

20 augustus 2019

Gas in overvloed

Hans van Cleef
Sr. Energie Econoom
Tel: 020 343 4679
hans.van.cleef@nl.abnamro.com



- Prijzen Henry Hub Natural Gas op laagste punt in drie jaar,...
- ... maar neerwaarts risico lijkt beperkt vanaf huidig niveau
- Ook TTF-gasprijzen stijgen minder snel dan verwacht
- Neerwaartse aanpassing gasprijsramingen

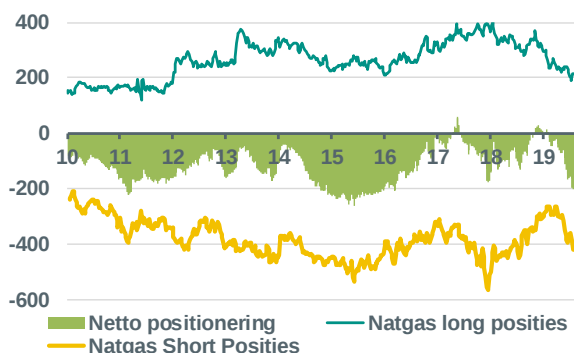
Prijs Henry Hub onder grote druk door ruim aanbod

De prijs van *Henry Hub natural gas* zit al geruime tijd in een neerwaartse trend. Al jaren stijgt de productie van aardgas in de VS. Niet alleen door directe gasproductie, maar ook als 'bijvangst' bij de productie van schalieolie. Als gevolg hiervan dalen de prijzen. Hoewel de vraag naar aardgas in de VS is toegenomen, met name als vervanging van kolen voor de opwekking van elektriciteit, en de export van *Liquidified Natural Gas* (LNG) vanuit de VS toeneemt, kon dit de neerwaartse prijstrend niet keren.

De laatste twee maanden is de druk op de Henry Hub-prijs juist verder toegenomen. Als belangrijkste reden worden de hoger dan verwachte voorraden genoemd. En inderdaad zijn de gasvoorraden in de VS hoger dan vorig jaar op dit tijdstip. Maar ten opzichte van 2015, 2016 en 2017 zijn de voorraden juist lager. De druk op de prijs komt volgens ons daarom vooral door marktpositionering, die gebaseerd is op fundamentele argumenten.

Marktpositionering gascontracten

aantal uitstaande contracten (x 1.000)



Bron: Bloomberg

Belangrijke data:

27 aug	EIA Monthly Energy Review
10 sept	EIA Short-term energy outlook
11 sept	OPEC Monthly Oil Market Report
12 sept	IEA Oil Market Report
13 nov	IEA World Energy Outlook
5-6 dec	OPEC vergadering, en aansluitend OPEC/non-OPEC vergadering

Marktspeculanten gaan uit van verdere prijsdalingen

Met in het achterhoofd de steeds groter wordende gasproductie zijn veel marktspeculanten *short* gegaan (speculeren op prijsdalingen). In bovenstaande grafiek valt te zien hoe de markt is gepositioneerd. Het aantal *long* posities (speculeren op prijsstijgingen) is de afgelopen anderhalf jaar sterk afgenomen en nadert een 'neutrale positie'. Met name dit jaar is daarnaast het aantal *short* posities uitgebreid. Per saldo is de markt dus sterk gepositioneerd voor verdere prijsdalingen.

De prijsdruk als gevolg van marktpositionering houdt de Henry Hub prijs nu reeds twee maanden onder de USD 2,50/mmBtu, een niveau dat niet meer is gezien sinds de eerste helft van 2016. De ervaring uit 2016 leert dat een prijs die structureel lager is dan USD 2/mmBtu niet lang houdbaar is aangezien de productiekosten dan niet opwegen tegen de te verwachten opbrengsten. Wel zien we dat de kosten van *associated* gas (bijvangst bij oliewinning) relatief laag zijn en de volumes nog steeds toenemen. Toch wordt dit gas niet altijd afgevangen voor consumptie, maar juist steeds meer afgefakkeld aangezien de infrastructuur om het gas af te vangen en te transporteren vaak niet op orde is. De verwachting is wel dat er steeds meer infrastructuur zal worden aangelegd om ook dit gas commercieel te benutten.

Prijsraming Henry Hub licht neerwaarts bijgesteld

Ondanks dat de Henry Hub-gasprijs in een dalende trend zit denken wij dat verder neerwaarts prijsrisico beperkt is vanaf het huidige niveau (+/- USD 2,15/mmBtu). Bij een verdere daling komen de productiekosten als bodem onder de prijsdaling weer in beeld. Daarnaast verwachten wij dat marktspeculanten op een gegeven ogenblik winst zullen willen nemen op hun *short* posities. Het wachten is op een signaal dat hint op het einde van deze neerwaartse trend en de start van een meer neutrale, of zijwaartse, bandbreedte.

US Henry Hub Natgas prijs

x USD/mmBtu



Bron: Bloomberg

Een stijgende seizoensvraag zou een logische trigger voor deze beweging kunnen zijn, maar ook een onverwachte daling (groot of klein) van de gasvoorraden kan al zoiets tot stand brengen. In 2012 – de eerste keer deze eeuw dat de Henry Hub gasprijs weer onder de USD 2/mmBtu kwam – hebben we eerder ervaren dat een

marginale daling van de voorraden (-0.6%) kan leiden tot een sterk prijsherstel en een eind aan de neerwaartse trend.

Wij verwachten dat de voorraden in de VS ruim zullen blijven. Dit is mede gebaseerd op de aanhoudend hoge gasproductie, zowel direct als indirect als bijproduct bij oliewinning. Een stijgende seizoensvraag zal de gasprijs in het laatste kwartaal van een jaar extra ondersteunen. Ten tijde van extreme (vooral koude) weersomstandigheden kan de prijs zelfs flink pieken. Dit is echter niet te voorspellen en heeft daarnaast, als gevolg van het vaak zeer tijdelijke karakter, nauwelijks invloed op de gemiddelde prijzen. Als gevolg van de aanhoudende productiegroei, en de minder sterke groei van de exportcapaciteit (LNG) hebben we de verwachtingen neerwaarts bijgesteld. De gemiddelde prijs van Henry Hub is aangepast van USD 3,25/mmBtu naar USD 2,50/mmBtu voor 2019, 2020 en voor 2021. Zie de tabel op de volgende pagina voor alle olie- en gasprijs verwachtingen tot eind 2021.

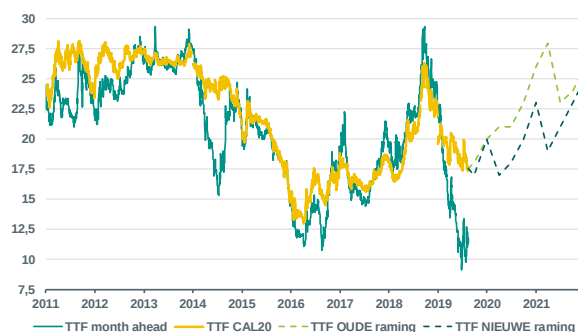
Prijs TTF laag als gevolg van ruim aanbod

Een vergelijkbaar beeld van ruim aanbod zien we bij gas dat wordt geprijsd via de *Transfer Title Facility* (TTF). Opvallend blijft dat het TTF-contract voor 2020 nog steeds een stuk hoger noteert dan het maandcontract. Wij denken dat de TTF-prijs voor het maandcontract te laag is en zal herstellen in de komende maanden. Het herstel zal gebaseerd zijn op een combinatie van meer vraag naar gas ten behoeve van verwarming en opwekking van elektriciteit, en een afname van het LNG- aanbod door stijgende vraag vanuit Azië. Zie ook onze [eerdere analyse](#).

In juni hebben we onze TTF-ramingen voor het laatste kwartaal van dit jaar en het eerste kwartaal van 2020 neerwaarts bijgesteld. Nu stellen we ook onze langere termijn ramingen neerwaarts bij. Hoewel we nog steeds van seizoenpatronen uitgaan, met 's winters hogere prijzen als gevolg van extra vraag ten behoeve van verwarming, denken we dat de prijsstijging van TTF wel eens minder sterk zouden kunnen zijn dan in onze eerdere ramingen. Voor 2020 hebben we de gemiddelde verwachte TTF prijs verlaagd van EUR 23/MWh naar EUR 20/MWh en voor 2021 van EUR 25/MWh naar EUR 22/MWh.

TTF gasprijs

x EUR/MWh



Bron: Bloomberg

Ervan uitgaande dat de importmogelijkheden om voorraden ruimschoots tijdig op peil te houden beschikbaar blijven, denken wij dat de prijzen tijdens de komende winter en die van 2020/21 minder snel zullen stijgen. Ook hier geldt dat tijdens korte perioden van extreme koude de prijzen tijdelijk sterk kunnen stijgen. Dit laten we in onze ramingen buiten beschouwing. We gaan nog wel steeds uit van stijgende prijzen in 2020 en 2021 ten opzichte van 2019. Met name de aantrekkende vraag naar LNG in andere regio's, en dan met name Azië, zal leiden tot minder aanbod van LNG in Europa/Nederland. Daarnaast zal de stijgende vraag naar gas ter vervanging van kolen in de elektriciteitsmix, vooral als gevolg van de hoge CO₂-prijs, positief zijn voor TTF-gasprijen. Toch zal het aanbod van LNG niet volledig opdrogen, en komt er normaal gesproken capaciteit bij om gas te transporteren van Rusland naar West-Europa.

Risico's voor gasprijen liggen op de loer

Ook voor gasprijen liggen er, naast kortstondige extreme weersomstandigheden of juist lange milde winters, ook andere risico's op de loer die kunnen leiden tot aanzienlijke prijsbewegingen. We noemen er twee:

- 1) We gaan ervan uit dat de onderhandelingen met betrekking tot de transit-pijpleiding tussen Rusland en Oekraïne uiteindelijk zullen slagen en er transportcapaciteit beschikbaar blijft in 2020 en 2021. Toch zullen deze onderhandelingen naar verwachting stroef verlopen. Rusland lijkt te mikken op een overeenkomst met betrekking tot een beperkt volume en een relatief korte looptijd terwijl Oekraïne zoals gebruikelijk inzet op een hoog volume met een lange looptijd. Bij geen akkoord, en escalatie rondom de gasleveringen, zou de gaslevering richting Europa ook in het geding kunnen komen. Sterke prijsstijgingen vallen in zo'n scenario niet uit te sluiten.
- 2) Een ander risico is de CO₂-emissieprijs. Indien de prijs van CO₂-emissierechten onverhoopt daalt, dan worden kolen weer aantrekkelijker in de elektriciteitsmix. Hoewel wij denken dat op middellange termijn de vraag naar gas zal toenemen in Europa, zijn kolencentrales nog niet ontmanteld. Zodra het economisch gezien weer interessanter wordt om kolen te stoken voor de opwekking van elektriciteit ten opzichte van gas, zal de marktwerking voorrang krijgen op de politieke ambities.

Tabel 1: Ramingen olie- en gasprijen ABN AMRO

Eind van de periode		15-aug	sep-19	dec-19	mrt-20	jun-20	sep-20	dec-20	mrt-21	jun-21	sep-21	dec-21	
Brent	USD/bbl	58,79	55	60	60	65	65	70	70	70	75	75	
WTI	USD/bbl	54,95	50	55	55	60	60	65	65	65	70	70	
Natural Gas (HH)	USD/mmBtu	2,18	2,50	3,00	2,50	2,25	2,25	2,75	2,50	2,50	2,50	2,75	
TTF	EUR/MWh	11,15	17	20	17	18	20	23	19	21	23	25	
Gemiddelde		Q3 19	Q4 19	2019	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	2020	Q1 21	Q2 21	Q3 21	2021
Brent	USD/bbl	60	58	62	60	63	65	68	65	70	70	73	73
WTI	USD/bbl	55	53	56	55	58	60	63	60	65	65	68	68
Natural Gas (HH)	USD/mmBtu	2,50	2,75	2,50	2,75	2,50	2,25	2,50	2,50	2,75	2,50	2,50	2,50
TTF	EUR/MWh	17	19	17	19	18	19	22	20	21	20	22	22

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 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.

© Copyright 2019 ABN AMRO Bank N.V. and affiliated companies ("ABN AMRO").

Alle rechten voorbehouden