

Energie Monitor september

Uitgestelde stress

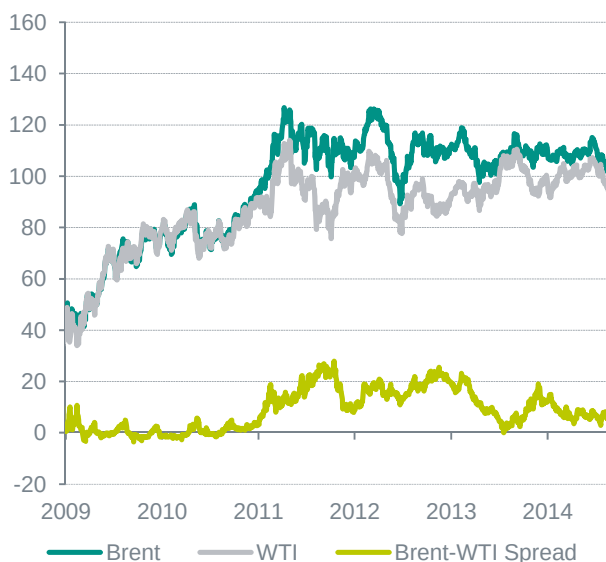
Economisch Bureau
Hans van Cleef

28 augustus 2014



- Olieprijzen dalen ondanks geopolitieke spanningen
- Toch hebben geopolitieke spanningen wel degelijk effect op de prijzen
- Huidige overproductie en mogelijke problemen op termijn leiden tot een verandering in de *forward curve*

Figuur 1: Prijswontwikkeling olie Brent versus WTI (in USD/vat)



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, Thomson Reuters

Olieprijzen dalen

Na het oprukken van ISIS in Irak steeg de olieprijs in juni tot boven de USD 115 per vat. Niet te lang daarna bleek dat de olieproductie in Irak ongemoeid bleef waardoor de rust op de financiële markt iets terugkeerde. De olieprijs begon daarop aan een neergaande beweging. Door een matige vraag naar olie, in combinatie met berichten van ruim voldoende olieproductie, daalde de Brent olieprijs tot onder USD 100 per vat. Dit is de laagste koers in veertien maanden. Iraaks Koerdistan verhoogde de olieproductie en ook uit Libië komen signalen van stijgende exporten. Al met al kwam de olieproductie van de OPEC uit op 29,91 miljoen vaten per dag (mv/d). Dit leidde, samen met de stijgende olieproductie door Non-OPEC landen zoals de VS en Canada, tot een ruim voldoende aanbod. De koers van WTI olie daalde ook. Deze daling was echter minder groot doordat de voorraden in Cushing, Oklahoma de afgelopen maanden sterk zijn gedaald. Deze voorraad is namelijk voor een deel via onlangs geopende pijpleidingen getransporteerd naar de Amerikaanse raffinaderijen aan de Golf van Mexico om daar verder te worden verwerkt. Dit leidt mogelijk tot tekorten in andere delen van de VS waardoor de prijs minder snel daalde dan men zou verwachten. Al met al nam het verschil tussen Brent en WTI af tot het laagste punt sinds september 2013.

Geopolitieke spanningen hebben wél een effect

Veel beleggers vragen zich af waarom de olieprijs niet sterk is gestegen als gevolg van de geopolitieke spanningen in de wereld. Onrust is er alom, en veel grote olieproducenten zijn bij deze spanningen betrokken. De angst dat politieke beslissingen zullen leiden tot tekorten in de olieproductie is echter afgenomen. Hierdoor zijn de olieprijzen niet sterk gestegen en lijkt het effect van deze geopolitieke spanningen dus minimaal. In een normale situatie zou overcapaciteit echter hebben moeten leiden tot een sterkere daling van de olieprijs. Wij zijn dan ook van mening dat de geopolitieke spanningen wel degelijk een effect hebben. De stijgingen blijven wel uit, maar dat geldt ook voor de dalingen.

Vooruitzichten voor de olieprijs

Geopolitieke ontwikkelingen zijn moeilijk te voorspellen. De normale vraag- en aanbod verhoudingen daarentegen wel. De gevolgen van geopolitieke onrust zijn onderdeel van risicoscenario's. Minder spanningen kan leiden tot meer olieproductie en een lagere risicopremie. Daardoor zou de olieprijs verder en sneller kunnen dalen. Meer geopolitieke spanning kan leiden tot productie- en exportbeperkingen. Dat zou een oprijvend effect op de olieprijs hebben. Deze laten we echter voor een groot deel buiten beschouwing bij onze olieprijsramingen in het basisscenario.

Ons basisscenario van licht dalende olieprijzen (tabel 1) gedurende de

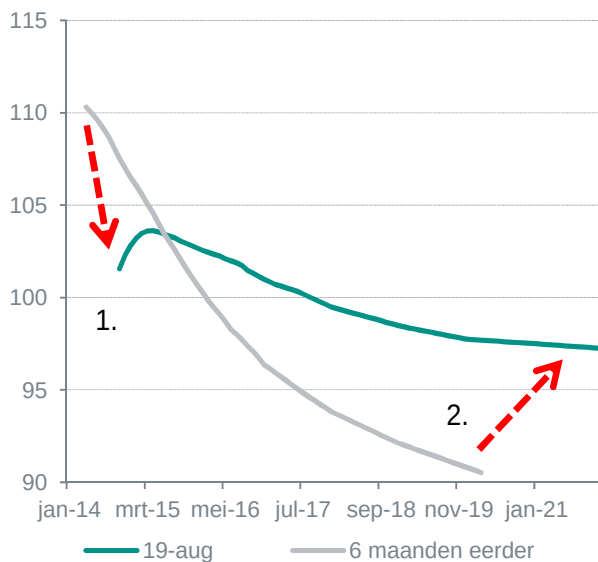
Tabel 1: Olie- en gasprijsprognose ABN AMRO (olieprijzen in USD/vat, gasprijzen in USD/mmBtu)

Prijs	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	2014*	2015*
Brent	105	105	100	105	100
WTI	100	95	100	100	95
NG **	4,50	4,50	4,75	4,50	4.75
TTF***	21	21	20	21	19

Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

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

(zie de Quarterly Commodity Outlook voor een gedetailleerde uitleg over de langetermijnsvoorspelling)

Figuur 2: Ontwikkeling Brent Forward Curve (in USD/vat)

Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

komende twee jaar, is ingegeven door een aantal argumenten. Wij verwachten dat de vraag naar olie slechts matig zal stijgen. Daarnaast zal het aanbod van olie langzaam toenemen, vooral door stijgende productie in Non-OPEC landen. Dit staat nog los van het mogelijk productiepotentieel dat enkele OPEC landen nog zouden kunnen realiseren. Tot slot voorzien wij een stijging van de Amerikaanse dollar, wat een drukkend effect zal hebben op alle in dollar-genoteerde grondstofprijzen, inclusief olie.

Stress op de lange(re) baan geschoven

In de vorige paragraaf hebben we het gehad over de neerwaartse druk op de olieprijs. Hiermee doelen we op de prijs voor olie met levering op korte termijn (bijvoorbeeld levering in september of oktober) (figuur 2, pijl 1). De onrust in olieproducerende landen heeft wel een prijsopdrijvend effect gehad op olieprijsen met een levering op lange termijn (figuur 2, pijl 2). Tot voor kort waren prijzen voor levering op korte termijn aanzienlijk duurder dan prijzen op de langere termijn. Dit kwam door de tijdelijke onzekerheid met betrekking tot de olieproductie als gevolg van oplopend geweld in olieproducerende landen. Maar doordat de olieprijsen met een levering op korte termijn zijn gedaald, en die met levering op lange termijn zijn gestegen, is het verschil tussen beide sterk afgenomen. Met andere woorden, de forward curve (de reeks prijzen van olie met levering op verschillende tijdstippen) is aanzienlijk vlakker geworden ten opzichte van zes maanden of één jaar terug.

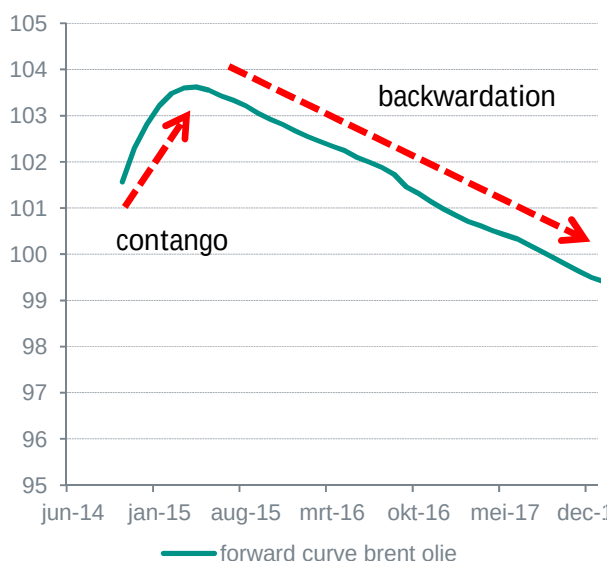
Korte termijn contango

Het feit dat voor olie met levering over twee tot zes maanden een hogere prijs moet worden betaald dan de spotprijs (dat heet 'contango', figuur 3) komt volgens ons doordat door de afname van de spanning veel speculanten hun long-posities (speculeren op prijsstijgingen) hebben tegengesloten. Handelsvolumes van Brent olie zijn met ruim 40% gedaald ten opzichte van drie maanden eerder. Toch blijven beleggers nog wat achterdochtig. Zij houden de mogelijkheid open dat er alsnog een escalatie plaatsvindt, en/of alsnog sancties vanuit Rusland worden opgelegd. Daardoor is de prijs van twee- tot zesmaands olie iets hoger. Hoe lang deze situatie aanhoudt is onduidelijk. Er zullen speculanten zijn die proberen te profiteren van deze contango door olie nu te kopen, op te slaan en hopen op een betere prijs op termijn. Teveel van deze speculanten zou de spotprijs voor olie kunnen opdrijven en het contango teniet doen.

Lange termijn backwardation

Vooralsnog zijn olieprijsen met levering op zeer korte termijn dus omlaag vanwege matige vraag en voldoende aanbod. Ook de prijzen bij olielevering na zes maanden zijn in *backwardation* (toekomstige prijs lager dan de huidige prijs) (figuur 3). Blijkbaar verwacht de markt dat de vraag naar olie makkelijk kan worden opgevangen door de geproduceerde hoeveelheid olie.

Maar er is een risico dat op langere termijn (> twee jaar) de effecten van de crisis in Irak en de sancties tegen Rusland kunnen leiden tot problemen. De onzekerheden die beleggers dus eerst zagen voor op de korte termijn zijn daarmee vooruitgeschoven in de tijd. Irak had de ambitie om zijn olieproductie in de komende jaren te verdrievoudigen. Om aan de wereldwijde vraag te kunnen blijven voldoen in de komende jaren lijkt een verdubbeling van de olieproductie in Irak in de komende

Figuur 3: Brent Forward Curve – Contango en Backwardation (in USD/vat)

Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

vijf jaar nodig. Bij de recente opmars van ISIS is de olieproductie vooralsnog niet aangetast. Toch is de onzekerheid met betrekking tot een aanzienlijke stijging van de olieproductie wel sterk toegenomen. De verdubbeling van de Iraakse olieproductie is nodig om de stijging van de wereldwijde vraag naar olie deels op te vangen. Dit wordt naar verwachting niet volledig gedekt door de reservecapaciteit van Saudi-Arabië en de toename van olieproductie in Non-OPEC landen samen. Daarnaast is het erg onwenselijk dat Saudi-Arabië haar hele reservecapaciteit in zou moeten zetten omdat dan haar rol als 'swing-producer' is uitgespeeld. De markt, en dus de olieprijs, zou dan volledig overgelaten worden aan de grillen van geopolitieke spanningen, en tijdelijke productiestoornissen.

Bovendien raken de sancties die de EU en de VS tegen Rusland hebben ingesteld, de investeringen in de Russische energiesector. De verouderde energie-infrastructuur in Rusland liep al sterk achter qua onderhoud. Geld daarvoor is er niet of nauwelijks. Daarnaast zijn er flinke investeringen nodig in het opdoen van kennis ten behoeve van het ontwikkelen van nieuwe olie- en gasputten (bijvoorbeeld op zee, of op de Arctic). Dit geld is er evenmin. Dat kan ten koste gaan van de Russische olieproductie op termijn.

Op basis van de huidige situatie zou een U-vorm in de forward curve het meest waarschijnlijk lijken. Dit wil zeggen dat op de korte termijn olieprijsen verder kunnen dalen, vooral als gevolg van overproductie. Echter op langere termijn (> twee jaar) bestaat het risico van hogere prijzen indien de productiecapaciteit tekort schiet om aan de stijgende wereldwijde vraag naar olie te kunnen voldoen. Vooralsnog is de prijs aan het begin van de curve dus nog iets te hoog en zou het contango kunnen verdwijnen. Daarnaast lijkt de prijs aan het einde van de curve nog hoger te kunnen. Een gebrek aan liquiditeit voor de Brent-oliecontracten met zo'n lange termijn zal dat waarschijnlijk voorkomen.

Group Economics | 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)

tel: +31 20 628 6437

frank.rijkers@nl.abnamro.com

© Copyright 2014 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