

Energie Monitor mei

Lagere gasprijs VS

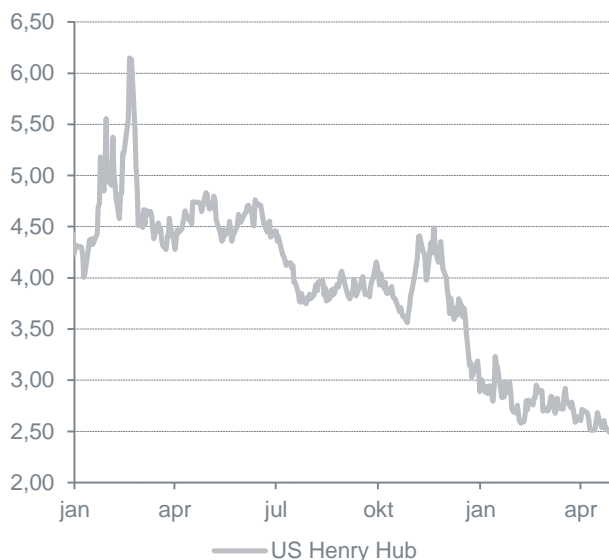
Economisch Bureau
Hans van Cleef

30 april 2015



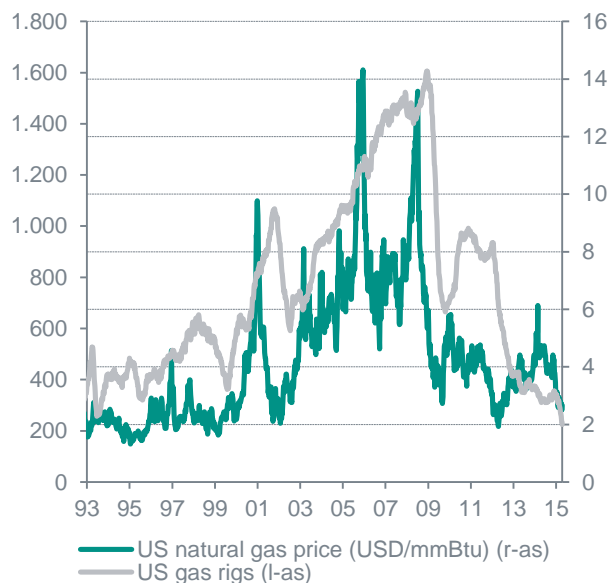
- **Prijsverwachting Henry Hub gas naar beneden bijgesteld als gevolg van hoge voorraden en matige vraag**
- **Productie Nederland beperkt, maar vooralsnog geen effect op de huidige productieplafonds**
- **TTF gasprijzen komende maanden omlaag, maar politieke onzekerheid zorgt voor opwaartse prijsrisico's**

Figuur 1: Prijs US Henry Hub aardgas flink omlaag (USD/mmBtu)



Bron: Thomson Reuters, ABN AMRO Economisch Bureau

Figuur 2: Gasprijs Henry Hub (USD/mmBtu) versus US gas boorinstallaties, even geen correlatie



Bron: Thomson Reuters, Baker Hughes

Henry Hub gasprijsverwachting naar beneden bijgesteld

Als gevolg van de milde winter en de record-voorraden aardgas (Henry Hub) in de Verenigde Staten is de prijs van gas gedaald tot rond de USD 2,50/mmBtu. Voor de tijd van het jaar is dit bijzonder laag. Zoals te zien in figuur 1 was de Amerikaanse gasprijs precies een jaar geleden zo'n 45% hoger. En vanuit een historisch perspectief was dat al laag. Toch komt zo'n lage prijs vaker voor sinds de schalietechnologie de productie in de VS een enorme stimulans heeft gegeven.

In 2012 daalde de prijs van Henry Hub onder USD 2/mmBtu, Dit was ook het gevolg van een combinatie van matige vraag en een groot aanbod. Gevolg van deze enorme prijsdaling was een grote afname van het aantal *rigs* (boorinstallaties). Een vergelijkbare beweging zien we nu ook bij de boorinstallaties in de Amerikaanse schalieolie. Zoals te zien in figuur 2 volgt normaal gesproken het aantal boorinstallaties hetzelfde patroon als de gasprijzen. Er is dus een hoge correlatie. Na het dieptepunt van de gasprijs in 2012 volgde een verdrievoudiging van de prijs. Door speculatie was de prijs te ver naar beneden doorgeschooten en deze beweging werd gevolgd door een correctie. Deze prijscorrectie werd echter niet gevolgd door een stijging van het aantal boorinstallaties. Sterker, het aantal gasboorinstallaties staat inmiddels op een dieptepunt. Blijkbaar was de gasprijs niet hoog genoeg om nieuwe investeringen in gasboringen te rechtvaardigen. Een andere mogelijkheid is dat het simpelweg niet nodig was omdat de gasproductie toch steeg als bijvangst bij olieproductie. Of dit lage aantal gasboorinstallaties het kritische minimum is, zal moeten blijken. Feit is dat bij gasprijzen die structureel onder de USD 2,50/mmBtu liggen, productie niet rendabel is. De vraag is hoe lang deze trend doorzet. Boorinstallaties bij de oliewinning zijn inmiddels meer dan gehalveerd. Bovendien komen de eerste signalen doordat de olieproductie ook geraakt lijkt te worden door de lage oliepijzen.

Als gevolg van de ruime voorraden, de hoge productie en de matige vraag, hebben we onze prognoses voor de Henry Hub gasprijs naar beneden bijgesteld. De door ons verwachte stijging van de gasprijs is langer uitgebleven als gevolg van de milde weersomstandigheden. Dat leidde tot minder vraag dan verwacht en de tot extra nevenvangst bij de schalie-olieproductie. Daardoor bleef het aanbod groter dan ingeschat. De gemiddelde Henry Hub gasprijs was USD 2,81/mmBtu in het eerste kwartaal van 2015. Voor het tweede kwartaal verwachten we ongeveer hetzelfde niveau. We zien een herstel in de tweede helft van het jaar als gevolg van de afname van (bij-)productie bij de oliewinning. De gemiddelde Henry Hub gasprijs zien we rond de USD 3,00/mmBtu in 2015 en 3,50/mmBtu in 2016 (zie tabel 1).

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

Prijs	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	2015*	2016*
Brent	55	60	65	60	75
WTI	50	55	60	55	70
NG **	2,75	3,00	3,25	3,00	3,50
TTF***	18	18	20	19	18

Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

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

Figuur 3: Gevolgen TTF gasprijs na uitspraak rechter beperkt (x EUR/MWh)



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, Thomson Reuters

Gasproductie Nederland verder onder druk

Afgelopen week heeft de Raad van State in een voorlopige uitspraak de gaswinning rond Loppersum (Groningen) nagenoeg stilgelegd. Het besluit wordt gezien als een voorloper op de behandeling van diverse beroepschriften in de tweede helft van september. Volgens de uitspraak mag er rond Loppersum alleen gas worden geproduceerd als de leveringszekerheid in het geding komt, naast de beperkte winning die nodig is om de clusters open te houden. De rechter achtte het niet noodzakelijk om de gaswinning uit het hele Groningerveld stop te zetten. In een reactie heeft minister Kamp (Economische Zaken) besloten om gehoor te geven aan de uitspraak en de productie rond Loppersum per direct vrijwel helemaal te staken.

De milde winter, en de daarmee matige vraag naar gas in het eerste kwartaal, maakt het goed mogelijk om deze productieverlaging door te voeren zonder het plafond te moeten verlagen. Eerder had minister Kamp al een plafond op de Nederlandse gasproductie voor de eerste helft van 2015 gezet op 16,5 miljard kuub. Rond 1 juli zal de minister het productieniveau voor het hele jaar vaststellen. Voorlopig ligt het plafond voor 2015 nog op een maximum van 39,4 miljard kuub. De uitspraak van de rechter past daarmee binnen het verlaagde plafond voor de eerste helft van het jaar en heeft voornamelijk geen extra dempend effect op de totale gasproductie.

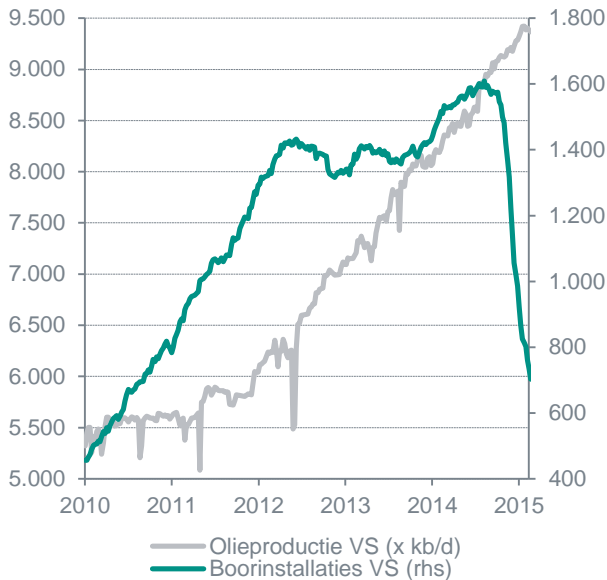
De gevolgen voor de TTF gasprijs bleef beperkt tot wat verhoogde beweeglijkheid, zonder nu direct te resulteren in grote prijsstijgingen. Ook voor de Nederlandse gasmarkt en voor die in de rest van Europa geldt dat de voorraden na de milde winter relatief fors zijn. Daarnaast is de vraag naar gas beperkt door het milde lenteweer. Hoewel er wegens het onderhoudsseizoen wat productie is uitgevallen, wordt dit relatief eenvoudig door extra aanvoer van LNG (Liquified Natural Gas) aangevuld. Dit vergroot de mogelijkheid voor herhaling van het scenario van vorig jaar waarbij de gasprijs in het eerste en tweede kwartaal aanzienlijk onder druk kwam (figuur 3). Dit is de voornaamste reden waarom wij de TTF gasprijs de komende maanden verder zien dalen (tabel 1). Opwaartse prijsrisico's blijven echter aanwezig. Ze hangen vooral samen met de politieke onzekerheid rondom het Nederlandse productieplafond (besluit juli) en de aanhoudend gespannen geopolitieke relatie met de belangrijkste gasleverancier voor Europa: Rusland.

Amerika de nieuwe olie 'swing-producer'?

De rol van niet-OPEC-landen, zoals de VS en Canada, wordt steeds groter en dit leidde tot verlies van marktaandeel van OPEC-landen. Door nu meer te sturen op (toekomstig) marktaandeel heeft Saudi-Arabië besloten voorlopig de rol van *swing producer* te laten voor wat het is. Men laat de markt zelf naar een nieuw balans te laten zoeken. Nu Saudi-Arabië niet meer bereid is haar productie te verlagen om meer (prijs- en volume-) stabiliteit op de oliemarkt te brengen, worden de Verenigde Staten steeds vaker genoemd als de nieuwe *swing producer*. Enkele grote internationale banken, energiebedrijven en zelfs oud-president van de Federal Reserve Alan Greenspan geloven dat de Amerikaanse schalieolie gebruikt zal worden om de markt te stabiliseren. Volgens ons is dit echter een onwaarschijnlijk scenario.

Het kenmerk van een *swing producer* is dat de olieproducent bereid is om de markt te stabiliseren door middel van het aanpassen van haar

Figuur 4: Olieproductie VS versus aantal boorinstallaties (x kb/d)



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, Thomson Reuters

productieniveau. Dit stabiliseren hoeft niet per se enkel en alleen op de olieprijs te slaan, maar kan ook betrekking hebben op een stabiele (mondiale) olieproductie. Saudi-Arabië heeft in dat kader, samen met de Verenigde Emiraten, decennialang de olieproductie 'gestuurd' om op die manier te proberen een stabiele markt te creëren. Om dit te kunnen doen heeft een olieproducent reserves nodig die redelijk snel ingezet kunnen worden indien de vraag onverwacht stijgt (en dus prijsstijgingen veroorzaakt), of het aanbod elders onverwacht wegvalt. Maar mogelijk nog belangrijker is het sturen van de markt in geval van overcapaciteit. Een olieproducent moet dan bereid zijn om beneden de maximale productiecapaciteit te produceren om de markt weer in balans te krijgen.

En dat is nu net wat bij Amerikaanse olieproducenten erg onwaarschijnlijk lijkt. Immers, de uitputting van schalieoliebronnen gaat snel. Binnen twee jaar is zo'n 80% van de olie gewonnen. Dit houdt in dat er veel geïnvesteerd moet blijven worden in het vinden van nieuwe schaliebronnen om de productie, en de groei van de productie, vast te kunnen houden. Olieproductie in de VS gebeurt veelal door relatief kleine bedrijven die zwaar gefinancierd zijn vanwege de benodigde investeringen. Door de lage olieprijs komen veel van deze investeringen onder druk te staan. Dan moet, om aan de aflossingsverplichtingen te kunnen voldoen en om mogelijk nieuwe financiering te krijgen, de productie juist op gang blijven. Een voordeel van de lage olieprijs is wel dat dit soort bedrijven veel kritischer kijken naar hun kostenstructuur en meer in gaan zetten op innovatie. Dit blijkt bijvoorbeeld uit de productie-efficiency per oliebron. Deze is de afgelopen maanden aanzienlijk verhoogd. Gezien de bovengenoemde redenen is het dus onwaarschijnlijk dat de VS, of eigenlijk de relatief kleine olieproductiebedrijven in de VS, onder hun maximale productiecapaciteit gaan produceren om de markt in evenwicht te brengen.

Dat betekent niet dat dit ook in de toekomst uitgesloten is. Stel dat bijvoorbeeld enkele kleinere bedrijven failliet gaan en overgenomen worden door een meer liquide olieproducent. Dan zou het kunnen zijn dat de productie gestaakt wordt en de schalie-oliereserves worden bewaard voor later gebruik, een soort reservecapaciteit. Dan zou zo'n olieproducent dit in theorie kunnen gebruiken voor flexibele productie. Toch blijft de kans erg groot dat, als de productie weer wordt opgestart, deze weer volledig mee gaat draaien ten behoeve van de kasstromen en winsten van het bedrijf in plaats van ingezet worden als flexibele buffer voor de wereldmarkt. Wij gaan er dan ook van uit dat, zodra de markt gestabiliseerd is, de OPEC (lees Saudi-Arabië) haar rol van *swing producer* weet gaat oppakken. Hoewel dit nog enkele jaren kan duren, zal immers de stijgende vraag vanuit opkomende markten in Azië (China, India) vooral moeten worden opgevangen door olieproducerende landen in het Midden-Oosten.

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