

13 juli 2018

## Olie: Tegengestelde signalen

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



- **Aanbodbeperkingen door storingen en sancties terwijl de mondiale vraag naar olie groeit**
- **OPEC verhoogt productie, maar is het voldoende?**
- **Handelsoorlog risico voor de vraag naar olie**
- **Olieprijsramingen onveranderd, maar opwaarts risico neemt toe**

### Olieprijs in opgaande lijn, maar hoe lang nog?

De olieprijs zit al geruime tijd in een opgaande lijn. Samengevat zijn de belangrijkste oorzaken: a) sterke groei van de vraag naar olie, b) het productieverlagingsakkoord van de OPEC- en niet-OPEC-producenten, c) de VS die uit het nucleaire akkoord met Iran stapt, d) marktspeculatie, e) incidentele productiestoringen, en f) gevolgen van sancties. Dit alles ondanks de tot recordhoogte gestegen olieproductie in de VS.

De vraag is nu hoe lang, en hoe ver de olieprijs nog kan doorstijgen. Deze vraag zullen we in een paar stappen proberen te beantwoorden.

### Brent en WTI olieprijs

x USD/bbl



Bron: Bloomberg

### OPEC verhoogt productie...

In de meest spannende en gepolitiseerde vergadering van de OPEC sinds tijden is besloten om de olieproductie met nominaal een miljoen vaten per dag (mb/d) te verhogen. Nominaal, omdat veel OPEC-producenten de productie mogelijk wel in theorie, maar niet in de praktijk kunnen verhogen. Het netto-effect zal daarom lager zijn. Naar verwachting zal de netto olieproductie stijgen met ongeveer 600.000 vaten per dag (kb/d). Deze productiestijging zal worden gerealiseerd door Saudi-Arabië, de Verenigde Arabische Emiraten, Koeweit en wellicht een beetje door Irak. De niet-

OPEC-landen die participeren in het akkoord dat loopt tot het eind van dit jaar zullen de productie niet of nauwelijks verhogen.

### **...maar het effect is nihil als gevolg van productiestoringen en sancties**

De kans op een tekort aan olie neemt toe. Nog los van het feit dat het zoeken naar nieuwe oliebronnen mogelijk tekortschiet, zien we dat de huidige olieproductie in veel landen onder druk staat. Libië wordt geconfronteerd met onrust waardoor de productie daalt, en de export vanuit de grote havens wordt gehinderd. Waar begin dit jaar de productie nog rond de 1 mb/d lag, is deze inmiddels gedaald tot iets meer dan de helft. Ook de productie in Venezuela is enorm afgenomen. Als gevolg van economische malaise en sancties door de VS, is de olieproductie inmiddels gedaald tot minder dan 1,4 mb/d, dat is ruim 400 kb/d minder dan eind vorig jaar. Tot slot zal de export van Iran ook geraakt worden door sancties van de VS. Deze sancties gaan eind 2018 in. Als we uitgaan van een daling van 600 kb/d in Iran, komt het totaal van dalingen van de olieproductie nu al neer op zo'n 1,5 mb/d. Het probleem wordt nog schrijnender als de Iraanse export sneller dan verwacht gaat dalen indien landen gehoor geven aan de oproep van VS president Trump om vooral geen olie meer te kopen van Iran.

Tegelijkertijd bereikt de olieproductie in de VS nieuwe recordhoogtes. De vraag is hoe lang deze groei in dit tempo zal doorzetten. We zien zeker nog opwaarts potentieel voor het *Permian Basin*, maar in de andere grote oliewingebieden is het laaghangende fruit inmiddels wel geplukt. Tevens neemt de verhouding van gas ten opzichte van olie tijdens de productie toe en zien we stijgende kosten (arbeid, infrastructuur, financiering). Tot slot loopt men aan tegen de maximale capaciteit van de huidige infrastructuur, wat verdere toename van de export hindert. Het risico dat het opwaarts potentieel van schalieolie in de VS wordt overschat neemt al met al toe.

### **Handelsoorlog risico voor de vraag naar olie**

Er is een belangrijke mitigerende factor voor een mogelijke olieprijsstijging. Dat is het mogelijk escaleren van de relatie tussen de VS en China, voor zover dat niet al is gebeurd. De eerste importheffingen zijn van beide zijden ingevoerd. En indien de landen niet nader tot elkaar komen, zal de invoering van dit soort importheffingen de komende weken alleen maar toenemen. Hoewel het niet ons basisscenario is, neemt de kans op een handelsoorlog wel snel toe. De effecten hiervan worden al gezien op de financiële markten. Alleen deze week al daalde de olieprijs met 6,5% op een dag als gevolg van de aankondiging van nieuwe Amerikaanse heffingen op Chinese goederen.

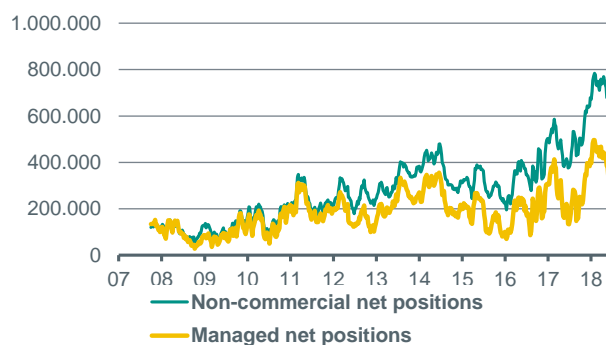
Als zo'n handelsoorlog ook daadwerkelijk de mondiale economie gaat raken, en daarmee de vraag naar olie doet afnemen, zal ook de olieprijs minder opwaartse druk ondervinden. Marktposities op verdere prijsstijgingen zullen worden verkocht en als gevolg van deze nieuwe situatie kan men zelfs gaan speculeren op prijsdalingen. In dat geval komen we in een risicoscenario dat uitgaat van aanzienlijke lagere olieprijsen.

### Marktspeculatie belangrijker dan ooit voor richting olieprijs op korte termijn

Dat marktspeculatie steeds belangrijker wordt voor de richting van de olieprijs blijkt wel uit het aantal uitstaande contracten. Waar tien jaar geleden de netto positie (longs -/- short posities) gemiddeld ongeveer op nul uitkwam, is de huidige uitstaande netto positie zo'n zeven keer de dagelijkse mondiale vraag. Dit betekent dat marktspeculatie tegenwoordig een veel grotere rol speelt bij het bepalen, of beïnvloeden, van de olieprijs. Dat geldt zeker voor de korte termijn. Voor de langere termijn spelen fundamentele zaken zoals vraag en aanbod nog altijd een belangrijke rol bij het bepalen van de richting van de prijs.

#### Netto uitstaande oliecontracten

x 1000 contracten



Bron: Bloomberg

### Visie: eerst neerwaarts risico, maar grotere opwaarts risico's op lange termijn

De roep om meer olie te produceren, zoals onlangs gedaan door president Trump, kan op meer bijval rekenen als de olieprijs langer hoog blijft, of zelfs hoger wordt. Het aantal waarschuwingen dat de markt afstevent op een toekomstig tekort neemt toe, met het risico op verdere prijsstijgingen. Naast het beleid van Trump, dat paradoxaal mede de oorzaak is van de huidige hoge prijs, dragen ook het gebrek aan investeringen en onverwachte productiestoringen bij aan opwaartse druk op de olieprijs. Opvallend is ook dat na de aankondiging van de OPEC om de productie eerder dan afgesproken te verhogen, de olieprijs bleef stijgen. Ook dit is een signaal dat voor de korte termijn marktspeculatie leidend is voor de olieprijs. De aandacht verschoof immers van productieverlaging – waardoor de olieprijs de afgelopen periode steeg van USD 30 naar USD 80/vat – naar een mogelijk tekort aan reservecapaciteit indien de productie weer wordt vergroot. Daarmee is de reservecapaciteit van de OPEC terug op de radar na enkele jaren afwezigheid.

De komende maanden zal de productie dalen met minimaal 1,5 mb/d (Venezuela, Iran en Libië), ervan uitgaande dat alle OPEC-leden zich aan de gemaakte afspraken houden. Aan de andere kant zal de productie de komende maanden door de OPEC worden verhoogd met netto 600 kb/d. Dit wordt mogelijk aangevuld met 200-300 kb/d groei van schalieolie in de VS. Er is geen hogere wiskunde voor nodig om dan te begrijpen dat er een tekort ontstaat. Dit terwijl de mondiale voorraden al onder druk staan en de mondiale vraag naar olie gestaag blijft toenemen. Het lijkt een perfecte mix voor een aanzienlijke stijging van de olieprijs in de komende maanden.

Woordvoerders van de OPEC geven aan de productie te zullen verhogen indien nodig. Het is wel de vraag in hoeverre zij mogelijke tekorten volledig kunnen aanvullen en of ze daar ook echt bereid zijn.

Hoewel de kans op hogere prijzen lijkt te zijn toegenomen, zijn we nog terughoudend met het naar boven aanpassen van onze olieprijsramingen. Zoals hierboven geschetst, is het risicoscenario met een nog verdere prijsstijging in de tweede helft van 2019 kansrijker geworden, maar kijken we voornamelijk de situatie aan. De onzekerheid over de handelskwestie tussen de VS en China kan leiden tot winstnemingen op de huidige long-posities. Dit zou neerwaartse druk op de olieprijs kunnen veroorzaken op de korte termijn. Wij handhaven daarom voornamelijk onze visie dat de olieprijs in het lopende kwartaal iets kunnen dalen om vervolgens uit te komen op ongeveer USD 75/vat (Brent) aan het einde van dit jaar. Meer opwaarts potentieel zien we voor de eerste helft van 2019.

**Tabel 1: Ramingen olie- en gasprijzen ABN AMRO**

| Eind van de periode |           | 11-jul-18 | sep-18 | dec-18 | mrt-19 | jun-19 | sep-19 | dec-19 | mrt-20 | jun-20 | sep-20 | dec-20 |
|---------------------|-----------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Brent               | USD/bbl   | 74,65     | 70     | 75     | 80     | 80     | 75     | 75     | 75     | 80     | 85     | 80     |
| WTI                 | USD/bbl   | 70,78     | 66     | 70     | 73     | 74     | 70     | 70     | 70     | 70     | 75     | 75     |
| Natural Gas (HH)    | USD/mmBtu | 2,82      | 2,50   | 2,75   | 3,00   | 3,00   | 2,75   | 3,00   | 3,25   | 3,00   | 3,25   | 3,50   |
| TTF                 | EUR/MWh   | 22,45     | 17,00  | 20,00  | 20,00  | 19,00  | 22,00  | 24,00  | 25,00  | 23,00  | 24,00  | 25,00  |

| Gemiddelde       |           | Q3 18 | Q4 18 | 2018  | Q1 19 | Q2 19 | Q3 19 | Q4 19 | 2019  | Q1 20 | Q2 20 | Q3 20 | 2020  |
|------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Brent            | USD/bbl   | 70    | 73    | 71    | 78    | 80    | 78    | 75    | 78    | 75    | 78    | 83    | 79    |
| WTI              | USD/bbl   | 66    | 68    | 66    | 72    | 74    | 72    | 70    | 72    | 70    | 70    | 73    | 72    |
| Natural Gas (HH) | USD/mmBtu | 2,75  | 2,75  | 2,70  | 3,00  | 3,00  | 3,00  | 3,00  | 2,90  | 3,25  | 3,25  | 3,25  | 3,30  |
| TTF              | EUR/MWh   | 18,00 | 19,00 | 19,00 | 20,00 | 20,00 | 21,00 | 23,00 | 21,00 | 25,00 | 24,00 | 24,00 | 25,00 |

## 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 relatiebeheerder 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*