

15 maart 2019

Record import LNG / Neerwaartse risico's olieprijs

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

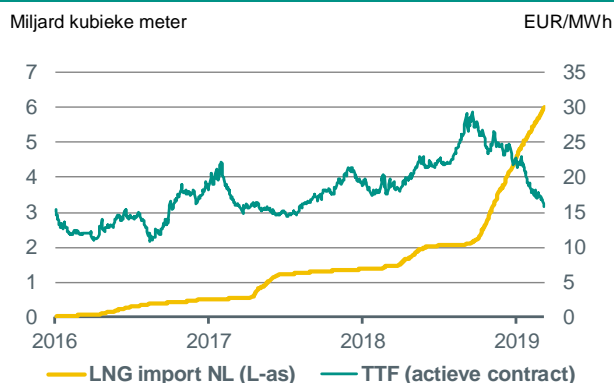


- **Record LNG import houdt TTF-gasprijs onder druk en voorkomt verdere daling gasvoorraden**
- **Verwachtingen TTF-gasprijs neerwaarts bijgesteld**
- **Olieprijzen: opwaarts potentieel ondanks toegenomen neerwaartse risico's**

TTF-gasprijs blijft dalen nu LNG import op recordhoogte staat

De dalende trend van de Title Transfer Facility (TTF) gasprijs – de Nederlandse gasbenchmark – zet door. De prijs van het actieve contract is inmiddels gedaald tot minder dan EUR 16/MWh. Dit is het laagste punt sinds 2017. De prijsdaling is opvallend omdat: a) we nog in het winterseizoen zitten. Dat gaat normaal gesproken gepaard met grote vraag naar gas voor de verwarming van huizen en gebouwen. Verder zien we dat b) de uitfasering van kolen- en kerncentrales de vraag naar gas ook op langere termijn zal blijven steunen. Hoewel de Nederlandse overheid onlangs aangaf de gasproductie vanuit het Groningenveld nog sneller te zullen afbouwen, is het effect op de TTF-gasprijs vooralsnog beperkt gebleven. De voornaamste reden hiervan is dat er momenteel voldoende alternatieven beschikbaar zijn.

LNG import Gate Rotterdam en de TTF-gasprijs



Bron: Bloomberg

Met het uitfaseren van het gas uit het Groningenveld is Nederland steeds afhankelijker geworden van gasimporten via pijpleidingen (vooral uit Noorwegen, het VK en Rusland) en in de vorm van *Liquefied Natural Gas* (LNG). De grootste stijging

Belangrijke data:

14 mrt	OPEC Monthly Oil Market Report
15 mrt	IEA Oil Market Report
26 mrt	EIA Monthly Energy Review
17-18 apr	OPEC/non-OPEC meeting
Eind apr	Evaluatie beleid aangaande Iran sancties door de VS overheid

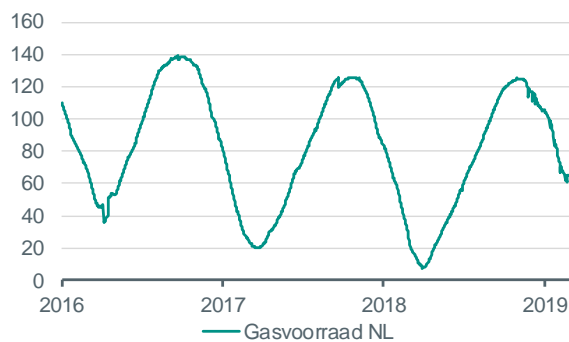
van de Europese LNG importen was dan ook te zien bij de Nederlandse Gate Terminal. Dit is de enige terminal in Nederland waar LNG kan worden ingevoerd, opgeslagen, geconverteerd naar gasvorm en tot slot aan het gasnet worden toegevoegd ten behoeve van huishoudens en de industrie. Het ruimschootse buitenlandse aanbod zorgde ervoor dat beleggers niet nerveus werden over mogelijke gastekorten. Daarom daalde de TTF-gasprijs verder (zie grafiek).

Gasopslag laat veranderend patroon zien

Als we kijken naar de gasopslag in Nederland lijkt er een ongebruikelijke verandering in het seizoenpatroon te zijn. In plaats van de gebruikelijke aanhoudende daling van de gasvoorraden in maart als gevolg van de vraag naar gas voor warmte, zien we dat de afgelopen weken de gasvoorraden juist langzaam aan het stijgen zijn (zie onderstaande grafiek). Het mag wellicht iets te vroeg zijn om al te spreken van een trendbreuk, maar het is zeker iets om in de gaten te blijven houden.

Gasvoorraad Nederland

Miljard kubieke meter



Bron: GSE

TTF-gasprijs: neerwaartse risico's op korte termijn, maar opwaarts potentieel daarna

De TTF-gasprijs zou best nog iets verder kunnen dalen richting EUR 15/MWh gedurende de komende weken. Deze prijsdruk kan het gevolg zijn van een verschuiving van het seizoen richting het voorjaar/zomer wat normaal gesproken gepaard gaat met minder vraag naar gas. Daarnaast is er voldoende aanbod als gevolg van hoge invoer en lijken de voorraden ruimer te blijven dan gebruikelijk voor deze tijd van het jaar. Het is lastig om te zien wat de TTF-gasprijs op korte termijn omhoog zou moeten brengen, los van een onverwachte periode van koud winter weer.

Op langere termijn zien we meer opwaarts potentieel. De Europese vraag naar gas voor het opwekken van elektriciteit zal blijven toenemen. Het stijgende aandeel duurzame energie zal niet zo snel groeien dat het de uitfasering van zowel kolen als kernenergie uit de elektriciteitsmix volledig zal kunnen opvangen. Ook is er nog steeds een link met de olieprijsen. Hoewel deze correlatie tussen gas- en olieprijsen steeds verder afneemt als gevolg van nieuwe langetermijncontracten, zal ook het opwaarts prijspotentieel voor olie kunnen doorwerken in de gasprijsen. De kolenprijs

is de afgelopen maanden gedaald. Een mogelijk herstel kan de elektriciteitsprijs ondersteunen, wat op haar beurt weer gunstig is voor de gasprijs (meer vraag vanuit gasgestookte elektriciteitscentrales).

De gasproductie vanuit het Groningenveld zal voor 2030 worden gestaakt, met een scherpe daling na 2022. Hoewel dit deels in de prijs zal zijn verwerkt kan een nog snellere daling van de gasproductie in het Groningenveld kunnen leiden tot steun voor de TTF-gasprijs. Met name nu nieuwe exploitatie van nieuwe gasvelden in Nederland worstelt met het vinden van zowel maatschappelijk steun als het verkrijgen van de vergunningen vanuit de overheid. Dit in tegenstelling tot de gasproductie in omliggende landen zoals VK en Noorwegen – met name offshore – die wel toeneemt. Desalniettemin hebben deze factoren minder invloed op de TTF-gasprijs en komen meer tot uiting in de *National Balancing Point* (NBP) benchmark (VK).

Het laatste argument voor een prijsstijging is de prijs van het EU Emission Trading Scheme (ETS). Als gevolg van beleidsmaatregelen wordt een verdere prijsstijging verwacht van de ETS prijs. Dit zal positief zijn voor de elektriciteitsprijs en daarmee indirect voor de vraag naar gas.

TTF-gasprijs verwachtingen naar beneden bijgesteld

Het voornaamste risico voor het opwaarts potentieel van de TTF-gasprijs is tegenvallende vraag naar gas. Desalniettemin schatten we dit risico als laag in vanwege de eerder genoemde uitfasering van kolen- en kernenergie. Een andere factor kan het ruime aanbod van gas zijn. Vooral nu de VS openlijk het debat is aangegaan met Duitsland ten aanzien van de bouw van de Nord Stream 2 gaspijpleiding vanuit Rusland naar Duitsland. President Trump zegt dat Europa/Duitsland te afhankelijk wordt van Russisch gas en dat zij daarom meer LNG moeten kopen uit de VS. Het gevolg kan zijn dat de Russen reageren door de gasprijs onder de prijs van LNG te houden als gevolg van toegenomen concurrentie. Europa zou op die manier kunnen profiteren van een prijzenslag en van een meer gediversifieerde energiemix waardoor prijzen mogelijk langer laag kunnen blijven.

Wij hebben onze TTF-gasprijsramingen neerwaarts bijgesteld. Hierdoor reflecteren de verwachtingen beter de factoren die we hierboven hebben beschreven en de huidige situatie van relatief lage gasprijzen. We verwachten nog steeds dat er een herstel zal komen van de gasprijs in de komende jaren. Dit herstel zal wel minder stevig zijn dan eerder verwacht. Zie de tabel voor onze nieuwe prijsramingen.

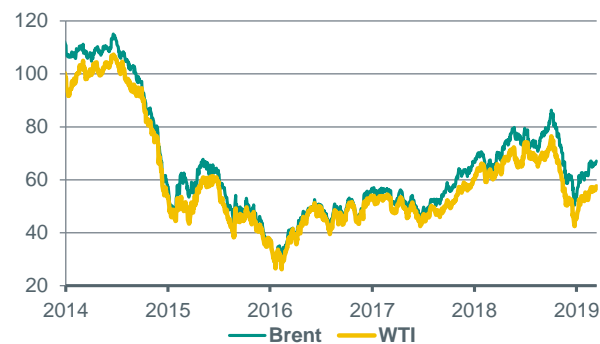
Olie: onzekerheid neemt toe

De Brent olieprijs is gevoeliger voor aanbod- en vraag-gerelateerde risico's in Europa en het Midden Oosten dan WTI. Daarom zal het besluit van president Trump over het wel of niet verlengen van de uitzonderingen voor Iraanse olieconsumenten vooral voor Brent een belangrijkere factor zijn om in de gaten te houden. Naar verwachting zal Trump zijn beleid aangaande de sancties tegen Iran in april bekend maken. Een tweede belangrijke drijfveer voor de tweede helft van het jaar zal het besluit zijn van OPEC en haar partners (onder leiding van Rusland) over verlenging van de

productieverlaging. Momenteel hanteert deze OPEC+ alliantie de afspraak om de productie in totaal met 1,2 miljoen vaten per dag (mv/d) te beperken. Eerder werd aangekondigd dat het beleid al in april tijdens de reguliere vergadering zou worden herzien. Maar dit besluit werd vorige week doorgeschoven naar juni om dan beter te kunnen inschatten wat de gevolgen van de Amerikaanse sancties tegen Iran en Venezuela zullen zijn voor het totale productieniveau. Van OPEC+ wordt verwacht dat zij zich zal blijven focussen op het laten aansluiten van het mondiale aanbod op de mondiale vraag.

Brent en WTI

USD/vat



Bron: Bloomberg

Op dit moment zien we ruimte voor minder productieverlaging als gevolg van de aanhoudende stijgende mondiale vraag naar olie. De vraag zal naar verwachting toenemen met 1,4 mv/d in 2019 (IEA). Aangezien de Amerikaanse olieproductie verwacht wordt te stijgen met 1,8 mv/d zou de OPEC+ productieverlaging verminderd kunnen worden van momenteel 1,2 mv/d tot slechts 0,4 mv/d. Dit zou eventueel iets hoger kunnen zijn indien de alliantie druk wil blijven zetten op de hoge olievoorraden. Het risico bestaat dat financiële markten als gevolg van een dergelijke lagere productieverlaging vrezen voor een mogelijk overaanbod. Dit zou het opwaarts potentieel van de olieprijs kunnen beperken gedurende de komende maanden. Een alternatief is dat OPEC+ besluit om de huidige productieverlaging te handhaven om de prijs op het huidige niveau te houden. Zo'n beslissing houdt in dat er mogelijk een tekort ontstaat – en daarmee een risico op hogere prijzen – op de middellange- en lange termijn. De vraag is dus of de OPEC alliantie kiest voor prijsstabiliteit op de korte of op de lange termijn.

Een complicerende factor is een andere discussie die momenteel gaande is in Washington. Er wordt gesproken om een wet aan te nemen dat de Amerikaanse overheid in staat stelt om de OPEC aan te klagen voor kartelvorming. Deze wet heet de 'No Oil Producing And Exporting cartels Act', of NOPEC. Het antwoord van de OPEC is duidelijk: "Indien zo'n wet wordt aangenomen zal Amerikaanse schalieolie de grootste verliezer zijn". De uitleg is simpel. Als de OPEC niet meer in staat is om het aanbod af te stemmen op de vraag zullen alle olieproducenten het productieniveau verhogen tot het maximale winstgevende niveau. De lagere olieprijs die dan volgt, zal Amerikaanse olieproducenten meer pijn doen dan de meeste

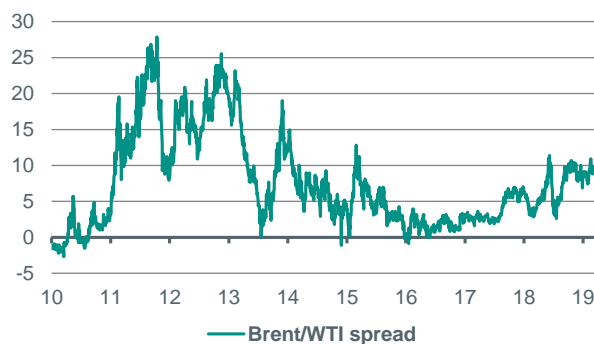
olieproducenten in het Midden Oosten als gevolg van hogere productiekosten in de VS. De *American Petroleum Institute* (API) heeft al aangegeven dat zij deze wetgeving niet zal steunen.

Kwaliteitsverschillen doen er steeds meer toe

Een belangrijker onderwerp om in de gaten te houden is het verschil in kwaliteit van de diverse typen olie. We zien een snelle stijging van de productie van Amerikaanse (schalie-)olie. Dit is een lichte oliesoort. Tegelijkertijd zien we dat de productie van zware olie (zoals geproduceerd wordt in Iran en Venezuela) juist steeds meer onder druk komt te staan. Veel olieraffinaderijen kunnen niet zomaar wisselen van het ene naar het andere olietype aangezien dit tijdrovend en kostbaar is. Als gevolg hiervan kan het prijsverschil tussen Brent en WTI tijdelijk toenemen. Op langere termijn zien we deze Brent/WTI spread juist weer afnemen. Dit zal het gevolg zijn van hogere olie-exporten vanuit de VS. De prijs van WTI zal hierdoor langzaam steeds meer richting de mondiale marktprijs bewegen.

Brent/WTI spread

USD/vat



Bron: Bloomberg

OPEC: Swing-producer of meer focussen op marktaandeel?

Het marktaandeel van de OPEC kan een mogelijke olifant in de kamer zijn. Het OPEC marktaandeel is momenteel beneden de 40% gezakt. De laatste keer dat dit gebeurde (2014) heeft de OPEC, en dan vooral Saudi-Arabië, gereageerd door de oliekraan wagenwijd open te zetten en de markt te overspoelen met olie. Het gevolg was een enorme prijsdaling waardoor veel Amerikaanse olieproducenten hun productie deels tijdelijk moesten staken. Het gevolg was echter ook dat er kritisch gekeken werd naar de productiekosten en de efficiëntie van de olieproductie in de VS. Uiteindelijk zijn de Amerikaanse olieproducenten er sterker van geworden. Ondanks dat de Amerikanen nu weerbaarder zijn, wil dat nog niet zeggen dat de Saudi's zonder slag of stoot hun marktaandeel zullen blijven inleveren ten gunste van de niet-OPEC producenten.

Het Internationaal Energieagentschap (IEA) gaf onlangs in haar nieuwe Oil Report (verwachtingen van de oliemarkt tot 2024) aan dat de Amerikaanse olieproductie sterk kan blijven groeien in de komende vijf jaar. Volgens het IEA zullen de Amerikaanse olie-exporten groter zijn dan die van Saudi-Arabië en Rusland in 2024.

Hoewel de OPEC aangeeft haar rol als hoeder van de marktbalans te willen blijven vervullen zien wij toch een toegenomen risico in het mogelijk beschermen van haar marktaandeel indien dit snel verder afneemt.

Olieprijsramingen onveranderd, maar neerwaartse risico's nemen toe

Wij staan nog steeds achter onze huidige olieprijsramingen. Voor Brent verwachten we een handelsbandbreedte van USD 60-80/vat (gemiddeld USD 70/vat in 2019) en voor WTI een bandbreedte van USD 50-70/vat (gemiddeld USD 60/vat in 2019). We beschreven eerder de onzekerheid wat betreft het productieverlagingsakkoord van OPEC+ dat afloopt in juni. Daarnaast zien we toegenomen risico's ten aanzien van het marktaandeel van de OPEC. Daarbovenop is de markt optimistisch wat betreft een positieve uitkomst van het handelsoverleg tussen de VS en China. Een groot deel van deze mogelijke positieve uitkomst is reeds in de olieprijs verwerkt. Dat betekent dat een tegenvallend resultaat gepaard gaan met neerwaartse risico's voor de olieprijs. Als gevolg van deze argumenten denken wij dat een nieuwe test van de onderkant wellicht iets waarschijnlijk is op korte termijn dan een test van de bovenkant van de door ons aangegeven bandbreedte. Desalniettemin is het – ondanks toegenomen neerwaartse risico's – op dit moment te vroeg om onze olieprijsramingen neerwaarts bij te stellen.

Tabel 1: Ramingen olie- en gasprijzen ABN AMRO

Eind van de periode		14-mrt	jun-19	sep-19	dec-19	mrt-20	jun-20	sep-20	dec-20	mrt-21	jun-21	sep-21	dec-21
Brent	USD/bbl	67,73	70	70	70	75	75	75	80	80	80	85	85
WTI	USD/bbl	58,27	60	60	60	65	65	65	65	70	70	70	75
Natural Gas (HH)	USD/mmBtu	2,85	3,25	3,00	4,00	3,25	3,00	3,25	3,75	3,25	3,00	3,00	3,50
TTF	EUR/MWh	15,70	18	20	24	26	21	23	26	28	23	24	26
Gemiddelde		Q2 19	Q3 19	Q4 19	2019	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	2020	Q1 21	Q2 21	2021
Brent	USD/bbl	70	70	70	70	73	75	75	78	76	80	80	83
WTI	USD/bbl	60	60	60	60	63	65	65	65	65	68	70	71
Natural Gas (HH)	USD/mmBtu	3,75	3,25	3,50	3,50	3,75	3,25	3,25	3,50	3,25	3,50	3,25	3,25
TTF	EUR/MWh	18	19	22	20	25	24	22	25	24	27	26	25

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 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.

© Copyright 2019 ABN AMRO Bank N.V. and affiliated companies ("ABN AMRO").

Alle rechten voorbehouden