

Energie Monitor november

Herstel olieprijs in de pijplijn

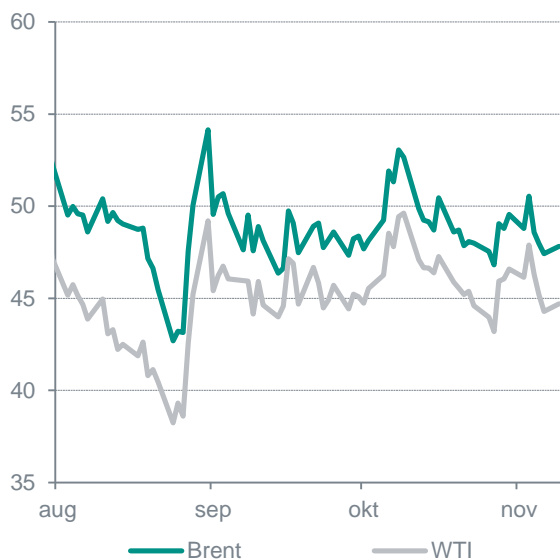
Economisch Bureau
Hans van Cleef

11 november 2015



- Olieprijs zit klem tussen speculatie en hedging
- Afbouw short posities en anticiperen op betere vraag/aanbod balans kan opwaarts effect hebben op olieprijs
- Winterweer zal weinig effect hebben op de gasprijzen

Figuur 1: Olieprijzen zitten in een nauwe bandbreedte (USD/vat)



Bron: Thomson Reuters

Olieprijs beweegt zijwaarts in afwachting van trigger

Sinds begin september beweegt de Brent olieprijs zich in een relatief smalle bandbreedte van ruwweg USD 46-51/vat. Alleen begin oktober leek de olieprijs naar boven uit te breken omdat de markt meer aandacht had voor de productiedaling in de Verenigde Staten en anticeerde op een toenemende mondiale vraag naar olie. Deze opleving van de olieprijs bleek echter tijdelijk toen de aandacht weer verschoof naar het aanhoudende ruime overaanbod van olie.

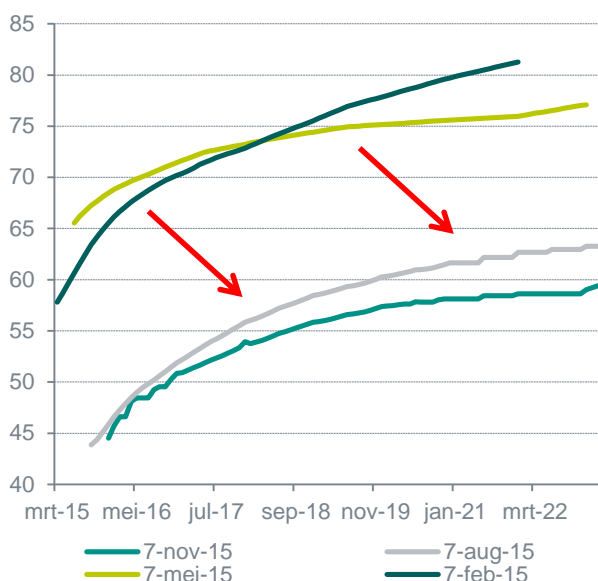
Op dit moment zien we dat iedere prijsdaling wordt aangegrepen door hedgefondsen om hun short posities af te bouwen. Dit lijkt een signaal dat zij de neerwaartse prijsrisico's langzamerhand lager inschatten. Aan de andere kant zien we dat bij prijsstijgingen, vooral Amerikaanse, olieproducenten van het momentum gebruik maken door de olieprijs op termijn (2017 en verder) te *hedgen* (indekken tegen prijsrisico's). Het afgelopen jaar is de *forward curve* (reeks van toekomstige prijzen) van olie aanzienlijk naar beneden gekomen (figuur 2). Bij een prijsstijging beweegt de hele *forward curve* iets omhoog waardoor termijnprijzen verder richting de USD 60/vat komen te liggen. Dit is blijkbaar een niveau waarbij Amerikaanse olieproducenten een dusdanige kasstroom kunnen genereren waarbij productie van olie rendabel is.

Overaanbod houdt de prijs langer laag

De oliemarkt wordt nog steeds gekenmerkt door een enorm overaanbod. Dit heeft er uiteindelijk toe geleid dat olieprijsen meer dan halveerden. Dit is mede het gevolg van de strategie van de OPEC om in te zetten op handhaven, en indien mogelijk zelfs uitbreiden, van marktaandeel. Hoewel het mogelijk langer duurde dan de OPEC in eerste instantie had voorzien zijn de gevolgen van deze strategie inmiddels steeds meer zichtbaar. Niet alleen de olieprijs liet een enorme daling zien, maar ook olieproductie bij niet-OPEC landen staat inmiddels onder serieuze druk. Bij landen die ervoor gekozen hebben om de productie toch op peil te houden, zoals bijvoorbeeld Rusland, zie je de gevolgen terug op een andere manier, namelijk bij de enorme tekorten op de overheidsbestedingen.

De OPEC zal op 4 december haar volgende vergadering houden. Eensgezindheid lijkt ver te zoeken, nu kleinere OPEC-landen pleiten voor productieverlaging om daarmee de olieprijs op een hoger niveau te brengen. De kans dat Saudi-Arabië en haar medestanders – en daarmee dus de OPEC – van strategie gaat wijzigen is echter minimaal. Ook de rol van OPEC-lid Iran is belangrijk om te volgen. Als de sancties vanuit Europa en de VS richting Iran langzaam in 2016 worden afgebouwd zal Iran haar (pre-sancties) marktaandeel weer opeisen. De andere OPEC-landen – en zeker Saudi-Arabië – zullen niet geneigd zijn om hun marktaandeel af te bouwen ten gunste van Iran. Dit lijkt de

Figuur 2: Forward curve staat onder druk (USD/vat)



Bron: Thomson Reuters

Tabel 1: Olie- en gasprijsprognose ABN AMRO (olieprijzen in USD/vat, HH in USD/mmBtu, TTF in EUR/MWh)

Prijs	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016	2015*	2016*
Brent	60	60	60	60	65
WTI	55	55	55	55	60
HH **	2,75	2,75	3,00	2,75	3,00
TTF ***	19	21	18	20	18

Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

* Jaargemiddelde ** Henry Hub *** Title Transfer Facility

situatie van overaanbod langer in stand te houden. In hoeverre dit ook daadwerkelijk gebeurd hangt echter af van de ontwikkeling van de totale mondiale productie, en dus niet alleen van de OPEC.

Verwachte “normalisering” balans vraag en aanbod...

Toch zal uiteindelijk het overaanbod normaliseren. Aan de ene kant zal de aanhoudende mondiale economische groei leiden tot meer vraag naar olie. Ook de lagere olieprijs zal hier aan bijdragen. Vanwege toenemende efficiency zal de vraag in Europa en de VS niet snel stijgen, of mogelijk zelfs iets dalen. De groei zal dan ook vooral komen uit opkomende landen uit Azië (China, India). De verwachting is dat bijvoorbeeld alleen al de transportsector een enorme verdere groei zal doormaken als het welvaartsniveau in die landen verder wordt verhoogd. De vraag naar geraffineerde olieproducten, zoals bijvoorbeeld diesel, zal daarmee aanzienlijk toenemen.

Deze normalisering van het overaanbod zal echter ook geholpen worden door de aanbodzijde zelf. Als gezegd staat de olieproductie bij sommige niet-OPEC producenten onder druk. Ook in de VS, zien we de olieproductie de afgelopen maanden dalen. Daarmee is de stijgende trend van de afgelopen vier jaar doorbroken. Naar onze mening is het productieniveau in de VS cruciaal. Dat was immers de ‘zwarte zwaan’ die door schalieolie en –gas de hele mondiale energiemarkt op zijn kop heeft gezet. Een verdere daling van het Amerikaanse olieproductiepeil kan de ‘normalisering’ van de vraag/aanbod verhouding bespoedigen.

Nu de olieprijs langer laag lijkt te blijven moeten olieproducenten werken aan a) productie-efficiency, b) kostprijs, c) financiering. Productie-efficiency neemt toe nu de processen kritisch onder de loep worden genomen en, door verbeterde technieken, meer olie uit één bron kan worden gepompt. De kostprijs kan worden verlaagd door te heronderhandelen met toeleveranciers over contractprijzen, en met bijvoorbeeld overheden inzake de hoeveelheid belasting die moet worden afgedragen. Tot slot is de financiering van nieuwe projecten een stuk lastiger geworden nu de winstgevendheid onder druk staat. De vraag is dan ook in hoeverre een producent in staat is om het productieniveau op peil te houden. Olieproducenten met grote financiële reserves kunnen hier hun slag slaan op het moment dat kleinere producenten, met minder liquide middelen onder druk komen te staan.

...zal leiden tot een hogere olieprijs

Het overaanbod hoeft niet volledig weg te zijn om al te leiden tot een herstel van de olieprijs. Immers, als de markt anticipeert op een aantrekkende vraag naar olie, en de productiegroei ziet stabiliseren of zelfs dalen, zal de olieprijs uiteindelijk omhoog gaan. Deels wordt dit momenteel getemperd door de sterke dollar. Maar het grootste deel van de verwachte stijging van de dollar ligt inmiddels achter ons. Het beperkende effect van een sterkere dollar zal daardoor afnemen.

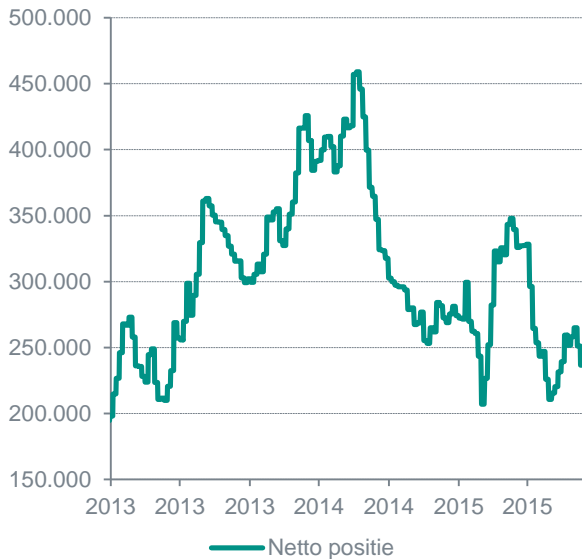
Tot de introductie van beleggingsinstrumenten voor de kleinere belegger was de netto-positie van speculatieve posities voor olie gemiddeld nul. Oftewel, er waren ongeveer net zoveel uitstaande short- als long-posities. Nadat de grondstoffenmarkt ook toegankelijk werd voor de kleinere belegger werd de netto positie steeds verder opgerekt richting long. Na de sterke daling van de olieprijs van het afgelopen jaar is de netto positie flink gedaald. Het aantal long-posities nam af, het aantal short-posities nam toe (figuur 4). Nu de olieprijs zich al twee maanden in

Figuur 3: Olieproductie VS begint te dalen (x 1000 vaten per dag)



Bron: Thomson Reuters

Figuur 4: Ruimte voor meer long- en minder short-posities (x aantal contracten)



Bron: Bloomberg

een relatief nauwe bandbreedte begeeft zien we dat het aantal long-posities langzaam weer begint op te bouwen. Met andere woorden, het aantal beleggers/investeerdere dat denkt dat de bodem in de markt is bereikt neemt toe. Toch ligt het aantal short-posities nog op een excessief hoog niveau. Als deze short-posities worden afgebouwd, doordat beleggers inzien dat het overaanbod de prijs niet verder zal drukken, zou dit een aanzienlijk positief effect kunnen hebben op de olieprijs.

Ook geopolitieke spanningen blijven een rol spelen bij de bepaling van de olieprijs. Nu zijn spanningen in het Midden-Oosten eerder regel dan uitzondering. Toch zijn hier ook veranderingen waarneembaar. Met name de rol van Saudi-Arabië verschuift. De actieve deelname in het conflict in Jemen, de houding ten opzichte van de VS na het tot stand komen van de nucleaire deal met Iran, de houding ten aanzien van het beleid van de OPEC, de transitie van beleid naar de volgende generatie bewindvoerders, en de toenemende lokale sociale onrusten leiden tot onzekerheid. Onzekerheid ten aanzien van één van 's werelds grootste olieproducenten kan leiden tot onrust en daarmee leiden tot een hogere olieprijs.

Seizoensvraag naar gas zal prijzen weinig deren

Gasprijen zullen deze winter naar verwachting minder stijgen om een aantal redenen:

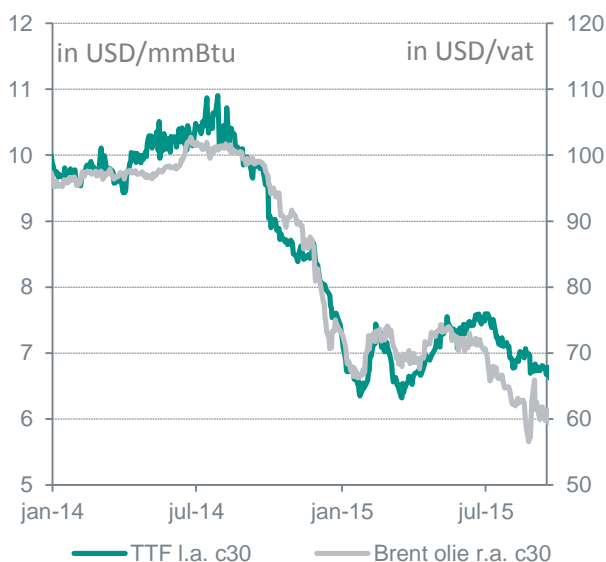
Vanuit aanbodzijde:

Voorraden van gas in Europa zijn begin november op een vergelijkbaar hoog niveau als in november 2014. Deze ruime voorraden, in combinatie met mogelijk zwakke vraag (zie volgende paragraaf), zorgt voor extra druk op de gasprijs. Ook het akkoord tussen Oekraïne en Rusland met betrekking tot de gasleveringen aan Oekraïne geeft rust in de markt. Waar geopolitieke spanningen en onzekerheid met betrekking van gasleveringen vanuit Rusland aan Europa de afgelopen winters leidden tot geopolitieke spanningen en onzekerheid, lijken deze prijsopdrijvende factoren dit jaar niet mee te spelen. Tot slot anticipeert de markt op een toename van het *Liquefied Natural Gas* (LNG) aanbod. Na jaren van productie zal er de komende periode een aanzienlijke toename zijn van het aanbod van LNG. Nu daarnaast de vraag naar LNG vanuit Azië onder druk is gekomen is de prijs van LNG meer en meer concurrerend met gas uit Europa en Rusland. Dit zorgt ook voor druk op de gasprijs.

Vanuit de vraagzijde:

Er is steeds minder vraag naar gas voor het opwekken van elektriciteit als gevolg van toenemende efficiency en groter aanbod alternatieve energie. Of de komende winter minder streng wordt dan gemiddeld (zoals we de afgelopen twee jaar hebben gezien) is de vraag. De krachtige El-Niño heeft in Europa weinig invloed op het verloop van het winterweer, maar de geschiedenis leert dat in andere delen van de wereld de winter mogelijk zachter kan zijn dan normaal (bijvoorbeeld in de VS) als gevolg van een krachtige El-Niño. Dit kan leiden tot druk op internationale gasprijen zoals Henry Hub en LNG. Vooral een lage LNG prijs zal op termijn een mogelijk overloopeffect kunnen hebben op gasprijen in Europa (TTF/NBP) als het meer en meer wordt gezien als alternatief voor gas uit Europa/Rusland.

Figuur 5: Termijnprijs gas nog steeds gekoppeld met olieprijs (in USD/mmBtu en USD/bbl)



Bron: Thomson Reuters

Link met olieprijs:

Hoewel spotprijzen van gas meer gedreven worden door de waan van de dag (weer, geopolitiek) zijn de termijnprijzen van gas nog steeds sterk gekoppeld aan de prijs van olie (figuur 5). Met de huidige lage olieprijs (zeker in vergelijking met de olieprijs van de afgelopen vier jaar) is de druk op de gasprijs ook toegenomen. Momenteel zijn, door het grote overaanbod, grote sterke stijgingen van de olieprijs op korte termijn niet te verwachten. Desalniettemin kan de markt alvast gaan anticiperen op een betere balans tussen vraag en aanbod (iets minder aanbod, iets meer vraag) zodra de eerste signalen hiervan zichtbaar worden (zie vorig hoofdstuk). Dit kan de olieprijs iets verhogen en daarmee ook weerspiegeld worden in de termijnprijzen van gas. Toch denken wij dat het gemiddelde niveau van rond de USD 100/bbl wat we de afgelopen jaren hebben gezien, bij lange na niet zal worden gehaald.

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 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