

19 juli 2017

## Herstel olieprijs in het vat

---

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

---



- **Olieprijsverwachting: groter verschil tussen Brent en WTI**
- **Onzekerheid door productiestijging VS en over toekomst OPEC-afspraken**
- **Evenwicht in de oliemarkt lijkt toch in aantocht... als het er niet al is**

### Ondanks kleine neerwaartse aanpassing herstel olieprijs verwacht

Het marktsentiment is naar onze mening nu te negatief. Als hedgefondsen gaan inzien dat de neerwaartse risico's afnemen en de olievoorraden in de VS terugvallen in de vijfjaarsbandbreedte ontstaat er ruimte voor prijsherstel. Voor eind 2017 hebben wij onze ramingen licht neerwaarts aangepast naar USD 57/vat voor Brent olie (van USD 60/vat) en USD 54/vat voor WTI (van USD 60/vat). Het negatieve marktsentiment en de groei van de olieproductie in de VS zijn de belangrijkste oorzaken van de aanpassing en het groter wordende verschil tussen de twee belangrijkste oliemarkten. In de periode rond het aflopen van het OPEC-productieverlagingsakkoord (maart 2018) kan wat druk worden verwacht op de olieprijs als gevolg van onzekerheid over het mondiale aanbod en angst voor een nieuw overaanbod. Hierdoor kan de prijs opnieuw dalen van USD 60/vat in het eerste naar USD 54/vat in het tweede kwartaal van 2018.

Toch verwachten wij vanaf de tweede helft van 2018 een verder herstel van de olieprijs als gevolg van normalisering van de markt. Deze normalisering verwachten wij zowel op het gebied van de vraag/aanbod/voorraad-balans als de oplopende kostprijs voor de productie in minder makkelijk te bereiken olievelden. Hierbij gaan we uit van een aanhoudend stevig groeiende mondiale vraag naar olie (+1.4 mv/d in 2017 en 2018). Dit zal mogelijk leiden tot olieprijsen die richting USD 75/vat lopen aan het eind van 2019.

Het mag duidelijk zijn dat de hoge volatiliteit in de markt als gevolg van speculatie kan leiden tot stevige prijsbewegingen. Deze volgen niet per se de trend op lange termijn en kunnen daarom beleggers en investeerders op het verkeerde been zetten.

### Marktsentiment (te) negatief

Het marktsentiment is momenteel erg negatief. Als gevolg hiervan worden de meeste prijsopdrijvende argumenten genegeerd. De zorgen over de hoge voorraden en de stijgende olieproductie in de VS, samen met het gebrek aan vertrouwen in de afgesproken productieverlaging van OPEC en enkele niet-OPEC olieproducenten, zorgen voor blijvende druk op de olieprijs. Als gevolg van de recente prijsdaling zijn

belangrijke technische steunniveaus gebroken en lijkt ook het technische plaatje voorlopig niet veel hoop te bieden voor olie-optimisten.

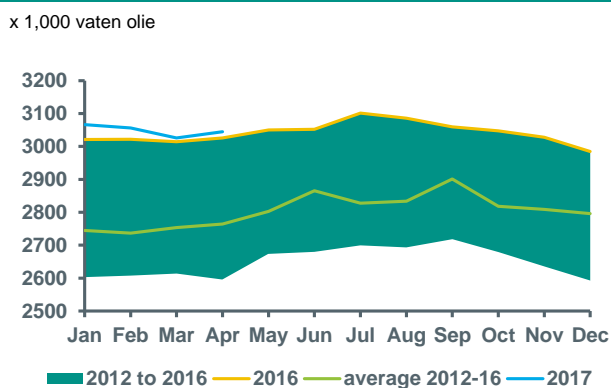
### Ontwikkeling olieprijs



Bron: Bloomberg

De afgelopen maanden waren de wekelijkse voorraadcijfers uit de VS 'richtingaanwijzers' voor de olieprijs. Het nadeel van de wekelijkse Amerikaanse voorraadcijfers is dat deze nogal volatiel en dus lastig te voorspellen zijn. Deze volatiele data zorgen daarmee voor flinke prijsschommelingen. Daarom is het cijfer naar onze mening niet het perfecte instrument om de ontwikkelingen op lange termijn te volgen. Immers, het OPEC-beleid, maar ook de toename van de Amerikaanse productie zijn trends en maatregelen waarbij de effecten en veranderingen pas na enkele maanden te zien zijn.

### VS voorraden ruwe olie en producten



Bron: Bloomberg

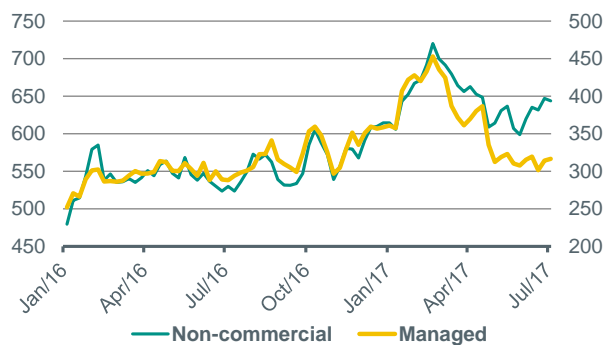
Met Amerikaanse olievoorraden op recordhoogte en ver boven het vijfjaargemiddelde, wordt reikhalzend uitgekeken naar een significante daling van deze niveaus als onderdeel van het in evenwicht brengen van de markt. Bijzonder is dat de afgelopen weken de voorraden van zowel ruwe olie als benzine eindelijk sneller dalen dan van tevoren werd verwacht. Een prijsstijging zou dan voor de hand liggen. Hoewel de olieprijs vooruitlopend op het cijfer wat steun vindt, zien we nu

echter dat de cijfers genegeerd worden zodra deze sterker dalen dan verwacht en de focus dan verschuift naar de aanhoudende productiegroei in de VS.

Opvallend was ook de loskoppeling van de marktverwachtingen tussen marktspeculanten en hedgefondsen. Normaal gesproken is de correlatie tussen deze verschillende typen investeerders erg hoog. Ook nu zien we dat bij alle investeerders het aantal *short*-contracten toenamen (speculatie op prijsdalingen). Toch zagen we de afgelopen maanden dat hedgefondsen steeds negatiever werden vergeleken met de speculatieve beleggers.

#### Hedgefondsen sluiten speculatieve *long*-posities

x aantal uitstaande contracten (x 1,000)



Bron: Bloomberg

Dit uitte zich niet alleen in toegenomen short-posities, maar vooral ook in het sluiten van de *long*-posities (speculatie op prijsstijgingen). Deze beweging werd niet gevolgd door de speculatieve belegger. Dit verklaart mede de prijsdaling die we de afgelopen weken hebben gezien, en biedt daarmee tevens wat ruimte voor prijs Herstel zodra hedgefondsen iets meer geloof krijgen in een herstel van de olieprijs.

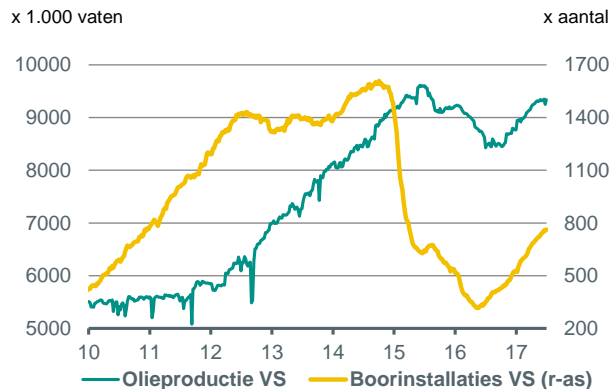
#### VS olieproductie, terug in een groeimarkt

De Amerikaanse (schalie-)olieproductie laat alweer geruime tijd groei zien. Nadat eerst het aantal boorinstallaties in de eerste helft van 2016 al flink toenam, zijn de gevolgen hiervan inmiddels ook te zien in de productiecijfers. Daarnaast zijn er al duizenden oliebronnen aangeboord, die echter nog niet zijn afgerond en in productie genomen. Deze '*drilled but uncompleted*' oliebronnen kunnen daarom gezien worden als voorraad die redelijk snel in productie kan worden genomen zodra de olieprijs verder zal oplopen. Toch is het maar de vraag of de olieproductie in de VS opnieuw zo'n stevige groei kan laten zien als in de periode 2012-2015.

Bij de productie van schalieolie moet rekening worden gehouden met de snelle uitputting van deze bronnen. Binnen twee jaar na het in productie nemen is reeds 80% van de voorraad geproduceerd. Dit betekent dat productiebedrijven in de VS continu op zoek moeten naar nieuwe projecten. Dat is deels ter vervanging van oude projecten, en deels om aan de groeiende vraag naar hun product te voldoen. Hierbij blijft de financieringsvraag groot (met risico van nog hogere kosten zodra de rente serieus begint op te lopen). Daarnaast nemen langzamerhand ook de

productiekosten weer wat toe nu de vraag naar toeleveranciers en personeel verder stijgt.

#### VS: Toename olieproductie en aantal boorinstallaties

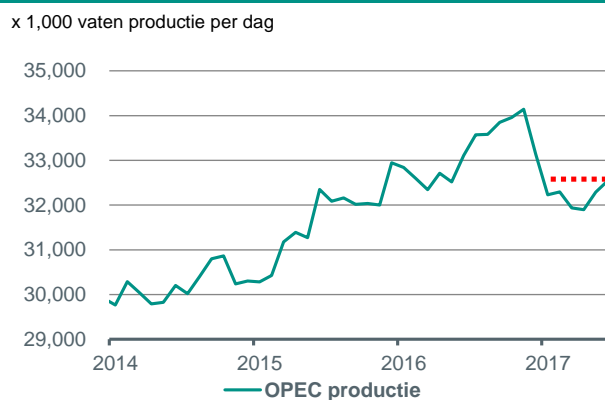


Bron: Bloomberg, Baker Hughes

#### OPEC: de uitdaging tussen maken en nakomen van afspraken

Volgens het nieuwe maandrapport van de IEA (Internationaal Energieagentschap) is de 'compliance' van OPEC met betrekking tot het nakomen van de productieverlagingsafspraken aanzienlijk verminderd in juni (van ruim 90% naar 78%). Minder landen hielden zich dus strikt aan de afspraken waardoor de productie weer iets toenam tot net boven het afgesproken productieplafond. Nog belangrijker is de trend van toegenomen productie, en nog belangrijker, hogere export in Nigeria en Libië. Hoewel deze landen geen deel uitmaken van de landen die de afspraken hebben gemaakt – en daarom de productie mogen verhogen – reageerde de markt scherp op de hogere olie-export. Zeer waarschijnlijk zal er op korte termijn een stevig signaal door de OPEC worden gegeven dat extra productie uit Nigeria en Libië zal worden gecompenseerd door andere leden van het oliekartel. Dat signaal lijkt echter gezien het huidige negatieve sentiment niet voldoende sterk om de markt ervan te overtuigen dat het bestaande OPEC-akkoord de markt in evenwicht kan brengen.

#### OPEC productie en productieplafond



Bron: Bloomberg

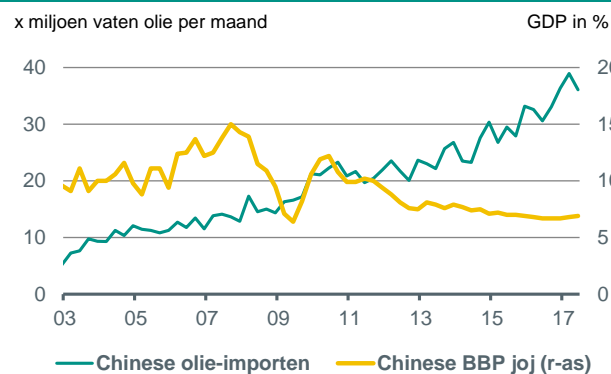
Het volgende aandachtspunt voor de OPEC gloort ook al aan de horizon. Hoewel het akkoord nog doorloopt tot en met het eerste kwartaal van 2018 zal de OPEC – en Rusland namens de deelnemende niet-OPEC landen – de angst in de markt voor een plotsklaps einde aan de productieverlaging eind maart langzamerhand al moeten gaan managen.

### Mondiale vraag blijft stevig doorgroeien

Het IEA gaf in haar Oil Market Report aan dat de mondiale vraag naar olie sneller toeneemt dan verwacht. Waar in het eerste kwartaal de vraag nog 'slechts' met 1 mv/d toenam, steeg dit naar 1,5 mv/d in het tweede kwartaal. Ook voor de rest van het jaar wordt een stevige groei verwacht. Daardoor zal het jaargemiddelde voor 2017 rond de 1,4 mv/d groei uitkomen. Voor 2018 verwacht het IEA een vergelijkbare ontwikkeling waardoor de mondiale vraag naar olie eind 2018 zo'n 99,4 mv/d zal bedragen.

Een belangrijke deel van de groei van de vraag naar olie komt voor rekening van China. De Chinese economische groei neemt langzaam af als gevolg van de transitie van een op industrie-gebaseerde economie richting een waarin de consument centraal staat. Voor 2017 verwachten wij een groei van 6,5% (versus 6,7% in 2016). Deze afkoeling van de economische groei leidt echter nog niet tot een verandering in de groei van de vraag naar olie. Deels is dit te verklaren door de aangekondigde opbouw van strategische oliereserves door China. De toename in welvaart met de bijbehorende toenemende energiebehoefte verklaart echter ook een groot deel. Op korte termijn verwachten wij hier geen trendbreuk.

### China: Loskoppeling economische groei / olie-import



Bron: Bloomberg

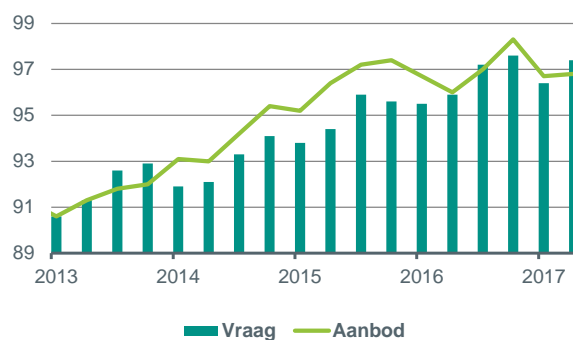
Hoewel het grootste deel van de toegenomen vraag naar olie in het tweede kwartaal werd gevormd door opkomende landen – met name in Azië en seizoensvraag in het Midden-Oosten –, zien we ook een stijgende vraag in bijvoorbeeld de VS en Europa. Het feit dat de totale vraag vanuit de OECD daalt, komt door een lagere vraag vanuit Oceanië.

### Evenwicht lijkt wel degelijk in aantocht, als het er niet al is

Het IEA gaf in haar persbericht aan dat het overaanbod van olie nog niet aan het slinken is. Dit is opmerkelijk aangezien de tabel die het mondiale olieaanbod en de –vraag weergeeft in hetzelfde IEA rapport wel degelijk een verandering aangeeft. In het tweede kwartaal steeg de vraag naar olie naar 97,4 mv/d terwijl het aanbod op 96,8 mv/d bleef steken. Een feitelijk tekort dus. Als gevolg van de enorme voorraden zorgt dat natuurlijk niet direct voor een ommezwaai, laat staan tekort, in de markt. Maar het geeft wel aan dat de vraag/aanbod verhouding na jaren van overaanbod langzaam verandert.

#### Aanbod lager dan vraag in het tweede kwartaal

X miljoen vaten per dag



Bron: IEA, ABN AMRO Economisch Bureau

Daar komt een tweede interessante ontwikkeling bij. We kijken naar de verwachte vraag naar olie in de tweede helft van het jaar en halen daar de verwachte hoeveelheid 'niet-OPEC' aanbod vanaf. Dan zien we dat de zogenaamde 'call-on-OPEC' gemiddeld 33,5 mv/d zal bedragen. Deze verwachte benodigde OPEC productie ligt ruimschoots boven het afgesproken productieplafond van 32,5 mv/d. Mocht dit daadwerkelijk zo uitkomen, dan zal er flink op de bestaande recordvoorraden worden ingeteerd waardoor het niveau daalt tot binnen de 'normale' bandbreedte (een vijfjaars gemiddelde). Een beweging naar evenwicht van de markt lijkt dus wel degelijk gaande, mits je de grotere trend in ogenschouw neemt.

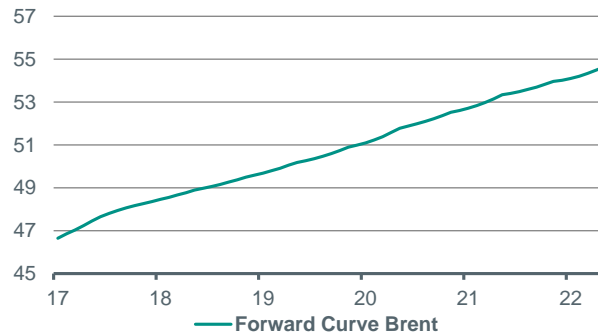
### Forward curves, geopolitieke risico's en investeringen in de sector

De prijsvoorspellende waarde van de *forward curve* (reeks van olieprijsen met levering in de toekomst) is beperkt. Het feit dat de *forward curve* momenteel in contango is (spotkoersen lager dan prijzen voor levering in de toekomst), zegt vooral dat er op korte termijn veel stress is op de oliemarkt. Met andere woorden, het overaanbod in de markt zorgt voor druk op de spotprijzen.

Een belangrijk aspect dat vaak over het hoofd wordt gezien is dat Amerikaanse olieproducenten nauwelijks handelen op de spotmarkt. Zij dekken hun risico's voor zover mogelijk in op de termijnmarkt. Zij leggen hun productie dus vast op een verkoopprijs van boven de USD 50-55. De lage spotprijs is daarom meer een reflectie van het negatieve marktsentiment dan van de olieproductiekosten in de VS.

### Forward curve Brent olieprijs

x USD/vat



Bron: Bloomberg

Op geopolitiek gebied is het momenteel redelijk rustig, dat wil zeggen, rustig voor wat betreft de angst dat de olieproductie erdoor geraakt zal worden en daarom een hogere risicopremie vereist. Gegeven onze verwachting voor EUR/USD aan het eind van 2017 en 2018 van respectievelijk van 1,15 en 1,20 valt er uit valutaire hoek ook niet veel richting te verwachten voor de in dollars genoteerde grondstofprijzen.

De productiegroei buiten de OPEC en de VS om is gezien de lage olieprijs beperkt. Investerings staan nog steeds flink onder druk. De productiekosten zijn gedaald en er hoeft dus minder te worden geïnvesteerd. Toch zien we nog steeds dat in sommige landen met relatief hoge productiekosten (bijvoorbeeld vanwege het ontbreken van de infrastructuur) de productie afneemt.

De productiegroei in de VS kan zomaar één miljoen (netto) extra vaten per dag (mv/d) zijn in de komende jaren. Dit is te weinig om op termijn aan de groeiende vraag naar olie te kunnen blijven voldoen. Rekening houdend met de snelle afname van de productie in een olieveld zal de Amerikaanse schalieolieproductie met ongeveer anderhalf mv/d moeten toenemen om een significante bijdrage te blijven leveren aan de mondiale groei van het aanbod.

#### **Aanpassing olieprijsverwachting: groter verschil tussen Brent en WTI...**

Brent is extra gevoelig voor geopolitieke risico's en productiestoringen in het Midden-Oosten – maar ook bijvoorbeeld op de Noordzee. Langzamerhand is Brent toch meer de mondiale benchmark van olie aan het worden, waar WTI juist vooral de ontwikkelingen in de VS weergeeft. De richting van deze olieprijsen is vaak gelijk. Toch denken wij dat de verwachte aanhoudende groei van de productie in de VS de prijs van WTI voorlopig zal drukken ten opzichte van Brent olie. In onze prijsramingen houden wij dan ook rekening met een oplopend verschil tussen Brent en WTI, van USD 2/vat op dit moment, naar USD 5/vat begin 2019.

#### **... en sneller prijsherstel vanaf H2 2018**

Door natuurlijke uitputting van oliebronnen moet er zo'n 3,5% van het totale aanbod jaarlijks vervangen worden door nieuwe vondsten om de productie op een gelijk

niveau te houden. Daarnaast is er jaarlijks meer olie nodig als gevolg van meer vraag door economische groei. Een deel van deze benodigde olievondsten komt voor rekening van de schalieolieproductie in de VS. Een ander deel kan worden opgevangen door de reservecapaciteit van de OPEC. Het resterende deel zal moeten komen uit de bestaande voorraden en productie uit niet-OPEC olieproducerende landen. Het is maar de vraag of deze landen aan de benodigde vraag kunnen voldoen in de komende paar jaar. De mogelijkheid bestaat dat op afzienbare termijn:

- a) de stijging van de Amerikaanse olieproductie niet toereikend is om aan de olievraag te voldoen;
- b) mondiale voorraden gaan normaliseren;
- c) extra productie vanuit de OPEC daarom nodig is om tekorten te voorkomen

Wij verwachten dat het herstel van evenwicht tussen vraag en aanbod op de oliemarkt zal leiden tot een verlaging van de mondiale olievoorraden. Dit is het gevolg van de aanhoudende groei van de vraag naar olie. Dit kan, in combinatie met de langzaam oplopende kosten van bijvoorbeeld arbeid bij toeleveranciers, leiden tot een hogere olieprijs vanaf de tweede helft van 2018.



Tabel 1: Ramingen olie- en gasprijzen ABN AMRO

Eind van de periode		16-jul-17	sep-17	dec-17	mrt-18	jun-18	sep-18	dec-18	mrt-19	jun-19	sep-19	dec-19	
Brent	USD/bbl	49.07	53	57	60	54	58	64	66	70	75	75	
WTI	USD/bbl	46.66	51	54	56	51	55	60	61	65	67	70	
Natural Gas (HH)	USD/mmBtu	3.01	2.80	3.00	3.25	3.00	3.25	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00	
TTF	EUR/MWh	14.70	15.00	17.00	19.00	18.00	16.00	15.00	17.00	16.00	15.00	14.00	
Gemiddelde		2016	K3 17	K4 17	2017	K1 18	K2 18	K3 18	K4 18	2018	K1 19	K2 19	2019
Brent	USD/bbl	45	53	55	54	59	57	56	61	59	65	68	72
WTI	USD/bbl	43	51	54	52	55	54	53	58	56	61	63	66
Natural Gas (HH)	USD/mmBtu	2.55	2.75	2.75	3.00	3.25	3.25	3.25	3.50	3.30	3.50	3.50	3.30
TTF	EUR/MWh	14.08	16.00	16.00	16.75	18.00	19.00	17.00	16.00	17.00	16.00	17.00	15.50

## 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 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.

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