

# Energiemonitor

Hans van Cleef, Sr. Energie Econoom

Tel.: 020 343 46 79 / hans.van.cleef@nl.abnamro.com

## Gasprijs ook langer laag

- ▶ **Raming TTF gasprijs opnieuw neerwaarts bijgesteld door ruim aanbod**
- ▶ **Henry Hub gasprijs kent weinig opwaarts potentieel, tenzij...**
- ▶ **Geopolitiek maakt van gas steeds meer een mondiale markt**

### TTF gasprijs daalt verder door milde winter en (zeer) ruim aanbod

Traditionele seizoenpatronen in de gasmarkt lijken steeds minder zeker. Uiteraard is het verbruik van aardgas in de winter nog steeds hoger dan in de zomer. Maar de traditionele prijsspieken ten tijde van koud winterweer zoals gebruikelijk was (zie grijze kolommen in linker grafiek) hebben we afgelopen winter (2018-2019) niet gezien. Ook deze winter is zo'n prijsspiek onwaarschijnlijk. Zoals te zien valt in de onderstaande grafiek was de TTF-gasprijs in 2018 al ruim voor de winter opgelopen. De marktverwachting van mogelijke tekorten als gevolg van lage voorraden, snel dalende gasproductie in Groningen en beperkte LNG-importen leidden tot een extreme *backwardation* (spotprijs hoger dan prijzen voor toekomstige levering). De TTF-gasprijs liep in september al op tot het hoogste punt in vijf jaar en raakte bijna EUR 30/MWh. Als gevolg van de relatief milde winter bleven leveringsproblemen achterwege, daalde de prijs gedurende de winter en stegen gasvoorraden in de zomer van 2019 veel eerder dan gebruikelijk.

#### TTF gasprijs

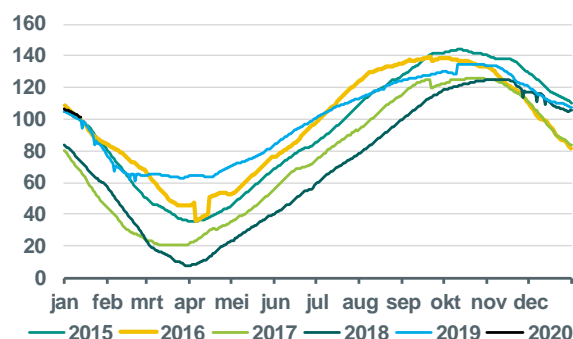
EUR/MWh



Bron: Bloomberg

#### Gasvoorraden Nederland

x 1000 TWh



Bron: Gas Infrastructuur Europe

De huidige vooralsnog milde winter (2019-2020) in combinatie met hoge gasvoorraden (zie grafiek hierboven) is de TTF-gasprijs (1<sup>e</sup> maandcontract) gedaald tot een prijs van minder dan EUR 11/MWh, bijzonder laag voor deze tijd van het jaar. Wellicht iets te laag zelfs. Als we kijken naar het jaarcontract voor 2021 zien we dat deze iets onder de EUR 16/MWh noteert. De prijzen voor 2022 tot en met 2024 liggen met EUR 16-17/MWh nog een fractie hoger. Historisch gezien lagen de maand- en jaarprijzen dicht bij elkaar. Het afgelopen jaar, en naar verwachting ook het komende jaar,

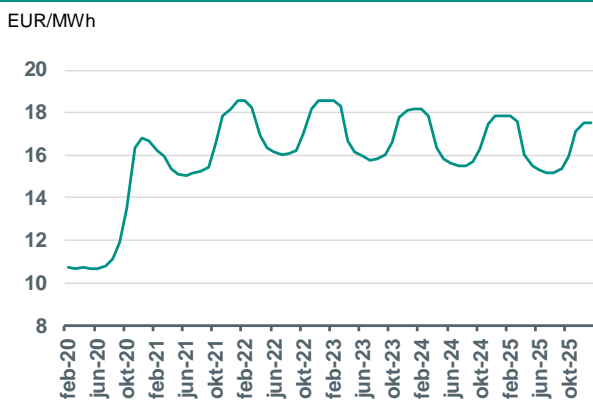
zal dat prijsverschil langer groot blijven. In de tabel met prijsverwachtingen gaan we altijd uit van het lopende maandcontract. Maar hierin zullen we ook de verwachting verwerken dat de prijzen van maand- en jaarcontracten in de loop van 2020 en 2021 elkaar weer meer op zullen gaan zoeken.

### Prijs doorgeschoten door aanbodoverschot

Op voorhand is het lastig te zeggen of we een strenge of milde winter zullen krijgen. Maar de belangrijkste verandering van de trend is te vinden aan de aanbodzijde. Het aanbod is iets beter in te schatten. De TTF-gasbenchmark is een Nederlandse benchmark, maar tevens een benchmark die steeds meer volume aantrekt en daarmee de grootste benchmark van Europa is geworden. Men zou daarom mogen verwachten dat ontwikkelingen in de Nederlandse gasmarkt een groot prijseffect zou kunnen hebben. En dat was ook het geval. Met name de aankondiging van de lagere gasproductie uit Groningen heeft geleid tot een prijsstijging. Dit effect was echter tijdelijk, en de effecten van de Nederlandse gasmarkten lijken steeds minder gevolgen voor de TTF-gasprijs te hebben. Eén van de redenen hiervan is het feit dat de gas-importcapaciteit steeds meer garanties biedt voor de aanvoer van gas richting Europa.

Wat betekent dit voor de prijsverwachting? Op korte termijn hebben we dus te maken met ruime voorraden en voldoende importcapaciteit (zowel via pijpleiding als per LNG-tanker). De lagere productie van gas in Nederland wordt dus door de hogere import opgevangen. Daarnaast is door de milde winter de vraag naar gas relatief laag. Wel denken wij dat de prijs van het actieve maandcontract iets te ver neerwaarts is doorgeschoten. Als we hieronder naar de Forward Curve (huidige prijs voor toekomstige leveringen) kijken dan zien we dat de markten een gelijke verwachting hebben. Door een steile *contango* curve (lage prijs voor levering op korte termijn, hogere prijs voor latere leveringen) lijkt het huidige overaanbod vooral een drukkend effect te hebben op de korte termijn.

### TTF Gasprijs Forward Curve



Bron: Bloomberg

### International gasstromen houden het aanbod voorlopig ruim

Voor de jaarcontracten en de maandcontracten voor de tweede helft van dit jaar en verder liggen de prijzen tussen EUR 15-19/MWh. Als gevolg van het ruime aanbod en de invoermogelijkheden zou dit inderdaad de bovenkant van de te verwachten prijsrange aan kunnen geven voor 2020 en 2021. Zeker nu het "gasdoorvoer"-contract tussen Rusland en Oekraïne voor vijf jaar is verlengd, Turkstream – de gaspijpleiding van Rusland, via Turkije naar Oost-Europa – is geopend, en Nordstream 2 ondanks sancties uit de VS – en dus met enige vertraging – alsnog eind 2020 of begin 2021 beschikbaar komt. Een klein voorbehoud moeten we maken voor de LNG-stromen die vanuit de VS richting Europa komen. Als gevolg van het handelsakkoord, waarin ook Chinese gas- en olie-inkopen ter waarde van USD 50 miljard vermeld staan, zou het aanbod van LNG in Europa iets minder groot kunnen blijken dan aanvankelijk gedacht omdat

deze stromen naar China kunnen gaan. Echter, de Chinezen zullen niet meer betalen dan nodig en de prijs van andere LNG-leveranciers zijn concurrerend.

### Na 2021 gaat de vraagzijde een belangrijkere rol spelen

Voor de jaren na 2021 is naast het aanbod, ook de vraagzijde nog weer interessanter om te bekijken. De vraag naar gas vanuit Europa zal verder toenemen nu, als gevolg van klimaatbeleid, kern- en kolencentrales worden gesloten en niet 1-op-1 kunnen worden vervangen door zon- en windenergie. Gasgestookte centrales zullen daarom de benodigde back-up capaciteit opwekken op momenten dat zon- en windcapaciteit niet toereikend is voor elektriciteitsopwekking. Ook zal de vraag naar gas voor verwarming de komende niet snel veranderen, laat staan afnemen. Een belangrijke laatste factor is de vraag naar gas vanuit Azië. Met name de vraag vanuit China en Japan zijn factoren die ertoe kunnen leiden dat LNG-schepen die momenteel richting Europa varen, doorgeleid worden naar Azië op het moment dat de vraag naar gas daar toeneemt en de prijs er daarom hoger ligt dan in Europa. Het opwaartse prijspotentieel neemt vanuit de vraagzijde vanaf 2022 weer toe. Extra LNG-conversie en transportcapaciteit daarentegen zal dan ook weer toenemen en dat zorgt weer voor een beperking van het opwaarts prijspotentieel.

### Verwachting TTF gasprijs (alweer) neerwaarts bijgesteld

Al met al hebben we onze TTF-gasprijsverwachtingen opnieuw neerwaarts bijgesteld na dat al eerder in augustus te hebben gedaan. Onze mening is dat de TTF-gasprijs nog langer laag zal blijven. Dit vertaalt zich in een lager-dan-consensus-visie. Hieronder staan onze nieuwe en oude (augustus) prijsverwachtingen.

NatGas (TTF)		in EUR/MWh														
2020						2021				2022						
Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
17	18	20	23	19	21	23	25	19	21	23	25	19	21	23	25	oud
13	13	14	15	15	14	15	17	18	17	18	21	18	17	18	21	nieuw

### De prijs van Henry Hub kent weinig opwaarts potentieel...

Zoals beschreven in onze [Energemonitor](#) over gas in augustus zijn de Amerikaanse gasvoorraden ook ruim. Daarnaast neemt de gasproductie in de VS steeds verder toe. Dit is niet alleen in de vorm van conventionele- en schaliegasproductie, maar ook als bijproduct bij de oliewinning: het zogenaamde 'associated gas'. Op zich is dat al bewonderenswaardig aangezien zowel bij de gasproductie als bij de olieproductie de booractiviteiten naar nieuwe olie- en gasbronnen sterk is afgenomen in de laatste maanden. Hoewel men dan wellicht zou verwachten dat de aanbodgroei ook zal gaan afremmen is daar nog geen enkel teken van te zien. Voor het eerst sinds 2016 werd de virtuele bodem van USD 2/mmBtu weer eens gebroken.

### Henry Hub gasprijs

USD/mmBtu



Bron: Bloomberg

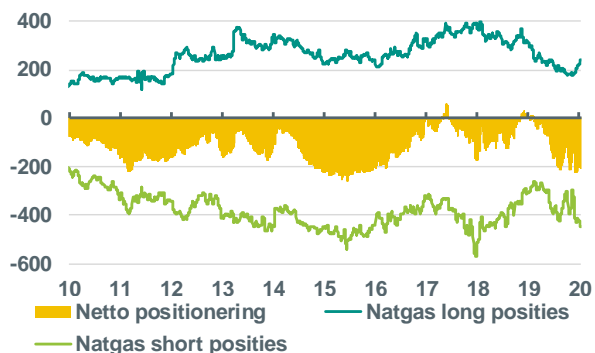
De geschiedenis leert dat Henry Hub gasprijzen onder USD 2/mmBtu niet lang houdbaar zijn. Het prijsniveau ligt onder de gemiddelde productiekosten en menige gasproducent zal niet lang tegen een negatief resultaat blijven produceren. Het grootste struikelpunt om de productie nog verder op te voeren is, naast de lage prijs, ook de capaciteitsgrenzen aan de huidige infrastructuur om gas te gebruiken in lokale elektriciteitscentrales en om het naar de kust te vervoeren om het om te zetten naar vloeibaar gas (LNG) en klaar te maken voor export. Een uitbreiding van deze capaciteit biedt kans voor uitbreiding (prijsverlagend), maar ook hogere export (prijsverhogend). Het opwaarts prijspotentieel is echter ook beperkt als gevolg van het ruime aanbod. Wij denken dat de Henry Hub prijs de komende twee jaar niet structureel boven de prijs van USD 2,75/mmBtu zal handelen in de wintermaanden en rond de USD 2,25/mmBtu in de zomer.

### ...maar een periode van kou kan de posities – tijdelijk – doen keren

Maar we zitten nog midden in het winterseizoen. De gasvoorraden zullen de komende weken daarom nauwlettend in de gaten gehouden worden. Aangezien de markt nog steeds sterk geïmponeerd is voor verdere prijsdalingen (zie onderstaande grafiek) verwachten wij dat, zodra er een daling van de voorraden genoteerd wordt, er winst op deze speculatieve posities genomen zal worden. Een eerste teken dat de winter echt arriveert in de VS kan leiden tot meer gasverbruik, lagere voorraden en een aanzienlijke prijsspiek. Wij laten ondanks de huidige prijsdruk en een mogelijk snel herstel onze prijsramingen voor Henry Hub natural gas onveranderd.

#### Henry Hub speculatieve posities

x 1000 openstaande contracten



Bron: Bloomberg

### Gas wordt steeds meer een mondiale markt...

De gasmarkt was lange tijd vooral een regionale aangelegenheid. Gaspijpleidingen zijn niet van de ene op de andere dag gebouwd. En als zij eenmaal liggen, hebben zowel de consument als de producent een wederzijds belang in het goed laten functioneren van deze pijpleiding. De geschiedenis van de laatste vijftien jaar leert echter dat ook hier de spanningen oplopen, met name rond het vernieuwen van gastransportcontracten tussen Rusland en Oekraïne. Dat heeft soms geleid tot verstoringen in de doorvoer van gas vanuit Rusland richting Oost-Europa. Na het tekenen van het transitcontract tussen Oekraïne en Rusland is de gaslevering richting Europa voor de komende vijf jaar veiliggesteld.

De vraag naar gas in Europa zal de komende jaren verder toenemen door het sluiten van kolen- en kerncentrales en het dalen van de Europese gasproductie. Om aan deze extra vraag te kunnen voldoen, is er extra importcapaciteit nodig. Deze capaciteit is en wordt gebouwd in de vorm van LNG importterminals en een uitbreiding van de pijpleidingcapaciteit voor gas uit Rusland: Nordstream 2 (pijpleiding van Rusland naar Duitsland) en Turkstream (pijpleiding door Turkije als vervanging van de eerder geplande Southstream via Bulgarije). Beide pijpleidingen zullen naar verwachting nog dit jaar gereed zijn. Ze zijn echter omstreden omdat beide alternatieven kunnen leiden tot minder afhankelijkheid van

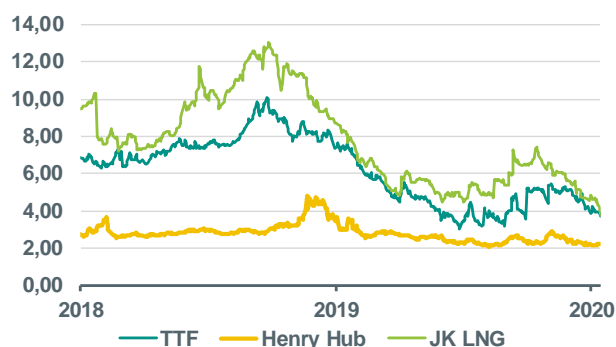
gastransport door Oekraïne, tot nu toe goed voor zo'n 80% van de gasimport richting Europa, en het onze afhankelijkheid van Rusland verder vergroot.

### ... en daarmee gevoeliger voor geopolitiek

Met LNG als alternatief voor pijpleidinggas heeft het aspect geopolitiek nog meer haar intrede gedaan in de gasmarkt. De regionale spelers worden ineens geconfronteerd met spelers en ontwikkelingen op de wereldmarkt. De vraag naar gas vanuit Azië en het aanbod van gas uit de Verenigde Staten zijn ineens factoren die van belang zijn in de prijsvorming van gas in Europa. Op 20 december jongstleden zagen we een nieuwe geopolitieke ontwikkeling in de gasmarkt. President Trump tekende een wet waarin sancties worden opgelegd aan bedrijven die werken aan de aanleg van Nordstream 2. De VS probeert daarmee 'de Europese afhankelijkheid van Russisch gas, en daarmee de invloed van Rusland op Europees beleid te beperken'.

### Gasrijzen komen dicht bij elkaar

USD/mmBtu



Bron: Bloomberg

Wel komt de VS met een alternatief: 'Freedom gas' – oftewel LNG uit de VS. Er is echter een groot verschil tussen gas uit Rusland en gas uit de VS. Het gas uit Rusland kan niet snel richting andere consumenten – zoals China - zolang er geen pijpleidingcapaciteit ligt. LNG uit de VS zal linearecta naar Azië gaan op het moment dat daar de prijs van gas een fractie hoger ligt dan in Europa. De geopolitieke ontwikkelingen tussen de VS en China zijn daarom niet alleen van belang voor de wereldhandel, maar kan ook gevolgen hebben voor de gasvoorraden in Europa.

### Ramingen olie- en gasrijzen

Eind van de periode		17-jan	mrt-20	jun-20	sep-20	dec-20	mrt-21	jun-21	sep-21	dec-21	mrt-22	jun-22	sep-22
Brent	USD/bbl	64,44	60	55	55	60	60	60	65	65	60	65	65
WTI	USD/bbl	58,23	55	50	50	55	55	55	60	60	55	60	60
Natural Gas (HH)	USD/mmBtu	2,13	2,50	2,25	2,25	2,75	2,50	2,50	2,50	2,75	2,50	2,50	2,50
TTF	EUR/MWh	11,27	13	13	14	15	15	14	15	17	18	17	18

Gemiddelde		2019	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	2020	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	2021	2022
Brent	USD/bbl	64,17	63	58	55	58	58	60	60	63	65	63	65
WTI	USD/bbl	57,00	58	53	53	50	53	55	55	58	60	58	60
Natural Gas (HH)	USD/mmBtu	2,53	2,25	2,50	2,25	2,50	2,40	2,75	2,50	2,50	2,75	2,60	2,60
TTF	EUR/MWh	14,55	12	13	14	15	14	15	15	15	16	15	19

## 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.*

*Alle rechten voorbehouden*