

Energiemonitor februari

Speculatie op stijging olieprijs gaat afnemen

Economisch Bureau
Hans van Cleef

10 februari 2017



- Olieprijs al twee maanden stabiel door tweestrijd olieproductie OPEC en VS
- Neerwaartse aanpassing Brent-olieprijsraming voor H1 2017
- Gematigde stijging van de olieprijs blijft in beeld voor de langere termijn

Figuur 1: olieprijs zit gevangen in smalle bandbreedte (x USD/bbl)



Bron: Bloomberg

Gevangen tussen vraag en aanbod

De Brent-olieprijs beweegt zich inmiddels ruim twee maanden binnen een relatief smalle bandbreedte van ongeveer USD 53-58/bbl. Het feit dat de doorgaans beweeglijke olieprijs al twee maanden nauwelijks van zijn plaats komt, is het gevolg van een spannende tweestrijd in de markt. De bodem wordt gelegd door de productieverlaging van OPEC- en enkele niet-OPEC-olieproducenten (waaronder Rusland) die sinds januari van kracht is. Hierdoor is de verwachting gewekt dat de verhouding tussen vraag en aanbod op de oliemarkt steeds meer in balans komt, wat een hogere olieprijs zou rechtvaardigen. Aan de andere kant wordt er een plafond gecreëerd als gevolg van de toename van de Amerikaanse (schalie-) olieproductie. Een hogere olieprijs maakt het economisch aantrekkelijk voor veel van deze producenten om de productie weer op te voeren. Tegelijkertijd zorgt deze hogere olieproductie dus voor een rem op een verdere prijsstijging.

OPEC-producenten willen de markt graag laten geloven dat zij zich aan de gemaakte afspraken houden. De markt heeft echter geleerd van het verleden en is daarom van nature erg achterdochtig. Dat maakt dat er reikhalzend wordt uitgekeken naar onafhankelijke partijen die deze productieverlaging kunnen bevestigen of ontkrachten. Eerste signalen van tankerbewegingen en opslagcijfers impliceren dat de productieverlaging voor 60-70% is ingevoerd in januari. S&P Platts suggereerde zelfs dat al ruim 90% van de voorgenomen productieverlaging is doorgevoerd. De maandelijkse olierapporten van IEA, EIA en de OPEC zelf zullen meer inzicht geven. En dan is dat nog steeds pas een eerste signaal. Een verdere bevestiging zal moeten blijken uit de februari en maart productiecijfers. Ook over niet-OPEC producenten is er onzekerheid of zij zich aan de gemaakte afspraken zullen houden.

Maar ongeacht of de 'compliance' nu op 70% of al op 90% staat, laat de OPEC deze keer echt zien dat het haar intentie is om de doelstelling te halen. De OPEC heeft de productiebeperking al maanden voor de officiële bekendmaking aangekondigd waardoor de markt daarop heeft kunnen anticiperen. Ondanks enige achterdocht lijkt de beloofde productieverlaging dan ook al helemaal te zijn ingeprijsd. De olieprijs is niet voor niets in 2016 verdubbeld van USD 27/bbl in januari naar USD 55/bbl. Toch heeft de (start van de) daadwerkelijke uitvoering in januari niet geleid tot een verdere prijsstijging. En precies daarin schuilt nu ook een groot risico.

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

Prijs	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	2017*	2018*
Brent	50	50	55	54	63
WTI	45	50	55	53	60
HH **	3,00	2,75	2,60	2,80	3,30
TTF ***	17,00	16,00	15,00	16,25	18,00

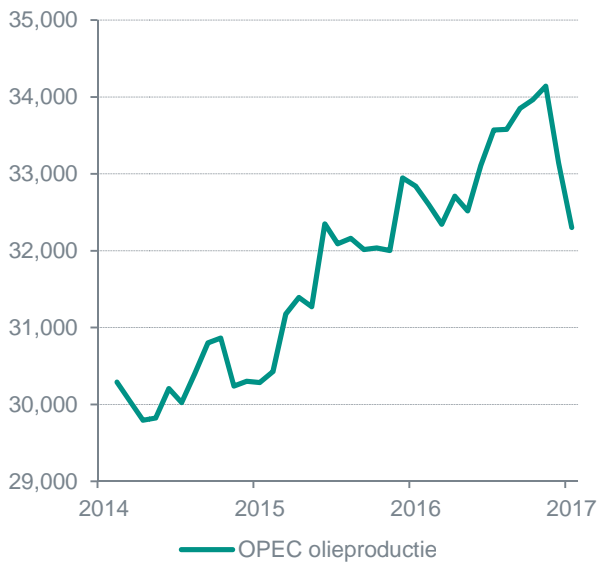
Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

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

Aanpassing Brent-prognose, maar lange-termijn scenario is onveranderd

Wij passen onze ramingen voor de Brent olieprijs voor de eerste helft van het jaar naar beneden aan (van USD 55/vat naar USD 50/vat, in de veronderstelling dat we een tijdelijke daling kunnen zien richting USD

Figuur 2: OPEC olieproductie nam af in januari (productie x kb/d)



Bron: Bloomberg

45/vat). Voor WTI verlagen we het eerste kwartaal naar USD 45/vat, maar lijken de neerwaartse risico's minder groot voor het tweede kwartaal op het moment dat er mogelijk een importheffing in de VS geïmplementeerd zou worden (zie volgende pagina).

Vanuit een technische analyse optiek zou de Brent olieprijs – na het breken van het 200-daags gemiddelde rond USD 50/vat - een verdere correctie mogen laten zien tot ongeveer USD 45/vat om nog steeds in een opgaande trend te handhaven (figuur 1). WTI heeft minder neerwaartse mogelijkheden alvorens in een neergaande trend te raken. Maar dat scenario lijkt minder waarschijnlijk als gevolg van de mogelijke importheffingen.

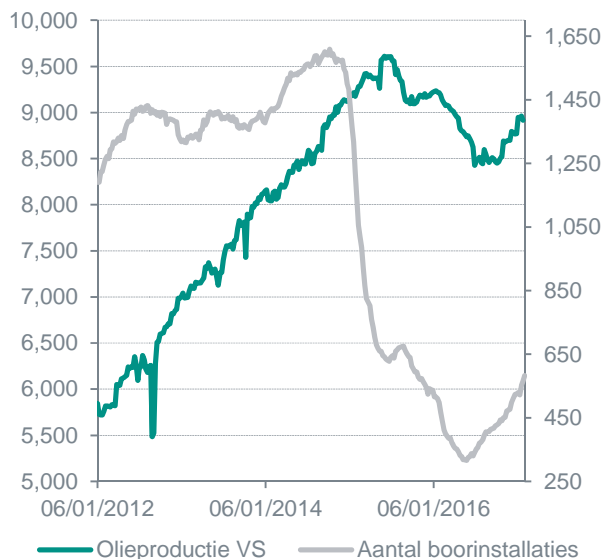
Hoewel op korte termijn de neerwaartse risico's wat zijn toegenomen, houden wij vast aan onze lange-termijnvisie van een gematigd herstel van de olieprijs. De mondiale vraag naar olie zal blijven groeien met 1,0-1,5 mv/d. Het aanbod van de VS zal toenemen, maar het aanbod buiten schalieolie om zal verder onder druk komen als gevolg van het gebrek aan investeringen en de productieverlagingen door OPEC- en sommige niet-OPEC-producenten. Het kan langer duren voordat de olieprijs steun vindt als gevolg van de stroperige hoge voorraden. En als de olieprijs dan stijgt, is het opwaarts potentieel nog steeds beperkt omdat de productie weer een aanzienlijke impuls krijgt als de olieprijs langer op een hoger niveau blijven hangen. Daarom laten wij onze verwachting voor de jaargemiddelden van Brent olie onveranderd op USD 55/vat in 2017 en USD 65/vat in 2018. Voor WTI geldt: USD 55/vat in 2017 en USD 60/vat in 2018.

Neerwaartse risico's op korte termijn flink toegenomen

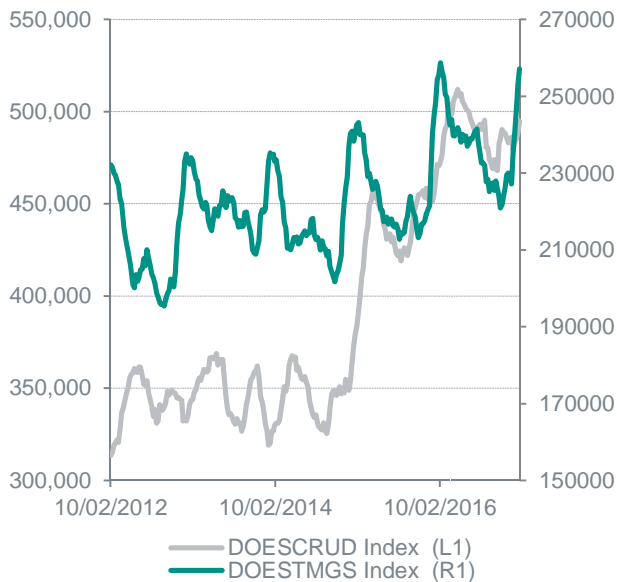
Onze aanpassing van de olieprijsraming voor de eerste helft van het jaar is vooral gebaseerd op de volgende toegenomen onzekerheden:

1. Het akkoord over productieverlaging zou kunnen falen. Hoewel de daadwerkelijke invoering van de OPEC (-1.2 mb/d) /niet-OPEC productieverlaging (- 600 kb/d) nog niet volledig is doorgevoerd, lijkt de markt er deze keer vanuit te gaan dat OPEC daadwerkelijk haar afspraken zal nakomen. Het risico bestaat echter dat de OPEC toch niet helemaal aan de verwachtingen kan voldoen. Dat kan zijn door onverwacht snelle stijging van de productie in Libië en/of Nigeria, maar ook door een bescheidener productieverlaging bij andere producenten. Rusland heeft aangegeven de productie met 300.000 vaten per dag te verlagen. Maar dit is een normaal seizoenspatroon in deze tijd van het jaar. De grote vraag is dus of Rusland deze productieverlaging vast zal houden tegen het einde van het eerste kwartaal.
2. De productie in de VS zou (nog) sneller kunnen stijgen dan verwacht. Momenteel is er al een sterke stijging te zien van het aantal boorinstallaties en daarmee ook de olieproductie in de VS (figuur 4). Zolang de olieprijs ruim boven de USD 50/bbl blijven, zal de groei blijven toenemen. Dat geldt zeker op het moment dat Amerikaanse olieproducenten hun verkoopprijs kunnen hedgen en de *forward curve* termijnrijzen (serie van prijzen met levering in de toekomst) laat zien die richting de USD 60/bbl gaan. Hiermee zou de actie van OPEC om de markt richting evenwicht te drijven

Figuur 3: Aantal boorinstallaties en olieproductie VS (x kb/d) neemt in snel tempo toe



Bron: Bloomberg

Figuur 4: Voorraden VS staan rond recordhoogte

Bron: EIA / Bloomberg

deels teniet gedaan worden.

3. De afvlakking van de *forward curve* laat zien dat het verdampen van het overaanbod aan olie inmiddels grotendeels is ingeprijsd. Dit verhoogt het risico op teleurstelling en/of winstnemingen als de veronderstelde productiedaling is gerealiseerd.
4. Voorraden van olie en geraffineerde producten in de VS staan op recordniveaus (figuur 4). Ondanks de recente actie door de OPEC staan de Amerikaanse voorraden wekelijks in het nieuws omdat de voorraadopbouw daar vooralsnog in rap tempo doorgaat. Dit houdt in dat zelfs bij een productiedaling, er nog ruimschoots voorraden olie, en geraffineerde producten voorhanden zijn om een significante prijsstijging te voorkomen.

Er bestaan echter ook toegenomen risico's die kunnen leiden tot een hogere olieprijs.

1. Er bestaat een risico dat de regering Trump een importbelasting zal invoeren op olie. Het definitieve budget wordt pas in juni gepresenteerd en de discussies zullen vanaf maart gaan plaatsvinden. Een importheffing zou kunnen leiden tot extra steun voor WTI als gevolg van meer vraag naar lokale olie en neerwaartse druk op de prijs van Brent omdat het gebruik hiervan door Amerikanen duurder wordt.
2. Toegenomen spanningen tussen de VS en Iran kunnen mogelijk leiden tot het opnieuw invoeren van sancties tegen Iran. Of dit daadwerkelijk de olieprijs zal verhogen, hangt af van de vraag of de sancties via de US dollar lopen, of dat Iran niet meer in staat zal blijken om olie te exporteren.

Backwardation terug van weggeweest

De *forward curve* is voor het eerst in drie jaar weer deels terug in *backwardation*. Dit houdt in dat prijzen voor levering in de toekomst goedkoper zijn dan de huidige spotprijs. Overaanbod zorgde er lange tijd voor dat de prijs met directe levering aanzienlijk lager was dan die met levering in de toekomst. Dat de curve dus langzaam is afgevlakt, en deels in *backwardation* verkeert, houdt in dat de markt het verdwijnen van het overaanbod grotendeels heeft ingeprijsd. Ook dit is een signaal dat de OPEC/niet-OPEC- productieverlaging in de prijzen is verwerkt.

Speculatieve 'long'-posities op recordhoogte

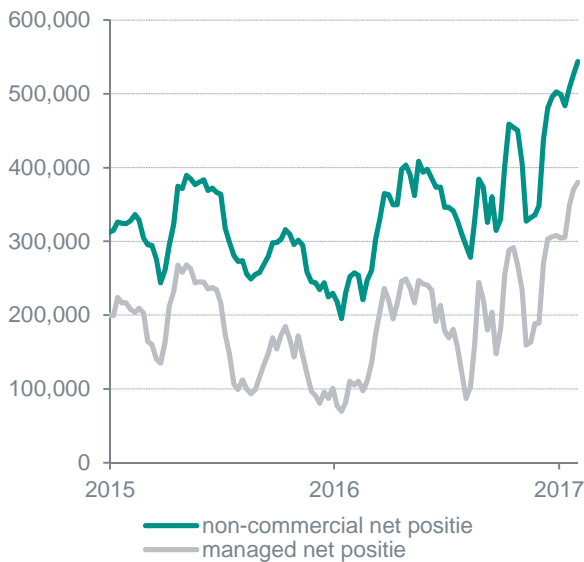
Hedgefondsen en speculatieve marktparticipanten/beleggers hebben positie gekozen. Sterker, zij zijn massaal 'long' gegaan (aankoop van contracten die anticiperen op prijsstijgingen). Dit komt tot uiting in het aantal uitstaande contracten voor zowel de beleggers (*net non-commercial positions*; +60% sinds begin december) als de hedgefondsen (*net managed money holdings*; +100% sinds begin december). Beide posities staan op recordhoogte en lijken de stijgende trend nog niet te breken (figuur 5). Met andere woorden, de meeste marktpartijen gaan uit van een verdere stijging van de olieprijs.

Figuur 5: Brent forward curve deels in backwardation

Bron: Bloomberg

De afgelopen maanden is er veel gespeculeerd over het bereiken van evenwicht tussen vraag en aanbod. De signalen van OPEC, en de productieverlaging in de VS als gevolg van de lage olieprijs, werden aangegrepen om te anticiperen op een verandering in deze cyclus. Na

Figuur 6: Speculatieve posities bereiken recordniveau (netto aantal contracten)



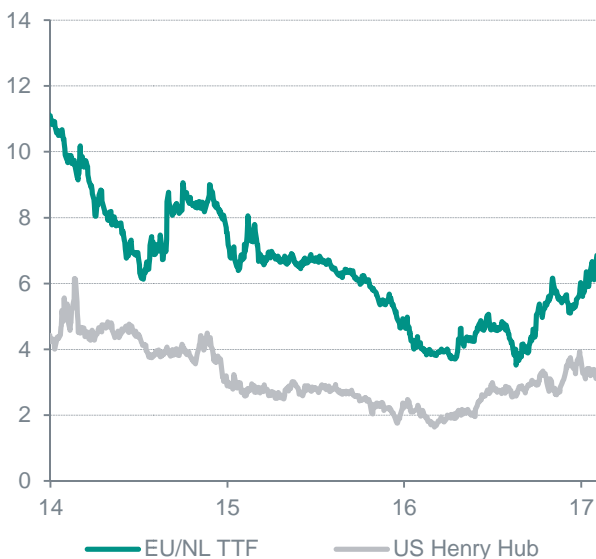
Bron: Bloomberg

een jarenlang overaanbod van olie zal de balans terugkeren wat een hogere olieprijs rechtvaardigt. Dat de werkelijkheid iets gecompliceerder is, blijkt wel uit het feit dat de stijging van de olieprijs al tot stilstand is gekomen op een lager niveau dan de meeste analisten, hedgefondsen en beleggers verwachtten. De ervaring leert dat beleggers hun posities afbouwen als zij niet in staat zijn de olieprijs verder op te drijven.

De markt is dus gepositioneerd voor verdere prijsstijgingen. Dit blijkt uit de recordposities van zowel speculatieve beleggers (*non-commercial positions*) als hedgefondsen (*managed positions*). Als we kijken naar eerdere afbouw van zulke speculatieve posities zien we dat er in de afgelopen twee jaar steeds meer contracten nodig zijn om een prijsbeweging te genereren. In de tweede helft van 2014 was een daling van de netto positie met gemiddeld 3.000 contracten nodig om een prijsdaling te genereren van USD 1/vat. Vanaf medio 2016 was dat al opgelopen naar ongeveer 25.000 contracten. Dus de netto positie zou met ongeveer 25.000 contracten moeten dalen om tot USD 1/vat prijsdaling te leiden.

Momenteel staat de netto *non-commercial* (speculatieve beleggers) positie op ongeveer 544.000 contracten, een recordhoogte. Het vijfjaars gemiddelde van deze positie is ongeveer 335.000 contracten. Een periode van winstnemingen en sluiten van posities richting een gemiddeld niveau zou dan mogelijk een prijsdaling kunnen bewerkstelligen van afgerond USD 8/vat. Voor de *managed* posities (hedgefondsen), geldt een huidige stand van 380.000 contracten – ook een record –, en een gemiddelde van 210.000. Een beweging naar de gemiddelde uitstaande positie zou tot een prijsdaling van afgerond USD 7/vat kunnen leiden. Dit bevestigt ons vermoeden dat, als er een correctie komt, de Brent olieprijs richting de onderkant van de opgaande trendlijn geduwd zou kunnen worden.

Figuur 7: Zowel Henry Hub als TTF gasprijzen zijn hard opgelopen (beide in USD/mmBtu)



Bron: Thomson Reuters

TTF gasprijs is hard opgelopen

De prijs van gas in Europa is aanzienlijk opgelopen de afgelopen maanden. TTF noteert nu rond EUR 20/MWh ten opzichte van EUR 10,77/MWh in augustus 2016. De voornaamste reden voor de prijsstijging was de marktverwachting dat er een mogelijk tekort zou ontstaan aan elektriciteit in Europa nadat een aanzienlijk aantal Franse kerncentrales in de tweede helft van vorig jaar onverwacht moest sluiten voor controle en onderhoud. De markt ging ervan uit dat deze tekorten aangevuld zouden moeten worden door import uit omringende landen, waardoor de gas- en kolenprijzen in Noordwest-Europa aanzienlijk opliepen. Nu nog slechts enkele van deze Franse kerncentrales dicht zijn, is de prijs van gas niet gedaald omdat de lokale vraag nu hoger is dan in de afgelopen jaren. Door de strengere kou van deze winter is de vraag naar gas hoger. Wij verwachten dat de TTF-gasprijs verder zal dalen zodra de winter ten einde is en de vraag naar gas afneemt waardoor zoals gebruikelijk de voorraden vanaf eind maart weer kunnen worden opgebouwd.

In de VS daarentegen is de prijs van Henry Hub gedaald ten opzichte van de piek in de laatste week van december. Toch blijft de prijs van *natural gas* met ongeveer USD 3,20/mmBtu aan de hoge kant. Naar verwachting zal – vergelijkbaar met olie – ook de productie van *natural gas* weer aantrekken. Daarnaast zal de seizoensvraag langzaam weer afnemen. Dat zal wat meer neerwaarts potentieel voor Henry Hub in de loop van het tweede en derde kwartaal (zie tabel 1).

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

Nadia Menkveld (granen / agri)

tel: +31 20 628 6441

nadia.menkveld@nl.abnamro.com

© Copyright 2017 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.