

18 december 2018

Beperkt herstel olieprijs in 2019

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



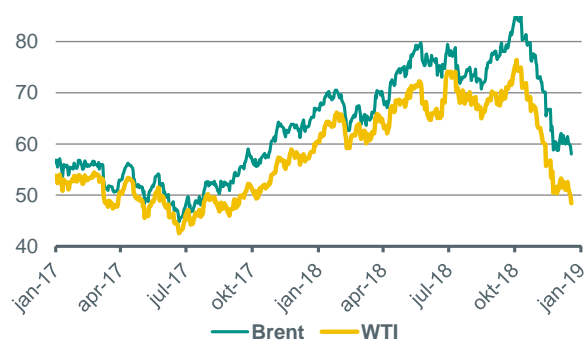
- **OPEC+ stelt teleur met productieverlaging**
- **Effect verandering marktpositionering op volatiliteit groter dan ooit**
- **Raming aangepast: herstel olieprijs, maar opwaarts potentieel beperkt**

OPEC stelt teleur

De OPEC en haar partners zullen de olieproductie vanaf januari verlagen met 1,2 miljoen vaten per dag (mv/d) ten opzichte van het niveau van oktober. Aangezien de productie in november hoger lag, is de daadwerkelijk beoogde productieverlaging nog iets groter. Het komen tot deze overeenkomst heeft heel wat voeten in de aarde gehad en mede daarom is de uiteindelijke marktreactie zeer gematigd. Deze productie-verlaging is nodig om de markt weer in evenwicht te brengen. Diverse producenten hebben de afgelopen maanden meer olie geproduceerd dan verwacht en bereikten zelfs recordhoogtes. Dit geldt vooral voor de drie grootste producenten: Rusland, de VS en Saudi-Arabië. Als gevolg van beperkte capaciteit voor exportgroei in de VS namen de voorraden toe tot boven het vijfjaars gemiddelde. Dit leidde tot enige onrust bij beleggers, omdat de Amerikaanse cijfers vanwege de wekelijkse publicatie de enige – maar zeker niet complete – graadmeter zijn ten aanzien van voorraadvorming. De sancties tegen Iran bleken bovendien vooralsnog veel minder streng uit te vallen dan verwacht als gevolg van acht uitzonderingsposities vergeven door president Trump. Hierdoor moet de extra productie in Saudi-Arabië en Rusland iets worden verlaagd.

Brent en WTI olieprijs

x USD/vat



Bron: Bloomberg

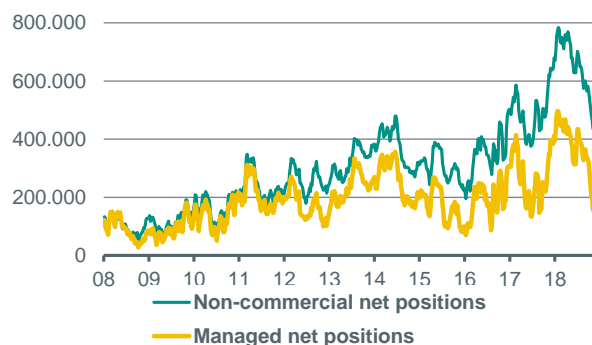
De markt verwachtte voorafgaande aan het OPEC-overleg een aanzienlijke productieverlaging en was achteraf niet alleen teleurgesteld in de overeengekomen hoeveelheid maar vooral in het beslissingsproces rondom deze productieverlaging. Vooral het voorzichtige optreden van Saudi-Arabië gaf aan dat het wegen van alle tegengestelde belangen uiteindelijk leidde tot een weinig overtuigend handelen. Dit lijkt de positie van de Saudi's te verzwakken en speelt andere olie-grootmachten zoals Rusland en de VS in de kaart. De olieprijs kwam nauwelijks van zijn plaats op basis van dit besluit en blijft schommelen rond de USD 60/vat voor Brent, en USD 51/vat voor WTI.

Marktpositionering leidt tot steeds meer volatiliteit

De oliemarkt wordt – overigens net als de meeste andere markten – vooral gedreven door verwachtingen ten aanzien van vraag en aanbod. Als gevolg van het steeds groter wordende aantal uitstaande speculatieve posities neemt de gevoeligheid voor de prijs ten aanzien van veranderende verwachtingen voor vraag en aanbod steeds meer toe. Hoewel er fundamenteel niet heel veel veranderd is ten opzichte van begin oktober, is de olieprijs wel met zo'n USD 25/vat gedaald. De angst dat een handelsoorlog tussen de VS en China de vraag negatief zal beïnvloeden is toegenomen en de aangekondigde strenge sancties tegen Iran bleken vooralsnog minder streng. Als gevolg hiervan werd de enorme hoeveelheid longposities (speculatie op verdere prijsstijging als gevolg van tekorten in de markt) in een zeer korte tijd teruggebracht tot een relatief normaal niveau. Dit veroorzaakte mede de snelle sterke prijsdaling. Feitelijk gezien is de vraag naar olie niet significant afgenomen en is de olieproductie in Iran wel degelijk sterk gedaald. Feiten die reeds in de prijs waren verwerkt vóórdat de angst van verandering van vraag en aanbod ging spelen. Verhoogde volatiliteit lijkt steeds meer regel dan uitzondering, waarbij de korte-termijnprijs meer gedreven wordt door angst en hoop dan door vraag en aanbod.

Netto marktpositionering (long -/ short)

x aantal contracten



Bron: Bloomberg

Vraag en aanbod in 2019

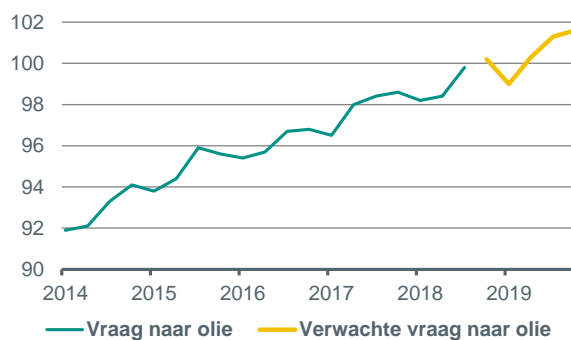
Met de OPEC+-productieverlaging is de markt voor de eerste helft van 2019 ruwweg in evenwicht gebracht. Toch is deze balans erg kwetsbaar. De OPEC verwacht dat de mondiale vraag naar olie in 2019 opnieuw zal toenemen met gemiddeld 1,3 mv/d.

Het Internationaal Energieagentschap (IEA) gaat uit van een extra vraag van 1,4 mv/d. Wij gaan uit van de mogelijkheid dat de groei van de vraag naar olie zelfs nog iets hoger kan zijn (tot 1,6 mv/d) als gevolg van a) verwachte economische groei, en b) extra toename consumptie als gevolg van de lagere prijs.

Deze extra vraag naar olie zal grotendeels worden opgevangen door een stijging van de Amerikaanse olieproductie. Het Amerikaanse Energie Information Agency (EIA) verwacht in 2019 een gemiddelde stijging van de olieproductie in de VS van 1,2 mv/d tot 12,1 mv/d (versus 10,9 mv/d in 2018). Dit is vergelijkbaar met de productieverlaging van OPEC+. Door de aanhoudende groei van olieproductie in de VS zal de vraag naar extra olie van OPEC-gerelateerde producenten volgens het EIA minimaal zijn.

Vraag naar olie

x mln vaten/dag



Bron: IEA

Een belangrijk aspect hierbij is of de VS in staat is om de export verder te verhogen. Momenteel is de ruimte om de export te laten groeien beperkt vanwege de gelimiteerde infrastructuurcapaciteit om de olie te vervoeren vanuit de productievelden naar de kust. Extra infrastructuurcapaciteit wordt momenteel gebouwd. En waar eerder werd gedacht dat deze pas tegen het einde van 2019 beschikbaar zou komen, lijkt dit nu al eerder het geval te zijn. Met name de tweede helft van 2019 kan dus in het teken staan van stijgende olie-exporten vanuit de VS. Dit zal het verschil tussen Brent en WTI kunnen verkleinen (WTI minder laag ten opzichte van Brent als gevolg van lagere voorraadvorming). Tot die tijd kan hogere olieproductie in de VS vooral leiden tot extra voorraadvorming. Dit is iets wat de olieprijs negatief kan beïnvloeden, aangezien beleggers gevoelig zijn voor de wekelijkse voorraadcijfers uit de VS.

De OPEC verwacht ook dat de niet-OPEC productie – met name in de VS – zal blijven toenemen in 2019. Hierdoor zal een verlenging van de productieverlaging door OPEC+ medio 2019 waarschijnlijk nodig zijn. Toch hangt dit af van diverse factoren. Vooral de productie in en export uit landen als Venezuela en Libië is en blijft onzeker. Mocht onverhoopt deze productie/export kunnen herstellen naar het 'normale' niveau, en de Amerikaanse olieproductie inderdaad onverminderd blijven groeien, dan zal de OPEC – eventueel met partners – opnieuw moeten ingrijpen en

het aanbod moeten verlagen in juni. De eerste signalen hiervan zullen we krijgen tijdens de evaluatie in april. Dit kan het sentiment in de eerste helft van het komende jaar daarmee beïnvloeden.

Prijsraming neerwaarts bijgesteld

Wij hebben onze olieprijsramingen neerwaarts bijgesteld. Toch verwachten we nog steeds een gematigd herstel van de olieprijs vanaf het huidige niveau binnen een bandbreedte. De recente sterke daling van de olieprijsen hebben gezorgd voor een nieuwe realiteit waarin het opwaarts potentieel minder groot is dan dat we enkele maanden geleden dachten.

Deze nieuwe realiteit is onder meer het gevolg van het feit dat de vraag naar en het aanbod van olie vanaf begin januari in balans zou moeten zijn als gevolg van de productieverlaging vanuit OPEC+. Hoewel de volatiliteit onverwacht kan toenemen op basis van momenteel nog onvoorziene (geopolitieke) omstandigheden, gaan wij ervan uit dat de markt zal blijven streven naar een soort evenwichtsprijs. Voor 2019 gaan wij ervan uit dat dit evenwicht voor Brent ongeveer op USD 70/vat ligt, binnen een bandbreedte van ruwweg USD 60-80/vat. Voor WTI zien we een handelsbandbreedte van USD 50-70/vat, met een gemiddelde van USD 60/vat.

Zoals aangegeven is de balans tussen vraag en aanbod heel fragiel. Door de snelle toename van de productie in de afgelopen jaren in met name Saudi-Arabië is de reservecapaciteit – de ruimte om in te spelen op nieuwe productiestoornissen – sterk afgenomen. Mocht er om wat voor reden dan ook ergens iets tegenzitten, dan wordt het steeds lastiger om de productie elders tijdelijk even te verhogen. Dit kan de prijs onverwacht steunen. Desalniettemin zal de verwachte groei van de vraag in 2019 grotendeels worden opgevangen door extra olieproductie in de VS. Dit zorgt ervoor dat er toch waarschijnlijk nog enige ruimte beschikbaar is vanuit OPEC+ om in te spelen op eventuele verstoringen van de productie in de oliemarkt.

Een tweede argument zit in de marktpositionering. Nu de markt haar *long*posities (speculeren op prijsstijging) naar neutraal heeft teruggebracht, en niet veel *short*posities (speculeren op prijsdaling) heeft aangekocht, is er ruimte voor een opwaartse prijsdruk als gevolg van mogelijke marktspeculatie anticiperend op mogelijke tekorten. Deze angst kan bijvoorbeeld komen van een nieuwe afname van investeringen in de sector. Deze investeringen (capital expenditure (Capex)) in de exploratie van olieproductie-projecten nam na de sterke prijsdaling in 2014 eindelijk weer een beetje toe. Maar de recente prijsdaling kan investeerders alsnog weer voorzichtiger maken.

Een derde reden voor mogelijk hogere olieprijsen is een sneller dan reeds verwachte daling van de Amerikaanse dollar. In ons basisscenario verwachten wij dat de EUR/USD-koers toeneemt naar 1.25 eind 2019. Over het algemeen gaat een verzwakking van de dollar gepaard met hogere grondstofprijzen, inclusief de olieprijs.

De verwachte bandbreedtes kennen een bodem die vooral gebaseerd is op technische factoren en geopolitieke afwegingen. Een lagere prijs zal leiden tot

productiestoringen, omdat diverse projecten dan met verlies zullen draaien. Daarnaast is vooral OPEC gebrand op hogere prijzen. Niet vanwege de productiekosten, maar vooral omdat veel olieproducerende landen een hogere olieprijs nodig hebben om hun begroting in evenwicht te brengen. De bovenkant van deze bandbreedte wordt begrensd door geopolitiek en economische factoren. Een structureel hogere olieprijs zal leiden tot commentaar vanuit landen die netto importeur zijn.

De VS is een voorbeeld waarbij president Trump zich hard verzet tegen een te hoge olieprijs waarbij de economie de gevolgen van hoge brandstofprijzen voelt. De VS is nog steeds een netto-importeur van olie, maar onlangs wel netto exporteur geworden van olie plus geraffineerde petroleum producten. Trump heeft met zijn sancties tegen Iran overigens wel een instrument in handen waarbij hij de olieprijs actief kan 'sturen' door de sancties te verscherpen of iets te versoepelen zoals we onlangs hebben kunnen zien.

Tabel 1: Ramingen olie- en gasprijzen ABN AMRO

Eind van de periode		19-dec	mrt-19	jun-19	sep-19	dec-19	mrt-20	jun-20	sep-20	dec-20	mrt-21	jun-21	dec-21
Brent	USD/bbl	60,86	70	70	70	70	75	75	75	80	80	80	85
WTI	USD/bbl	51,65	60	60	60	60	65	65	65	65	70	70	75
Natural Gas (HH)	USD/mmBtu	3,64	4,00	3,25	3,00	4,00	3,25	3,00	3,25	3,75	3,25	3,00	3,50
TTF	EUR/MWh	24,83	27,00	25,00	26,00	30,00	31,00	32,00	29,00	34,00	31,00	32,00	34,00

Gemiddelde		Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	2019	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	2020	2021
Brent	USD/bbl	68	70	70	70	70	73	75	75	78	76	83
WTI	USD/bbl	58	60	60	60	60	63	65	65	65	65	71
Natural Gas (HH)	USD/mmBtu	4,25	3,75	3,25	3,50	3,50	3,75	3,25	3,25	3,50	3,25	3,25
TTF	EUR/MWh	26,00	26,00	26,00	28,00	27,00	31,00	32,00	31,00	32,00	32,00	32,00

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