

Energie Monitor april

Olieprijs omlaag, eind 2015 herstel

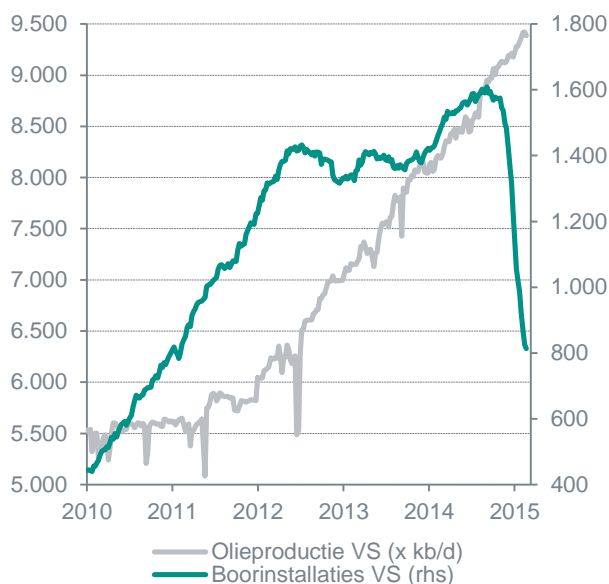
Economisch Bureau
Hans van Cleef

7 april 2015



- Groter aanbod van olie dreigt; kans op daling olieprijsen is daardoor toegenomen
- Effecten van lage olieprijsen op productie van en vraag naar olie worden zichtbaar in tweede helft 2015
- Zoektocht naar nieuw evenwicht gaat gepaard met verhoogde volatiliteit en grote prijsbewegingen

Figuur 1: Aantal boorinstallaties VS gehalveerd, maar olieproductie stijgt door



Bron: Thomson Reuters, ABN AMRO Economisch Bureau

Figuur 2: Olieproductie van Iran en Libië: flink opwaarts potentieel (x 1000 vaten/dag)



Bron: Energy Intelligence

Amerikanen aan zet in aanbod gedreven markt

Momenteel domineren aanbodfactoren de oliemarkt. Het overaanbod van olie zal niet snel minder worden. De OPEC landen, en dan met name Saudi-Arabië, zijn niet van plan de productie drastisch te verminderen. Hiermee zouden zij immers ruimte bieden aan andere, niet-OPEC landen zoals de VS en Canada, waardoor het totale olieaanbod niet zou veranderen. De OPEC zou hiermee dus alleen marktaandeel verliezen zonder de beoogde stijging van de olieprijs te bewerkstelligen. Wij verwachten dus ook niet dat de OPEC haar beleid tijdens de komende vergadering in juni zal wijzigen.

Om de olieprijs vanuit de aanbodzijde te laten stijgen, zal eerst de Amerikaanse olieproductie naar beneden moeten. Hoewel het aantal boorinstallaties inmiddels bijna is gehalveerd, zijn de effecten op de productie nihil. Sterker, deze bleef bijna ongehinderd doorgroeien (Figuur 1). Dankzij de efficiency-slagen bij de olieproductie en de kostenverlagingen als gevolg van de lage olieprijs zijn de effecten hiervan voornamelijk nihil, of in ieder geval nog niet zichtbaar.

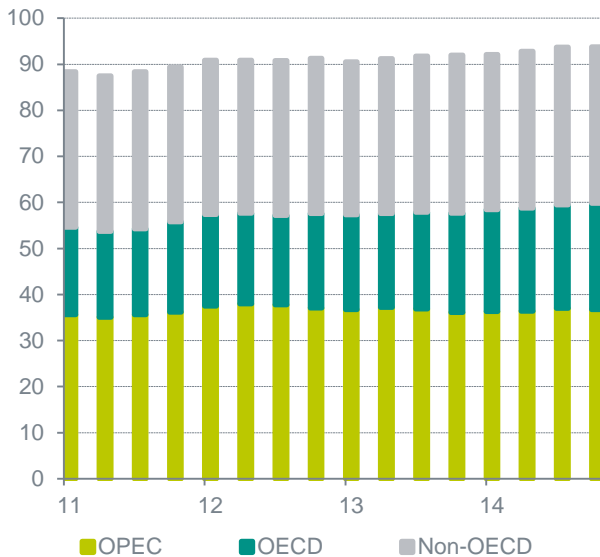
De nucleaire deal met Iran

De onderhandelingen tussen Iran en het westen hebben na lange onderhandelingen geleid tot een raamwerkovereenkomst. De overeenkomst zal de komende drie maanden verder worden uitgewerkt met betrekking tot het afbouwen van de nucleaire activiteiten van Iran. Verder wordt er gekeken hoe snel en in welke mate de sancties tegen Iran kunnen worden teruggedraaid. Dit hangt mede af van de steun die President Obama zal krijgen in de door de Republikeinen gedomineerde senaat. Het raamwerkovereenkomst omvat een schema voor de toegestane verrijking van uranium door Iran, waaronder de capaciteit van centrifuges met ongeveer 2/3^e deel wordt verlaagd. Ook zal de bestaande hoeveelheid Iranese verrijkt uranium sterk worden teruggebracht door verdunning en/of verscheping. Verder staat Iran strenge toezicht door de internationale gemeenschap toe. Alleen na inspecties door het Internationaal Atoom Agentschap zullen de sancties worden versoepeld. Maar indien die sancties inderdaad worden teruggedraaid zou Iran de olieproductie en de olie-export kunnen herstellen en komt er dus mogelijk (nog) meer olie op de markt.

Probleem van overaanbod kan zelfs verder toenemen...

Door de huidige sancties exporteert Iran momenteel ongeveer een miljoen vaten per dag minder dan daarvoor. De verwachting is dat Iran binnen drie maanden na een overeenkomst ongeveer 500k vaten olie per dag extra zou kunnen produceren/exporteren. In de negen maanden daarna kan dit met nog eens 500k vaten per dag worden verhoogd. Het totale marktaandeel van de OPEC zal hiermee stijgen. Vooruitlopend op deze aanbodtoename is neerwaartse druk op de olieprijs als gevolg van

Figuur 3: Stijging olieproductie vooral door OECD-landen (x miljoen vaten/dag)



Bron: IEA, ABN AMRO Economisch Bureau

Figuur 4: Kaart van Jemen en omgeving



Bron: www.globaleye.org.uk

speculatie sterk toegenomen.

De andere factor die het overaanbod kan doen vergroten is de veranderende situatie in Libië. Volgens officiële overheidsbronnen zal Libië op korte termijn de twee grootste oliehavens, Ras Lanuf en Es Sider, opnieuw openen nu de rivaliserende overheid zich uit de regio heeft teruggetrokken. De twee havens kunnen samen zo'n 600k vaten olie per dag verwerken. Indien de havens inderdaad opengaan, kan de olie-export vanuit Libië de komende maanden dus weer wat opgevoerd worden. Feit is dat de situatie heel fragiel is en daarmee het olieaanbod uit Libië erg onbetrouwbaar. Dit lijkt ook de voornaamste reden waarom Saudi-Arabië de olieproductie de afgelopen maanden zelfs iets heeft opgevoerd als zekerstelling voor het sterk schommelende aanbod vanuit Libië.

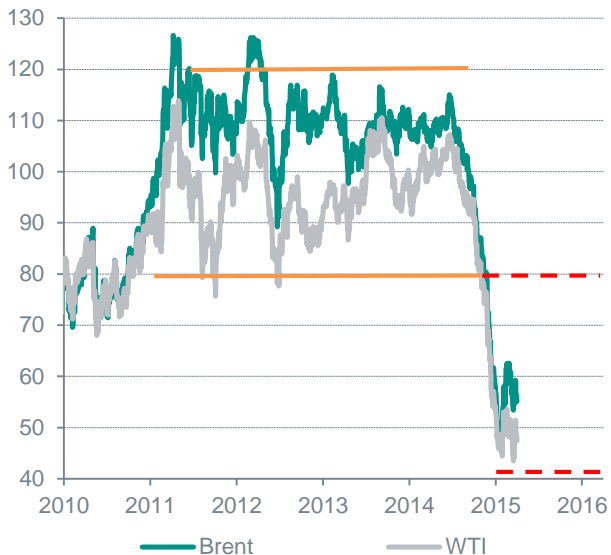
Tot slot zou er extra olie op de markt kunnen komen indien de fysieke opslag van voorraden helemaal vol komen te zitten. Als gevolg van de *contango* (spotprijzen goedkoper dan toekomstige prijzen) in de *forward curve* (opeenvolgende serie toekomstige olieprijsen), is er een duidelijke toename van speculatieve fysieke posities. Met andere woorden, speculanten kopen olie, slaan het ergens op, en hopen dit op termijn tegen een gunstigere prijs te verkopen. Maar op het moment dat de opslagmogelijkheden vol zijn, en de extra olie dus geen kant op kan, geeft dit mogelijk extra druk op de olieprijs. Dit geldt overigens ook zodra de structuur van de forward curve veranderd in de richting van *backwardation* (spotprijs hoger dan termijnprijzen). Dit zou een verkoopgolf kunnen veroorzaken van deze speculatief opgeslagen olievoorraad.

Het Amerikaanse dilemma

De OPEC zal de olieproductie dus niet verminderen. Met de terugkeer van Iran en Libië kan het zelfs toenemen. Daardoor zal een productieverlaging moeten worden doorgevoerd bij niet-OPEC landen, de VS voorop (figuur 3). De VS zitten hiermee in een lastig parket. Aan de ene kant is de deal met Iran cruciaal om te voorkomen dat Iran een nucleair wapen zou kunnen ontwikkelen. Dit zou immers een wapenwedloop in het Midden-Oosten kunnen veroorzaken. En dat is het laatste wat men wil in deze, voor de energievoorziening, cruciale regio. Maar aan de andere kant zal de deal met Iran kunnen leiden tot:

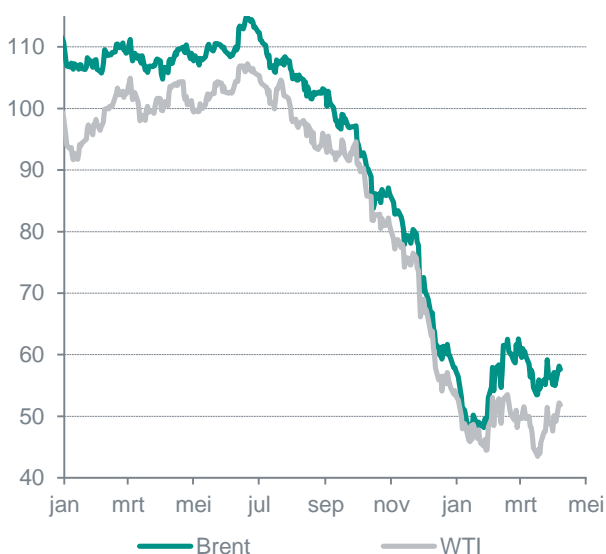
- 1) Het terugschroeven van sancties tegen Iran. Dat kan leiden tot op termijn veel meer olie op de markt, met een lagere olieprijs als gevolg.
- 2) Toenemende discussie met Israël en Saudi-Arabië. Deze landen zijn immers tegen deze deal en zijn sowieso niet blij met de veranderende houding van de VS tegenover het bewind in Iran en Syrië.
- 3) Meer onrust in de Amerikaanse senaat. De republikeinen hebben al aangegeven zo'n deal met Iran niet te steunen. Tevens wijzen zij erop dat President Obama aan zijn laatste termijn bezig is. Een deal kan onder een volgende Republikeinse president daarom ongedaan worden gemaakt. Dit zet grote vraagtekens bij de toekomstige waarde van een voorlopige deal.
- 4) Een nog grotere druk op de niet-OPEC landen, de VS voorop, om de olieproductie te verlagen om de vraag-aanbodverhouding in de markt terug te brengen en daarmee de olieprijs te ondersteunen. Dit zou kunnen gebeuren in een

Figuur 5: Olieprijs in een nieuwe bandbreedte (x USD/vat)



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, Thomson Reuters

Figuur 6: Ontwikkeling olieprijs vanaf 1 januari 2014 (x USD/vat)



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, Thomson Reuters

gecoördineerde actie, samen met andere grote olieproducenten. Het initiatief hiertoe is door de OPEC duidelijk op het bordje van de niet-OPEC landen (lees VS) gelegd.

Maar nieuwe spanningen zorgen voor opwaarts risico

Vanaf eind maart voert een coalitie van Arabische landen, onder aanvoering van Saudi-Arabië, luchtaanvallen uit op de Houthis-rebellen in Jemen. De rebellen hebben de laatste tijd een groot gebied veroverd. Eerder dit jaar hebben zij een staatsgreep gepleegd en President Hadi afgezet. Hij beschouwt zich echter als het enige wettige staatshoofd en ziet zich nu gesteund door een tiental omringende landen, waaronder Koeweit, Qatar, de Verenigde Arabische Emiraten en Egypte.

De nieuwe geopolitieke spanningen rondom de aanval op rebellen in Jemen vormt een nieuw geopolitiek risico voor de olieproductie, en dus olieprijs. In de eerste plaats ligt Jemen langs de belangrijke vaarroute van olie die vanuit het Midden-Oosten, door het Suezkanaal, wordt geëxporteerd richting Europa. Daarnaast neemt door deze onrust het risico op een *proxoorlog* toe. Immers, de sjiiitische Houthis worden gesteund door Iran, de grote aartsrivaal van Saudi-Arabië. Het opwaarts risico voor olieprijsen komt dan ook niet van het mogelijk raken van de olieproductie in Jemen, deze is marginaal. Het probleem is dat twee van de belangrijkste olieproducenten van de OPEC lijnrecht tegenover elkaar staan. Het daardoor verhoogde risico op een escalatie maakt de markt nerveus. De kans op zo'n escalatie achten wij niet erg groot, en de olieproductie van zowel Saudi-Arabië en Iran zullen naar waarschijnlijkheid hier dus ook geen hinder van ondervinden.

Waarom ook al weer lagere olieprijsen?

Gedurende de afgelopen jaren heeft de olieprijs binnen een stabiele maar ruime bandbreedte van USD 80-120/vat gezeten. Tijdens de enorme daling van de olieprijs in het laatste kwartaal van 2014 werd de onderkant van deze bandbreedte gebroken en daalde de Brent olieprijs zelfs tot een dieptepunt van ongeveer USD 45/vat. Deze daling kwam vooral door een samenloop van omstandigheden: overaanbod van olie, de sterkere dollar en een tegenvallende vraag naar olie.

Wat daarop volgde was een snel herstel dat de olieprijs terugbracht richting USD 60/vat. Dit herstel kwam vooral door verwachtingen en aannames. De verwachting was dat door de lage olieprijs de economie een extra stimulans zou krijgen en daardoor de vraag naar olie zou toenemen. En de aanname was dat door de lage olieprijs de olieproductie zou afnemen doordat dure olieprojecten niet meer rendabel zijn. De effecten op zowel de vraag als het aanbod van olie blijven echter vooralsnog uit. Naar onze mening zullen deze effecten wel degelijk optreden, maar met een grotere vertraging. Als gevolg hiervan bleef de prijs van Brent olie steken rond USD 60/vat. Het herstel van WTI was zelfs veel minder sterk omdat de aanhoudende stijging van de Amerikaanse olieproductie en de erg hoge voorraden druk op de prijs bleven uitvoeren.

Herstel olieprijs pas in tweede helft van het jaar

De kans op prijsdalingen is toegenomen omdat er mogelijk extra olie op de markt komt. Daarom sluiten wij niet uit dat de olieprijs gedurende de komende twee of drie maanden opnieuw flink onder druk kan komen en daarmee de dieptepunten uit januari gaan testen (Brent USD 45/vat, WTI USD 42/vat).

Tabel 1: Olie- en gasprijsprognose ABN AMRO (olieprijzen in USD/vat, gasprijzen in USD/mmBtu)

Prijs	Q1 2015	Q2 2015	Q4 2015	2015*	2016*
Brent	50	55	65	60	75
WTI	45	50	60	55	70
NG **	3,25	3,50	4,00	3,75	4.00
TTF***	20	17	20	19	18

Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

* jaargemiddelde ** Natural Gas Henry Hub *** Title Transfer Facility

De stijgende vraag naar olie als gevolg van economische groei zal pas in de loop van de tweede helft van het jaar zichtbaar worden. Ook de negatieve gevolgen voor de olieproductie zullen naar verwachting pas zichtbaar worden in de tweede helft van het jaar. Dan gaan de gevolgen van de lage investeringen doorwerken in de totale (Niet-OPEC gerelateerde) productieniveaus. Daarom verwachten wij dat de olieprijs later in het jaar zal aantrekken. Onze eindejaarverwachting voor Brent olie is USD 65/vat en voor WTI USD 60/vat. Als gevolg van de lagere prijzen in de eerste helft van het jaar en het verwachte herstel later dit jaar verwachten wij dat de gemiddelde olieprijzen voor 2015 zullen uitkomen op USD 60/vat voor Brent en USD 55/vat voor WTI (zie tabel 1).

Neerwaartse risico's blijven aanwezig omdat er structureel niet veel is veranderd. De vraag stijgt maar matig en het aanbod van olie is zeer ruim. Dit zorgt voor neerwaartse druk. Daarnaast helpt de aanhoudend sterker wordende US dollar niet mee. Een sterkere dollar is doorgaans negatief voor grondstofprijzen (die in dollars worden verhandeld), en dat geldt dus ook voor olie. Prijsopdrijvende effecten worden momenteel vooral bepaald door geopolitieke spanningen. Dit beeld past binnen onze verwachtingen zoals aangegeven in tabel 1.

Al met al zijn wij ervan overtuigd dat het tijdperk met een olieprijs tussen de USD 80-120/vat achter ons ligt. Momenteel bevinden we ons in een periode waarin een olieprijs tussen USD 40-80/vat waarschijnlijker is (figuur 5). Deze nieuwe bandbreedte kan zo maar enkele jaren aanhouden voordat de prijs de bovenkant zal doorbreken. Volgens ons zou de huidige ideale olieprijs ergens rond USD 80/vat moeten liggen. Dit is een niveau waar zowel consumenten als producenten zich comfortabel bij lijken te voelen. De zoektocht naar evenwicht rond USD 80/vat kan echter een lange tijd duren en zal gepaard gaan met grote beweeglijkheid.

Economisch Bureau | Commodity Research

Hans van Cleef

Senior Sector Econoom Energie

tel: +31 (0) 20 343 4679

hans.van.cleef@nl.abnamro.com

Group Economics / Economisch Bureau

Commodity Research team

Marijke Zewuster (Hoofd)

tel: +31 20 383 0518

marijke.zewuster@nl.abnamro.com

Hans van Cleef (Energie)

tel: +31 20 343 4679

hans.van.cleef@nl.abnamro.com

Casper Burgering (Ferro-/Basismetalen)

tel: +31 20 383 2693

casper.burgering@nl.abnamro.com

Georgette Boele (Edelmetalen)

tel: +31 20 629 7789

georgette.boele@nl.abnamro.com

Frank Rijkers (Granen, Agri)

tel: +31 20 628 6437

frank.rijkers@nl.abnamro.com

© Copyright 2015 ABN AMRO Bank N.V. and affiliated companies ("ABN AMRO").

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