er zijn dus hedgefondsen die niet langer zinspelen op prijsstijgingen, maar juist op prijsdalingen.

Speculatieve beleggers, vertegenwoordigd in de *non-commercial* posities, hebben ook hun aantal *long* contracten verlaagd en hun '*shorts*' verhoogd, maar deze beweging is aanzienlijk minder sterk. De netto positie (long -/- short) geeft dus aan dat deze speculanten over het algemeen nog steeds uitgaan van een verdere prijsstijging in de loop van het jaar. Dit zorgt er overigens wel voor dat er mogelijk extra prijsdruk kan ontstaan op het moment dat deze visie niet uitkomt, en deze beleggers hun posities gaan aanpassen.

OPEC in tweestrijd tussen hogere olieprijs of herstel marktaandeel

Het productieverlagings-akkoord van enkele OPEC-leden, aangevuld met een productieverlaging door enkele niet-OPEC-landen, loopt eind juni af. Het volgende OPEC-overleg in Wenen is op 25 mei. Dan zal naar verwachting het officiële besluit worden genomen over verlenging van het akkoord. Maar in de loop van april en mei zullen OPEC-leden elkaar ook al treffen. Tijdens die informele bijeenkomsten zal de toekomst van het akkoord zeer waarschijnlijk ook aan de orde komen. Signalen zullen de markt bereiken waaruit mogelijk kan worden opgemaakt aan welke optie de OPEC zit te denken. Wij verwachten een verlenging van het productiebeperkings-akkoord. Zeker als niet-OPEC landen - zoals Rusland - aan boord blijven, en ook hun productie niet onbeperkt maar laten toenemen, stevent de markt af op evenwicht tussen vraag en aanbod. Dit zou een hogere olieprijs in de tweede helft van het jaar rechtvaardigen.

De grote vraag is dus wat de OPEC zal gaan doen. Aan de ene kant lijkt het logisch om aan te nemen dat de OPEC dit akkoord zal gaan verlengen om een sterke prijsdaling te voorkomen. Vooruitlopend op het akkoord is de olieprijs immers opgelopen in de loop van 2016 als gevolg van marktverwachtingen. Mocht de OPEC de maatregel eind juni gaan terugdraaien, dan zal de markt een nieuwe situatie van een langer aanhoudend overaanbod gaan inprijzen. Dan zal, met andere woorden, de olieprijs opnieuw sterk onder druk kunnen komen te staan.

Aan de andere kant is het risico toegenomen dat de OPEC het akkoord toch niet zal verlengen, ondanks het mogelijke negatieve gevolg voor de olieprijs. De olieprijs is de afgelopen weken minder opgelopen dan wellicht gehoopt. En de olieprijsstijging die we wel hebben gezien – vooruitlopend op het akkoord – heeft er direct voor gezorgd dat de olieproductie in de VS momenteel een stevig herstel doormaakt. De hogere productie in de VS – en de in het verlengde daarvan hoog blijvende voorraden ruwe olie – zorgen voor een verschuiving van het marktaandeel en creëren tevens een plafond voor de olieprijs.

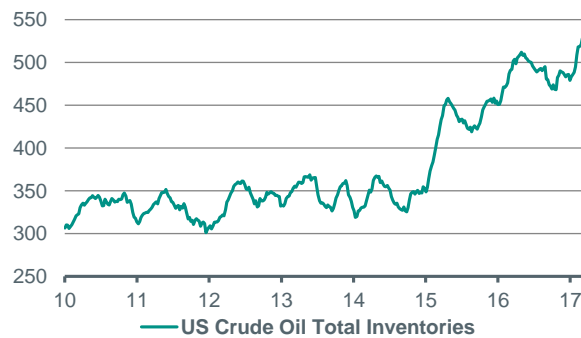
Niveau Amerikaanse voorraden houdt de gemoederen bezig

De wekelijkse voorraadcijfers uit de VS houden de gemoederen in de markt flink bezig. Het EIA laat zien dat de voorraad ruwe olie op recordhoogte staat. Om de markt te in balans te brengen zou niet alleen de olieproductie omlaag moeten, maar ook de voorraad. Maar met het huidige hoge voorraadniveau, in combinatie met de stijgende olieproductie, lijkt evenwicht steeds verder weg. Opvallend was de reactie

na de wekelijkse American Petroleum Institute (API) cijfers van 4 april. Deze cijfers lieten een onverwacht sterke daling van de olievoorraden zien. Aangezien de markt nog steeds gepositioneerd is voor verdere prijsstijgingen was de reactie op de olieprijs sterk. Die steeg op dat moment een paar procentpunten.

Ontwikkeling Amerikaanse olievoorraden

in miljoen vaten olie



Bron : Bloomberg, DOE

Toch moeten we niet teveel waarde hechten aan één verrassend cijfer en meer de lange-termijntrend in de gaten houden. Deze trend geeft aan dat voorraden nog steeds bovengemiddeld groot zijn en dat er nog geen structurele verandering heeft plaatsgevonden.

Belangrijkste drijfveren in het tweede kwartaal

Al met al lijkt het opwaarts potentieel voor olieprijsen beperkt op korte termijn. Toch staat onze verwachting voor Brent én WTI vooralsnog op USD 60/bbl voor eind 2017, en er is (nog) geen reden om dat aan te passen. Gedurende de komende maanden verwachten wij dat de olieprijs gevangen zal blijven tussen opwaartse druk als gevolg van OPEC-productiebeperkingen en neerwaartse druk door hogere productie in de VS. De aandacht zal dus gevestigd blijven op het aanbod van olie en niet zozeer op de vraag. De vraagzijde laat een gestage matige groei zien als gevolg van aanhoudende economische groei.

De komende weken zal steeds duidelijker worden hoe de OPEC in de wedstrijd zit en of zij dus haar beleid zal doorzetten, of opnieuw gaan aanpassen ten behoeve van het terugwinnen van marktaandeel. Onzekerheid hierover kan zorgen voor grotere schommelingen van de olieprijs. Ook de OPEC is daarom gebaat bij een helder en duidelijk signaal naar de markt. De voornaamste uitdaging hierbij is het spreken met één mond door alle OPEC-leden en de aan het akkoord deelnemende niet-OPEC-landen, met name Rusland. De invloed van wekelijkse voorraadcijfers kan groot zijn, met name als deze data een daling van de voorraden (ruwe olie, en/of voorraad benzine) aangeven. Zolang de markt nog steeds een bovengemiddelde netto longpositie heeft, zullen prijsopdrijvende argumenten mogelijk een grotere invloed op de prijs hebben dan tegengestelde signalen.

Ontwikkeling Brent olieprijs

x USD/vat



Bron : Bloomberg

Voor het einde van het tweede kwartaal verwachten wij een olieprijs (Brent én WTI) van USD 50/vat. Een herstel van de olieprijs valt nog steeds te verwachten in de tweede helft van het jaar. Dit is met name gebaseerd op een verzwakking van de dollar en (de verwachting van) het afnemen van het overaanbod aan olie (zowel qua productie als voorraden). Voor de langere termijn kan er steun worden verwacht als gevolg van het gebrek aan investeringen in de oliesector.

Het grootste risico voor het bovengenoemde basisscenario is een verandering van het beleid van de OPEC. Mocht de OPEC alsnog besluiten om in te zetten op het herwinnen van marktaandeel dan treedt het risico-scenario in werking waarbij een grote druk op de olieprijsen – vergelijkbaar met die van 2014/15 – niet ondenkbaar is. Zie tabel 1 voor onze verdere verwachtingen.

Tabel 1: Ramingen olie- en gasprijzen ABN AMRO

Eind van de periode		apr-17	jun-17	sep-17	dec-17	mrt-18	jun-18	sep-18	dec-18	mrt-19	jun-19	sep-19	dec-19
Brent	USD/bbl	55.48	50	55	60	60	65	65	60	60	65	70	75
WTI	USD/bbl	52.50	50	55	60	60	65	60	55	55	60	65	70
Natural Gas (HH)	USD/mmBtu	3.24	2.75	2.60	3.00	3.25	3.00	3.25	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00
TTF	EUR/MWh	15.68	16	15	17	20	19	16	15	17	16	15	14

Gemiddelde		2016	K1 17	K2 17	K3 17	K4 17	2017	K1 18	K2 18	K3 18	K4 18	2018	2019
Brent	USD/bbl	45	55	50	55	60	55	60	65	65	60	63	68
WTI	USD/bbl	43	52	50	55	60	54	60	65	65	60	60	63
Natural Gas (HH)	USD/mmBtu	2.55	3.06	3.00	2.75	2.75	2.90	3.25	3.25	3.25	3.50	3.30	3.00
TTF	EUR/MWh	14	18	17	16	16	17	19	20	18	16	18	16

DISCLAIMER

Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de economie. 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 relatie manager 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