

Publicatiedatum: 6 januari 2015

Dalende olieprijs Niets nieuws onder de zon

Door Friso Rengers, Investment Manager van het ING Investment Office

Deze analyse schetst de factoren die de recente prijsdaling hebben veroorzaakt. Ook bespreken we vergelijkbare dalingen uit de recente geschiedenis. Door de strijd om marktaandeel tussen producenten blijft de olieprijs ook in 2015 waarschijnlijk nog laag.

In de jaren voor de recente verkoopgolf van olietermijncontracten (start: juni 2014) hadden beleggers een enorme hoeveelheid olie-termijncontractenmarkten gekocht. Er heerste de opinie dat de organisatie van olieproducerende en -exporterende landen (Opec) de prijs boven de \$90 zou houden en dat exploitanten van schalie-energiebronnen deze prijs nodig hadden om break-even te draaien. De wereld was gewend geraakt aan een olieprijs van rond de \$100. Maar door de relatief hoge prijs is er meer en meer overcapaciteit ontstaan. Zo verdringt in de VS schalieolieproductie meer en meer de olie-import. En de export van geraffineerde olieproducten uit de VS overspoelt de wereldmarkt. In 2014 is de taxatie van de wereldwijde olievraaggroei (door zowel het Internationale Energie Agentschap (IEA) als de Opec) tweemaal naar beneden bijgesteld (Bronnen: IEA, Opec, december 2014). De voorraden bleven oplopen en de zeepbel van de olieprijs barstte, zoals de grafiek toont.

Prijs Amerikaanse olie (WTI) in USD/vat tot 6 januari 2015

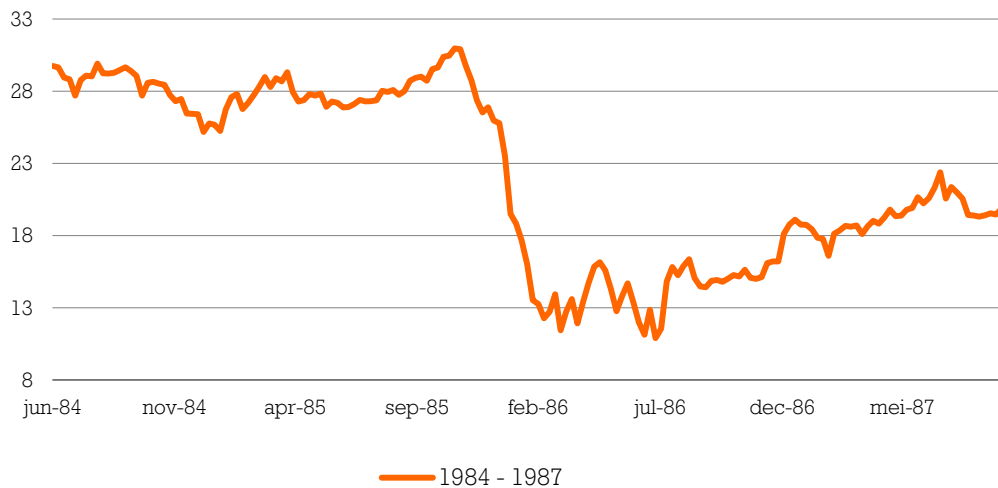


Ontwikkeling van de prijs van lichte Amerikaanse ruwe olie ('West Texas Intermediate') in Amerikaanse dollars per barrel. Bron: Bloomberg, 5 januari 2015.

Olieprijs in korte tijd gehalveerd - maar prijsval komt vaker voor

Eind 2014 zat de oliemarkt midden in het proces van prijsaanpassing ('correctie'). Je zou ook kunnen zeggen: we beleven het barsten van de zeepbel die de olieprijs bleek te zijn. De opinies van analisten over het vervolg van de olieprijsontwikkeling lopen nogal uiteen. Driemaal eerder in de recente geschiedenis is de olieprijs zo sterk gedaald: in 2008, 1997/98 en in 1985/86. We lopen ze even langs.

Prijs Amerikaanse olie (WTI) in USD/vat juni 1984 -1987

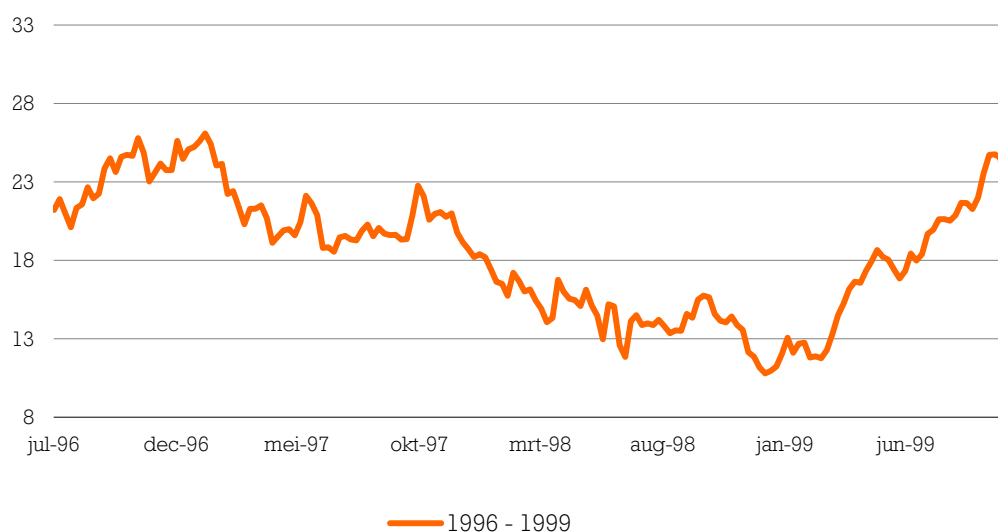


Ontwikkeling van de prijs van lichte Amerikaanse ruwe olie ('West Texas Intermediate') in Amerikaanse dollars per barrel. Bron: Bloomberg, december 2014.

1984 -1987: 65% daling in 8 maanden

In 1985 was er een geschatte overcapaciteit van 20 miljoen vaten ruwe olie per dag. Saoedi-Arabië had zijn productie laten dalen van 10 miljoen naar 4 miljoen vaten per dag om de prijs voor die tijd relatief hoog (\$30) te houden. Maar het land was die rol beu en de Saoediërs gingen concurreren door veel meer olie op de markt te brengen. In 8 maanden daalde de olieprijs zo'n 65%. Daarna brak een relatief rustige tienjaarsperiode aan (1987 -1997) op de wereld-oliemarkt, met een gemiddelde prijs van \$18 per vat met als belangrijkste onderbreking de Golfoorlog van 1990 - 1991.

Prijs Amerikaanse olie (WTI) in USD/vat juli 1996 -1999

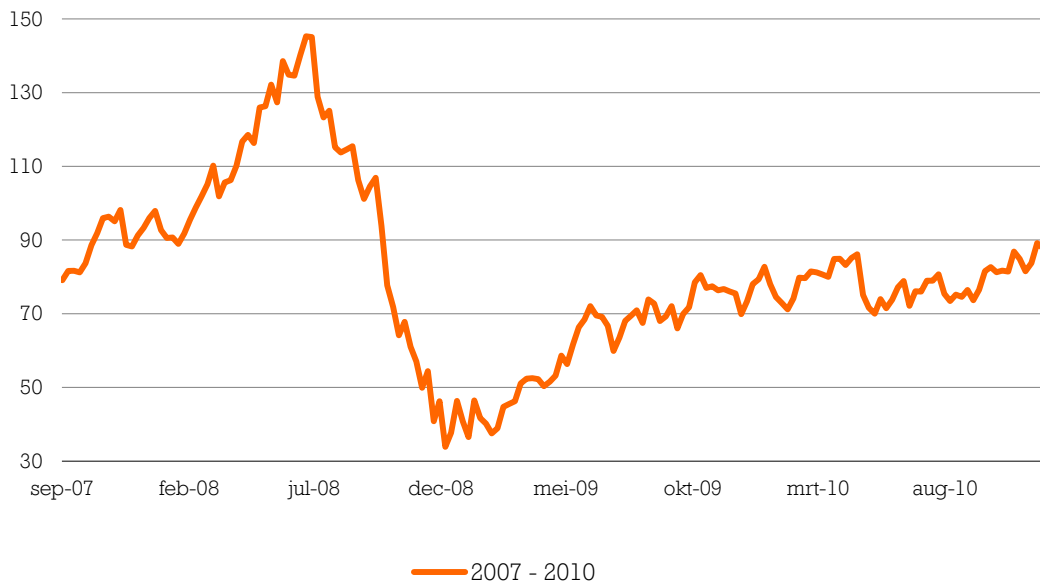


Ontwikkeling van de prijs van lichte Amerikaanse ruwe olie ('West Texas Intermediate') in Amerikaanse dollars per barrel. Bron: Bloomberg, december 2014.

1996 -1999: sterke invloed productieafspraken Opec

In 1997 was de overcapaciteit die in jaren tachtig was ontstaan nagenoeg verdwenen. Toch zou de olieprijs alsnog enorm dalen. De Opec besloot op initiatief van Venezuela in november 1997 tot een collectieve productieverhoging van de groep. Dat bleek onhandig getimed want door de Azië-crisis (1997) nam de vraagtoename in die tijd juist af. In dezelfde periode groeide de olie-export van Irak sterk. Het land was buiten de Opec gehouden na de inval in Koeweit in 1990. Pas begin 1999 – de prijzen waren in twee jaar ongeveer 60% gedaald – wist de Opec onder leiding van Saoedi-Arabië productiebeperkingen af te spreken waar de meeste landen zich aan hielden. De olieprijs steeg binnen 18 maanden naar \$30.

Prijs Amerikaanse olie (WTI) in USD/vat 2007 - 2010



Ontwikkeling van de prijs van lichte Amerikaanse ruwe olie ('West Texas Intermediate') in Amerikaanse dollars per vat. Bron: Bloomberg, december 2014.

2007 - 2010: productie uit conventionele oliebronnen loopt terug

In de periode 2004 – 2008 kwam de hele olie-industrie in een situatie van toenemende vraag, stijgende prijzen, groeiende investeringen en dus toenemend aanbod. Het productieverval (afnemende opbrengst) bij conventionele bronnen nam toe. Olieproducenten moesten steeds meer investeren in exploratie en productie om aan de sterke vraagtoename van de opkomende markten te voldoen. Oude olievelden raakten uitgeput. De productieniveaus van deze op conventionele wijze gewonnen olie piekten in 2006 omdat toen als het ware een hele generatie olievelden kampte met afnemende opbrengsten en uit productie ging. Om toch zoveel mogelijk olie uit de uitgeputte bronnen te pompen, is hoogwaardige (dure) technologie nodig. Daardoor stegen de kosten. Niet toevallig brak tegelijkertijd het tijdperk aan van de 'onconventionele' oliebronnen (schalieolie) en biobrandstoffen. De olieprijs (WTI) steeg van \$25 in 2004 en piekte op maar liefst \$150 in 2008. Het geloof in alsmaar hogere olieprijs liep uit op een speculatieve zeepbel in 2008. Deze barstte pas toen de kredietcrisis meer en meer het toekomstbeeld vertroefelde. De olieprijs daalde in 6 maanden tot onder \$40 per vat. Wel herstelde de olieprijs in de daaraanvolgende jaren tot \$90 à \$110 per vat. De vraag uit Azië (vooral China) bleef namelijk groeien. Ook wereldwijd gezien groeide de vraag weer, zij het minder sterk dan voor de crisis.

Cyclisch karakter oliemarkten; in 2015 overcapaciteit raffinage

In de oliemarkten – zoals in alle markten – spelen verschillende cyclische effecten door elkaar heen, waaronder de zogenoemde varkenscyclus. Als er meer vraag dan aanbod is, stijgen de prijzen en gaan producenten investeren en komt er meer aanbod. Als de vraag krimpt (bijvoorbeeld door zuinigere auto's of een zwakke economie), komt er meer aanbod in verhouding tot de vraag en daalt de prijs. Als de prijs langer laag blijft, neemt ook het aanbod weer af. Anno 2015 is er in de raffinagesector

wereldwijd gezien een overcapaciteit van 8 miljoen barrels per dag (mb/d) en in Azië komen er nog steeds nieuwe raffinaderijen bij. De exacte overcapaciteit op de wereldwijde ruwe-oliemarkt is onbekend. De schattingen lopen uiteen van 3 tot 6 mb/d aan productiecapaciteit. Als de hoeveelheid geproduceerde schalieolie blijft groeien, neemt de overcapaciteit toe.

Opec is veel grip kwijtgeraakt

De Opec, de organisatie van de belangrijkste olieproducerende en -exporterende landen (behalve Rusland) heeft als doel te zorgen voor voldoende olie op de wereldmarkt en voor prijsstabiliteit. In de praktijk is daar de afgelopen jaren niet veel van terechtgekomen. In 1999 daalde de olieprijs per vat nog naar \$10. Acute financiële nood van de Opec-leden zorgde voor de nodige discipline om de productievolumes te verkleinen: de prijs steeg binnen 18 maanden naar \$30. Daarna verminderde de discipline van de Opec-leden weer en gedurende 2004 verloor de kartelorganisatie steeds meer de grip op de prijsontwikkeling. De Opec van nu, december 2014, wenst blijkbaar niet meer door middel van productiebeperking de prijs te verhogen. De vraag is hoe de Opec-landen zullen handelen als de olieprijs verder daalt. Olieproductie is erg kapitaalintensief. De mate waarin de olie-industrie zich kan financieren, komt immers in het geding bij extreem lage prijzen. En datzelfde geldt voor de Opec-landen zelf. De overheidsbegrotingen van landen als Venezuela en Nigeria komen onder druk bij langdurig lage olieprijsen. Dat vermindert hun leencapaciteit op de kapitaalmarkt.

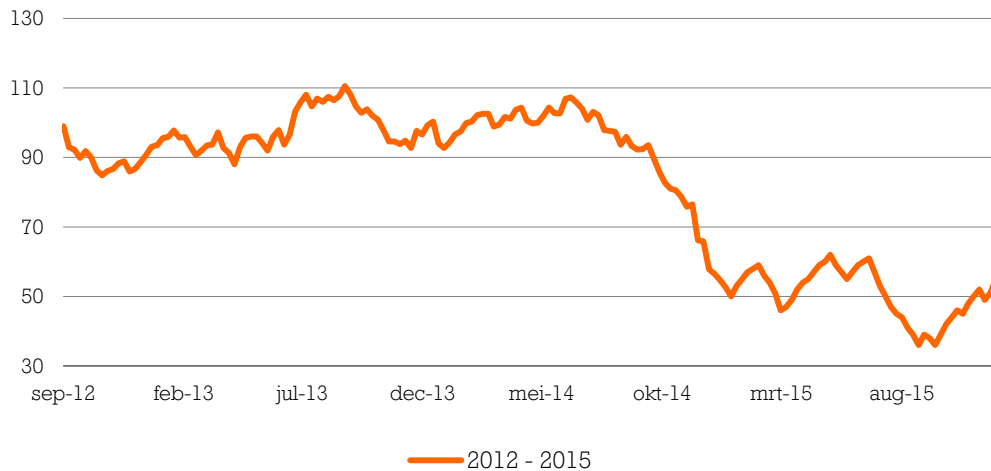
Typisch Amerikaans: het wonder van de schalieolie

Onderschat nooit de Amerikaanse ondernemingskracht. Dat blijkt maar weer uit de enorme productiegroei van schalieolie. Daardoor importeren de Verenigde Staten (VS) minder en is er meer olie op de wereldmarkt beschikbaar voor de rest van de wereld. De VS hebben ook een overschot aan raffinagecapaciteit. Zodoende exporteert de Amerikaanse olie-industrie meer olieraffinageproducten (benzine, diesel, smeerolie) en brandstoffen waardoor de vraag naar ruwe olie buiten de VS nog verder afneemt. De sterke groei van de schalieolie-industrie ('shale oil boom') werd mogelijk door hoge olieprijsen en gunstige financieringscondities (lage rentes). Maar ook de steeds lagere winningskosten van schaliegas en -olie spelen een rol bij de enorme groei van de schalie-industrie. Terwijl de olieprijsen dalen, blijft men boren in de schalieolievelden in de VS. Naast het feit dat de olie-industrie in de VS een bedrijfstak is waar men wel gewend is aan prijscycli, is er ook door sommige politici en ondernemers veel prestige geïnvesteerd in dit typisch Amerikaanse succes. Zal Amerika zijn schalieolie-industrie beschermen?

2012-2015: onbeperkt olieaanbod verrast markten

De grootste olieprijsverandering vond plaats tussen maart 1999 en juli 2008. In deze periode van ongeveer 10 jaar verveertienvoudigde de olieprijs van \$10 naar \$140. Tot halverwege 2014 schommelden de olieprijsen rond de \$100, oftewel vijf maal zo hoog als \$20, de gemiddelde prijs in het tijdperk 1986-1999. Deze langdurig hoge olieprijs heeft nieuwe ontwikkelingen op gang gebracht, waaronder de techniek om schalieolie te winnen. Hoge olieprijsen hebben ook gezorgd voor een zuiniger transportvloot (auto's, trucks en vliegtuigen). We constateerden al eerder dat de opkomst van schalieolie in de VS werd gedreven door hoge olieprijsen en lage kapitaalmarktrentes. Nu de Opec geen productiebeperking wenst te bespreken, kiest zij voor een marktgedreven oplossing: het onbeperkt aanbieden van olie om haar marktaandeel te beschermen. Dat bleek voor velen onverwacht, vandaar de grote neerwaartse prijsreactie.

Geschatte ontwikkeling Amerikaanse olieprijs in USD per vat in 2015



Gerealiseerde en geschatte ontwikkeling prijs van lichte Amerikaanse ruwe olie ('West Texas Intermediate') in Amerikaanse dollars per barrel. Bronnen: Bloomberg en ING Investment Office, 24 december 2014. Het geschatte prijsverloop vanaf 2015 is slechts één van vele mogelijke scenario's.

Prijzenoorlog gaande in de oliemarkten

Momenteel (januari 2015) overtreft het aanbod de vraag van olie op de wereldmarkt maar volgens velen zal dit slechts tijdelijk zijn. Immers: als de grote oliemaatschappijen, Opec-landen en schalieoliebedrijven minder investeren in productiegroei vanwege lagere inkomsten door lagere prijzen, zullen de productievolumes afnemen en zal de oliemarkt weer in balans komen. Althans dit is het beeld dat de olieminister van Saoedi-Arabië, Ali Al-Naimi schetst. De prijsval zal stoppen als de markt in balans komt. Daarna zal de prijsontwikkeling van olie sterk afhangen van hoeveel er geïnvesteerd wordt. Dit zal onder andere afhangen van de vraag naar, en de prijs van olie.

3 'zones' olieprijs

Zone 1: \$40 of lager	weinig investeringen en geen productiegroei
Zone 2: \$40 - \$60	industriekosten dalen verder, productie groeit licht
Zone 3: \$60 en hoger	na correctie keren we terug naar de 'oude situatie'

Eén van de vele mogelijke scenario's: na een kort bezoek aan zone 1 in 2015 verblijft de olieprijs een paar jaar in zone 2 om daarna terug te keren naar zone 3.

Terugkeer naar zone 3 realistisch vanwege productiekosten

Waarom houden we een terugkeer naar zone 3 voor mogelijk? In tegenstelling tot het begin van de jaren tachtig is er momenteel geen grootschalige overcapaciteit in de ruwe-oliesector. En de overcapaciteit die er is, kent zulke hoge productiekosten dat deze hogere prijzen nodig heeft om rendabel in productie te worden gebracht. Er zijn in de afgelopen tien jaar namelijk geen nieuwe grootschalige goedkoop te winnen oliereserves gevonden.

Conclusie: toegang tot financiering en technologie wordt nog belangrijker

Schalieolie in de VS zou nooit zo snel zijn gegroeid zonder optimale financieringscondities: lage rente en grote mate van risicoacceptatie van investeerders (en beleggers). Een hele belangrijke factor voor de ontwikkeling en productiegroei van olievelden wordt het antwoord op de vraag: wie krijgt zijn financiering rond en wie niet. Zo zal Rusland als gevolg van de huidige boycot door het Westen minder kapitaal en technologie krijgen om zijn olievelden te ontwikkelen. Mexico krijgt daarentegen volop Amerikaans(e) kapitaal en technologie. Ook militaire veiligheid en politieke stabiliteit spelen een rol.

Wanneer kunnen bijvoorbeeld de relatief goedkoop te exploiteren reserves van Irak weer vol in productie worden genomen? De olieprijs zal voorlopig laag blijven want momenteel is er een concurrentieslag gaande om marktaandeel. De oliemarkten worden pas weer stabiel als er een balans wordt gevonden tussen oude bronnen (zoals van Saoedi-Arabië) en nieuwe bronnen (zoals de schalieolie van de VS). Daarna zal het prijsverloop van meerdere factoren afhangen: geopolitieke ontwikkelingen, ontwikkelings- en productiekosten, het vraag-aanbodsperspectief en de genoemde toegang tot kapitaal en technologie.

Meer weten?

Ga naar ING.nl/beleggen

Of volg ons op Twitter via [@INGnl_IO](https://twitter.com/INGnl_IO)



Disclaimer

Deze publicatie is opgesteld namens ING Bank N.V., gevestigd te Amsterdam en slechts bedoeld ter informatie. ING Bank N.V. is onderdeel van ING Groep N.V. Deze publicatie is geen beleggingsaanbeveling noch een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van enig financieel instrument. ING Bank N.V. betreft haar informatie van betrouwbaar geachte bronnen en heeft alle mogelijk zorg betracht om er voor te zorgen dat ten tijde van de publicatie de informatie waarop zij haar visie in dit rapport heeft gebaseerd niet onjuist of misleidend is. ING Bank N.V. geeft geen garantie dat de door haar gebruikte informatie accuraat of compleet is. De informatie in deze publicatie kan gewijzigd worden zonder enige vorm van aankondiging. ING Bank N.V. noch één of meer van haar directeuren of werknemers aanvaardt enige aansprakelijkheid voor enig direct of indirect verlies of schade voortkomend uit het gebruik van (de inhoud van) deze publicatie alsmede voor druk- en zetfouten in deze publicatie. Auteursrecht en rechten ter bescherming van gegevensbestanden zijn van toepassing op deze publicatie. Overneming van gegevens uit deze publicatie is toegestaan, mits de bron wordt vermeld. In Nederland is ING Bank N.V. geregistreerd bij en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank en de Autoriteit Financiële Markten.