

Lav oliepris bliver ikke tolereret af OPEC+

2024 bliver endnu et år, hvor handlekraften i OPEC+ sættes på prøve. Vi venter, at OPEC+ står klar med nye indgreb ved en Brent oliepris under \$70, og i vores øjne er der udsigt til olieunderskud og højere oliepriser næste år. Et vindue står netop nu åbent for afdækning af dieselforbruget.

- Indkøb af dieselforbrug i 2024: udnyt attraktiv terminskurve
- Oliemarkedet i direkte konfrontation med OPEC+ alliancen

Risikomærkning	<div style="display: inline-block; width: 20px; height: 10px; background-color: #28a745;"></div> <div style="display: inline-block; width: 20px; height: 10px; background-color: #ffc107;"></div> <div style="display: inline-block; width: 20px; height: 10px; background-color: #dc3545;"></div> X
Kompleks	X
Ikke-kompleks	

Se venligst de sidste sider for forklaring.

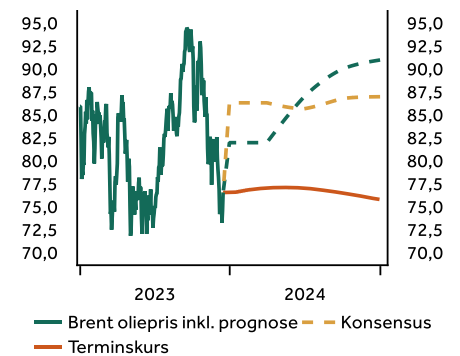
Indkøb af dieselforbrug i 2024: udnyt attraktiv terminskurve

Tvivlen om OPEC+ alliancens fortsatte vilje og evne er brudt ud i lys lue, og på kort sigt er risikoen et yderligere prisfald for at teste, om oliemarkedets uofficielle centralbank står klar med nye indgreb. Vi ser en høj sandsynlighed for, at OPEC+ leverer nye markedsindgreb ved et evt. prisfald under \$70 for Brent råolie. I 2024 venter vi derfor stadig at se et olieunderskud, træk på olielagre og en stigende pris for råolie og diesel priset i både USD og DKK. Vi har dog nedjusteret slutpunktet i 2024 for stigende oliepriser med godt 10%.

Prisen for at afdække et dieselforbrug indtil ultimo 2024 er ca. DKK 4,12 per liter, mens vores dieselprognose peger mod en spotpris stigende mod DKK 4,68 ultimo 2024. En potentiel besparelse på 12%, og kombinationen af en terminskurve i backwardation og forventningen om en stigende oliepris gør det dermed attraktivt at sikre næste års forbrug.

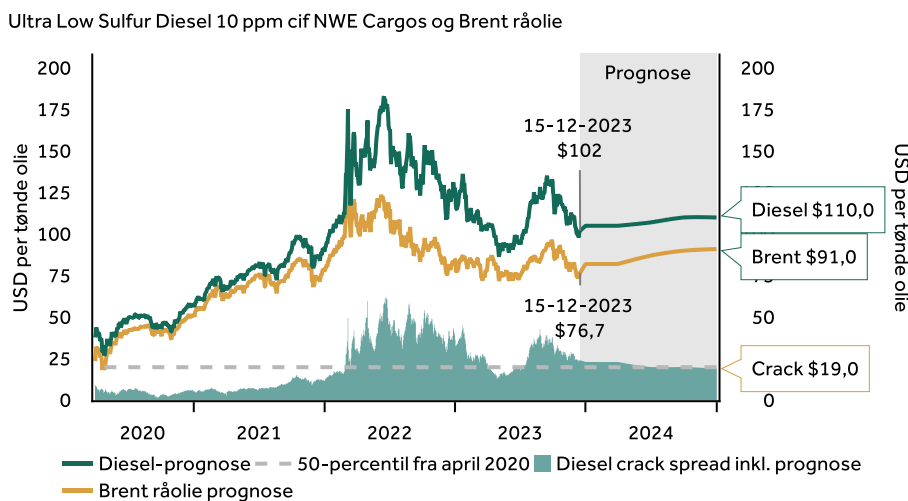
Øjeblikkets mistillid til OPEC+ alliancens handlekraft har på kortsigt åbnet et vindue for at øge eller iværksætte næste års risikoafdækning af dieselforbruget. Et vindue, som tidsmæssigt eksisterer ind i 1. kvartal 2024 indtil, fakta for verdens olielagre afslører det ventede begyndende træk. Falder Brent under \$70 i dette vindue eskaleres sandsynligheden for nye OPEC+ indgreb, og så bør risikoafdækningen eksekveres i vores øjne.

Figur 1: Brent råolieprognose



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 2: Prisen for diesel og råolie svagt stigende gennem 2024



Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S
Valuta- og oliestrategi,
Jan Bylov
+45 89 89 71 68
jan.bylov@jyskebank.dk

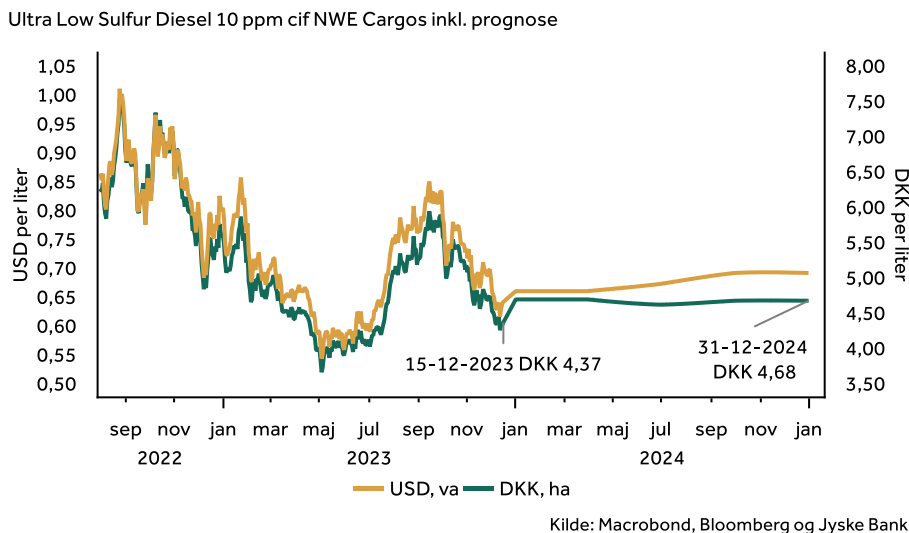
Analytikerassistent,
Janick Rommers
+45 89 89 71 51
jaro@jyskebank.dk

Raffineringen af råolie til bl.a. diesel udgør en ekstra omkostning (crack-spænd), som bl.a. styret af den ledige kapacitet, lagersituationen, vedligeholdelsesperioder og adgangen til "sur" olie. Trods OPEC+ alliancens

Vigtig investorinformation:
Se materialets sidste sider.

produktionsbegrænsninger (inkl. af "sur" råolie og raffineret diesel) forventer vi stadig, at dagens niveau for crack-spændet falder med omkring 25% gennem 2024. Dermed venter vi en returnering til medianen for crack-spændet siden pandemien. G7-sanktioner mod Rusland, de geopolitiske konfrontationer i Mellemøsten og potentielt nye OPEC+ produktionsnedsikringer besidder dog risici for, at adgangen til sur olie blive ramt. Risikoen for crack-spændet er dermed opad.

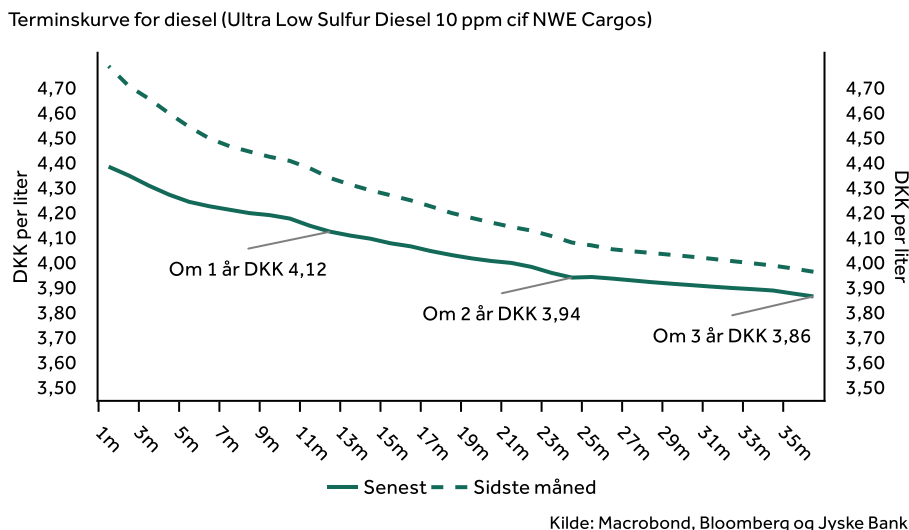
Figur 3: Jyske Banks prognose for engros dieselolie



Termensmarkedet for bl.a. dieselolie er præget af backwardation, dvs. en faldende kurve, hvor en køber af dieselolie kan risikoafdække et fremtidigt forbrug til en lavere pris end handlet i dag (spot). Vi forventer, at backwardation ufortrødent præger markedet gennem 2024.

En forventning, som vi udleder af udsigten til et stramt oliemarked gennem 2024 domineret af et underskud af olie på verdensmarkedet, lagertræk, stram produktionsstyring af OPEC og geopolitiske konfrontationer, hvor olieproducerende lande er direkte eller indirekte involveret.

Figur 4: Terminkurve for engros dieselolie

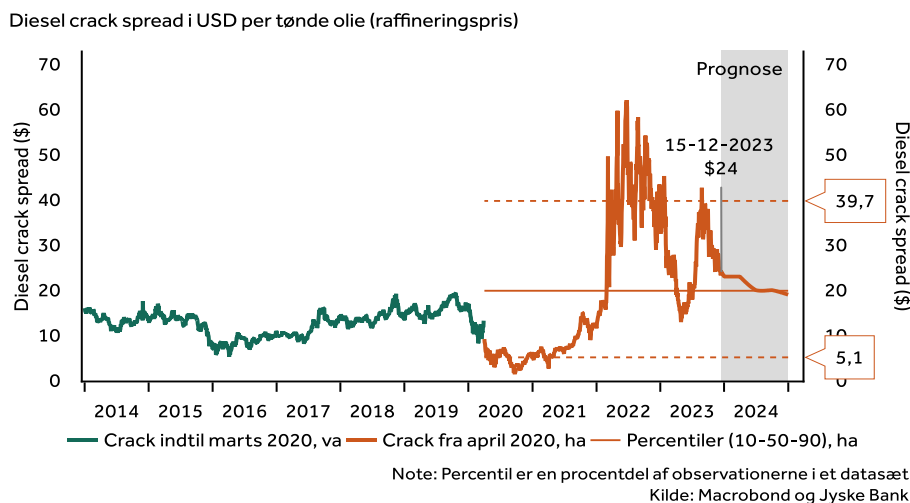


Vigtigt at pointere, at en råvare-terminkurve ikke kan benyttes som en "markedsprognose". Øjeblikkets backwardation (faldende kurve) udtrykker en fysisk ubalance (mangel på både spot råolie og "sur" råolie til dieselraffinerer), og bliver denne fundamentale ubalance ikke løst, vil kurvens hældning ikke blive indfriet. Ergo, bliver ubalancen løst kan kurven blive realiseret.

Oliemarkedets prissætning af crack-spændet lever sit helt eget liv med egne specifikke drivkræfter. I vores prognose for 2024 venter vi et fald fra dagens

niveau og nedad mod medianen på \$19 for det nye energiregime, som er opstået siden pandemien i 2020.

Figur 5: Udsving i crack-spændet mellem diesel og Brent råolie

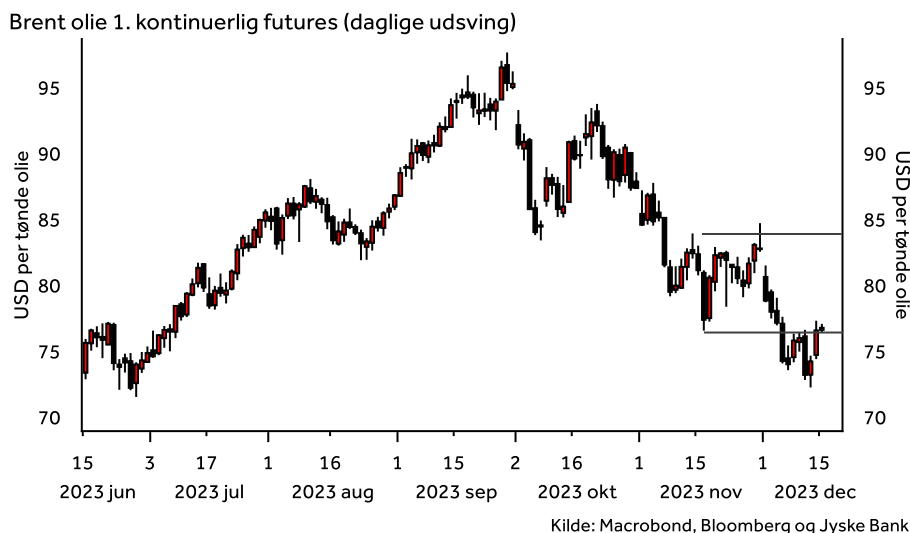


Oliemarkedet i direkte konfrontation med OPEC+ alliancen

November måneds ordinære ministermøde i OPEC+ alliancen endte ikke optimalt for oliemarkedets uofficielle centralbank. Forward Guidance for olieproduktionen i 2024 endte med en yderligere frivillig sænkning af produktionen på ca. 900.000 tønder olie per dag i 1. kvartal 2024.

Fakta er dog, at oliemarkedets aktører efterfølgende har handlet olieprisen under november måneds bund nær \$76... i et signal om mistro til OPEC+ og alliancens evne og vilje til potentielt igen at sænke produktionen.

Figur 6: Mistro til OPEC+ får Brent oliepris til at bryde under november-bund



"We wanted to make sure, first of all, that we have a good deal, a bigger deal than what the market may anticipate. Our guiding principle was to look at what would be the inventory build on first quarter and how we can do a better thing than what the market is expecting. I honestly believe that to continue 2 million will overcome even the huge inventory build that usually happens in the first quarter."

Kilde: Bloomberg TV/Saudi Arabien og Jyske Bank

Figur 7: Interview med Saudi Arabien



Kilde: Bloomberg TV og Jyske Bank

"The OPEC+ production cuts can "absolutely" continue past the first quarter if needed, Saudi Energy Minister Prince Abdulaziz bin Salman said"

Saudi Arabiens energiminister har efterfølgende udtalt, at alliancen "absolut" står klar til at forlænge produktionsnedgangen videre gennem 2024 og ikke blot i 1. kvartal. Et synspunkt, som den russiske energiminister ligeledes støtter op om.

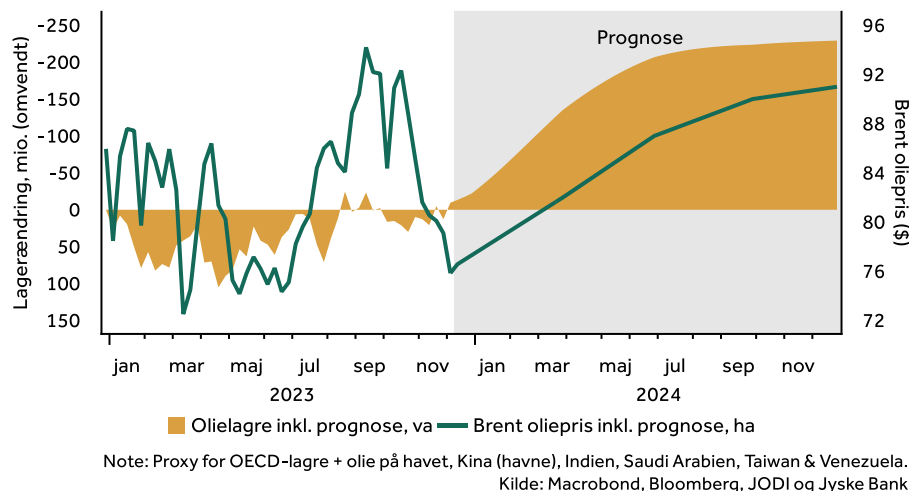
"OPEC+ countries are ready to deepen oil production cuts in Q1 2024 to avoid speculation and limit volatility on the global market, Russian deputy Prime Minister Alexander Novak says, according to Tass."

Det er vores vurdering, at 2023 har oplevet langt større prisudsving, end hvad udsvingene i olielagrene kan godtgøre, jf. figur 8, og heraf udleder vi, at Brent olieprisen først kan stige tilbage mod \$80-niveauet, når prognosen for lavere

olielagre bliver konverteret til faktiske lavere lagre ind i 2024.

Figur 8: Beviskrav om træk fra olielagre FØR højere oliepriser

Ændring i proxy for globale olielagre siden 1. januar 2023 (seneste måned november 2023)



Den fornyede mistro til OPEC+ og salgspresset på olieprisen signalerer også, at der er en betydelig risiko for en udfordring af Brents lavpunkt fra marts 2023 nær \$70, og dermed et tiltagende pres på både Saudi Arabiens breakeven oliepris for de offentlige finanser, som er lig den samlede breakeven for de store amerikanske kommercielle olieselskaber nær \$80 (se evt. mere i [Høj oliepris i 2024 – USA og Saudi Arabien vil forsvare \\$80](#)).

Det er vores vurdering, at OPEC+ under en evt. kommende ny udfordring af \$70 og lavere – med en høj sandsynlighed – vil træde sammen og annoncere:

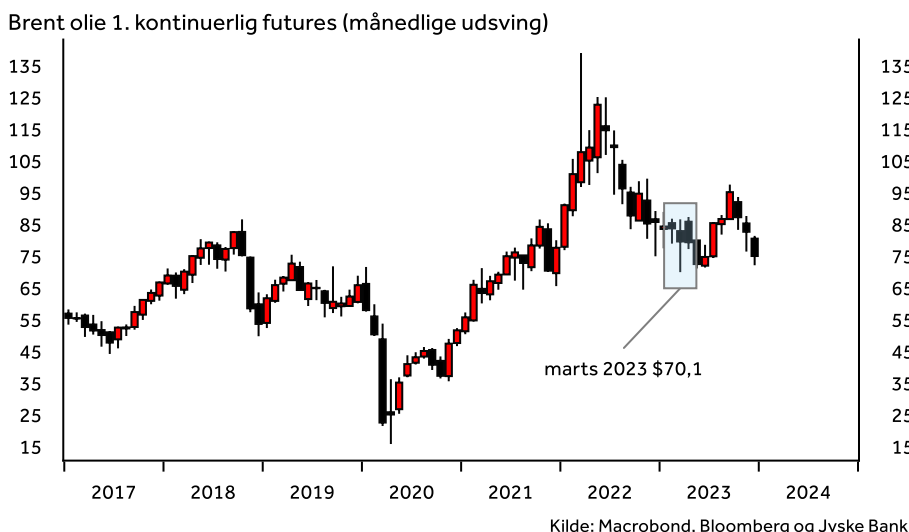
- En forlængelse af den samlede (og frivillige) produktionsnedgang ind i H2 2024 og så længe alliancen forbliver udfordret, eller...
- En yderligere frivillig produktionsnedgang ind i 2. kvartal 2024

“The meeting reaffirmed the continued commitment of the Participating Countries in the Declaration of Cooperation (DoC) to ensure a stable and balanced oil market.”

Kilde: [OPEC OMR](#) og Jyske Bank

Nye tiltag for at sikre, at oliemarkedet kommer i underskud og indleder et træk på verdens olielagre... og derigennem løfter olieprisen tilbage over \$80.

Figur 9: \$70-niveauet et trigger-punkt for yderligere OPEC+ tiltag

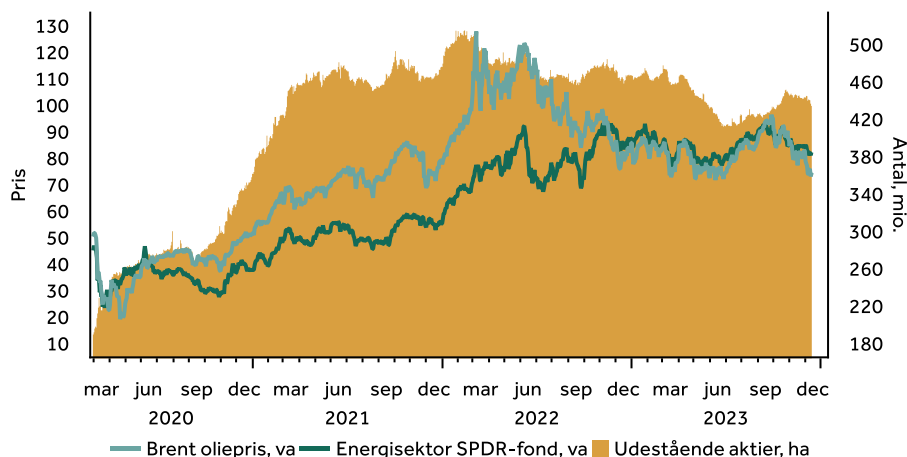


Risikoscenariet

Mistroen til OPEC+ beror på mange historiske begivenheder inkl. egne interne stridigheder. Der eksisterer derfor den **alvorlige – men i vores øjne lave – risiko**, at de seneste års hårde arbejde hen imod en "respekteret" Forward Guidance bliver smidt overbord, hvis **OPEC+ fejler i øjeblikkets direkte udfordring af alliansens vilje og evne til at handle proaktivt** med nødvendige markedsindgreb for at stabilisere oliemarkedet... som i vores øjne inkludere en oliepris over \$80.

Figur 10: Intet kollaps i investorinteresse for olie- & gassektor

Aktiefond med investering i amerikansk olie- og gassektor. Seneste data fra 13. december 2023.



Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

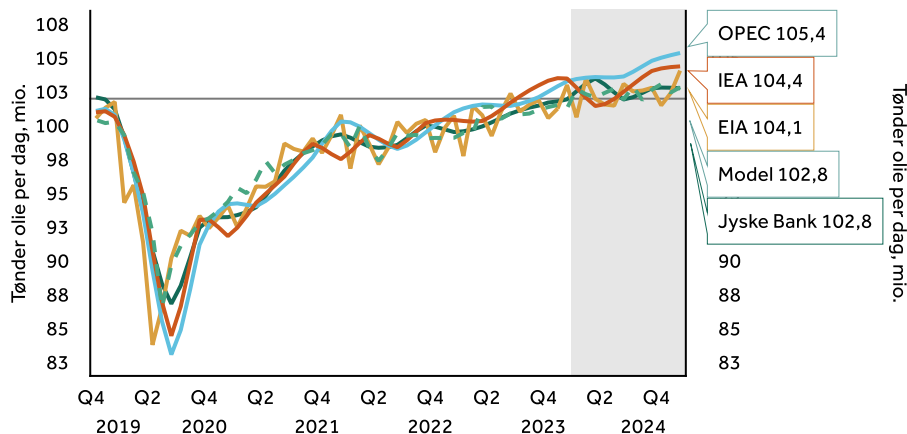
Det er også værd at pointere, at investorinteressen for olie- & gassektoren ikke viser noget tegn på et kollaps trods udfordringen af OPEC+ og olieprisens svaghed, jf. figur 10.

At investorinteressen ikke har lidt noget knæk kan meget vel hænge sammen med, at internationale prognoser for olieefterspørgslen ufortrødent peger mod en **ny rekordstor efterspørgsel gennem 2024**.

Hertil kommer, at det netop overståede **COP28-klimatopmøde** desværre ikke bragte beslutninger, som udfordrer udsigten til helt utilstrækkelige investeringer i de grønne energikilder, og **derigennem en stadig stigende olieefterspørgsel mod 2030**.

Figur 11: Olieefterspørgslen vokser i 2024 og dermed en ny rekord

Internationale prognoser for olieefterspørgsel i verden



Note: Model (VAR) baseret på IMF BNP og befolkningsudvikling fra Verdensbanken.
Kilde: Macrobond og Jyske Bank

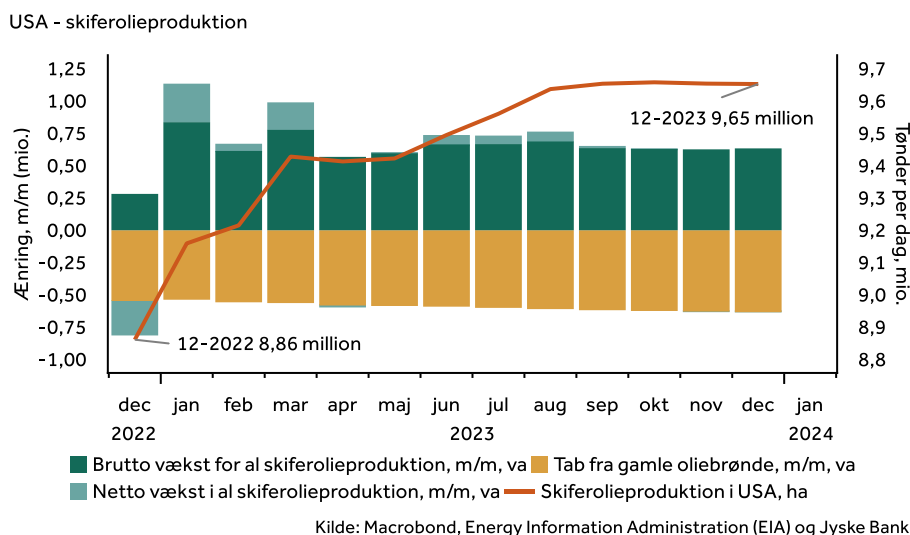
Amerikansk skiferolieindustri overrasker næppe igen i 2024

Gennem 2023 er vi (EIA og OPEC) især blevet overrasket over produktionsvæksten i den amerikanske skiferolieindustri. En vækst, som betyder, at USA i 2023 vil stå for 65% af al produktionsvækst svarende til, at skiferolieproducenterne evnede at øge produktionen med 800.000 tønder olie per dag.

Det lyder måske umiddelbart ikke som noget specielt, men i og med at en skiferoliebrønd løber tør for olie langt hurtigere end en konventionel oliebrønd, så kræver en samlet produktionsvækst, at der hver måned samtidig kompenseres for et stort tab fra gamle oliebrønde.

Således oplever skiferolieindustrien et månedlig tab på godt 600.000 tønder olie per dag fra gamle oliebrønde, jf. figur 12. Der er langt til at øge den samlede produktion!

Figur 12: Skiferolien vokster med 800.000 tønder per dag i 2023



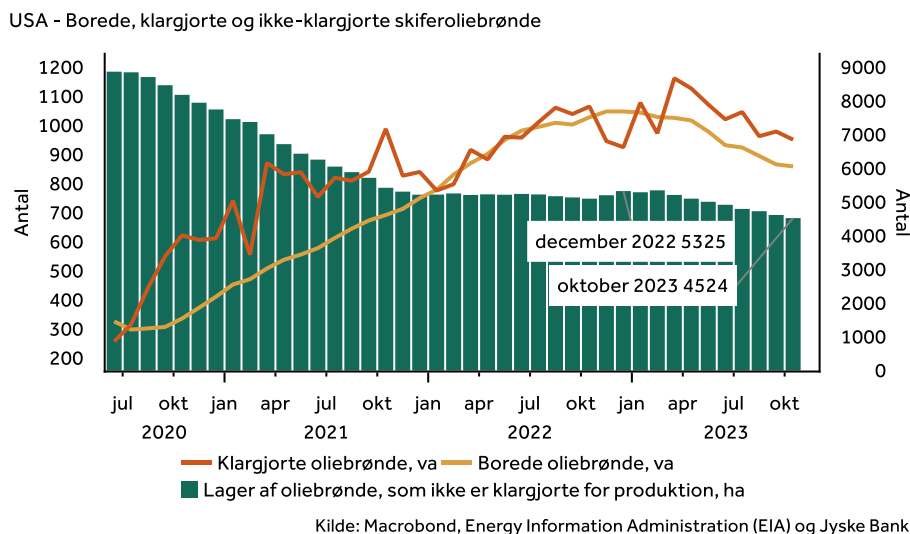
Reelt set er tabet fra gamle oliebrønde lige med produktionen fra nye oliebrønde – altså umiddelbart ingen vækst i skiferolieproduktionen. Men skiferolieproduktionen voksede jo med 800.000 tønder olie per dag i 2023, så hvordan fremkommer det?

Den endelige vækst på 800.000 tønder olie per dag sker på baggrund af et **træk på tidligere borede oliebrønde**, som først i 2023 blev sat i produktion – et unikt kendetegn ved den amerikanske skiferolieindustri.

En mere udførlig beskrivelse af den overraskende produktionsvækst i USA gennem 2023 sker derfor med baggrund i:

1. Et fald i antallet af borede skiferoliebrønde siden ultimo 2022
2. Et fald i antallet af klargjorte skiferoliebrønde siden marts 2023
3. Modsvaret ved at sætte 15% af lagerbeholdningen af "ikke-klargjorte" oliebrønde i produktion

Figur 13: Skifterolieindustriens vækst beror delvist på et lagertræk af brønde



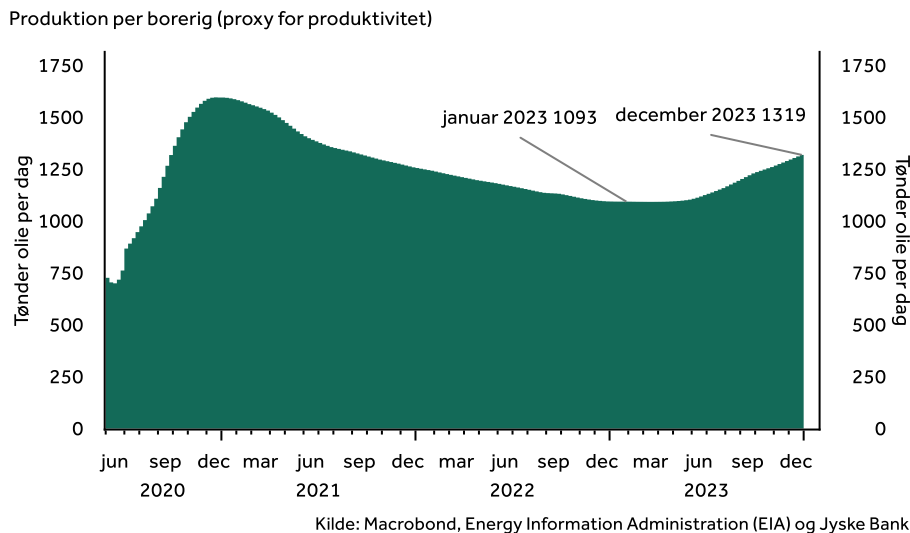
Og den sidste modsvarende faktor i USA's overraskende produktionsvækst i 2023 er, at produktiviteten blev øget med godt 20%, jf. figur 14.

Produktiviteten i den amerikanske skiferolieindustri sker helt traditionelt gennem erfaring og indførslen af mere effektive tekniske metoder til at trække mere olie ud af hver olieboring. ExxonMobil ser meget optimistisk på mulighederne og venter, at skiferolieindustrien kan fordoble produktiviteten (uden noget tidsestimat).

“Shale giant ExxonMobil Corp. is now betting that shale producers can double crude output from their existing wells by employing novel fracking technologies.”

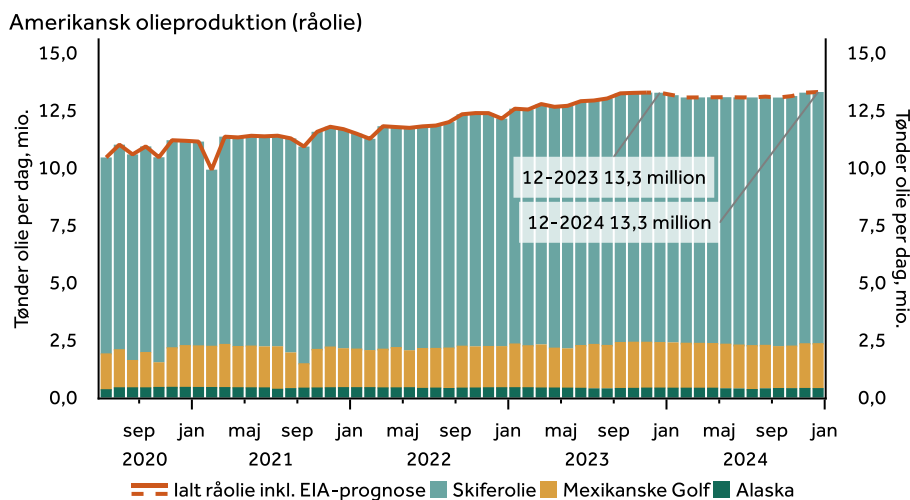
Kilde: Oilprice.com og Jyske Bank

Figur 14: Produktivitetsvækst på 21% i 2023



Det er vores samlede vurdering, at der i 2024 er en lav sandsynlighed for, at skiferolieindustrien gentager succesen og produktionsvæksten, som oplevet i 2023. Vi venter en tæt på uændret skiferolieproduktion i 2024!

Figur 15: Ingen gentagelse af stærk vækst i skiferolieproduktionen for 2024



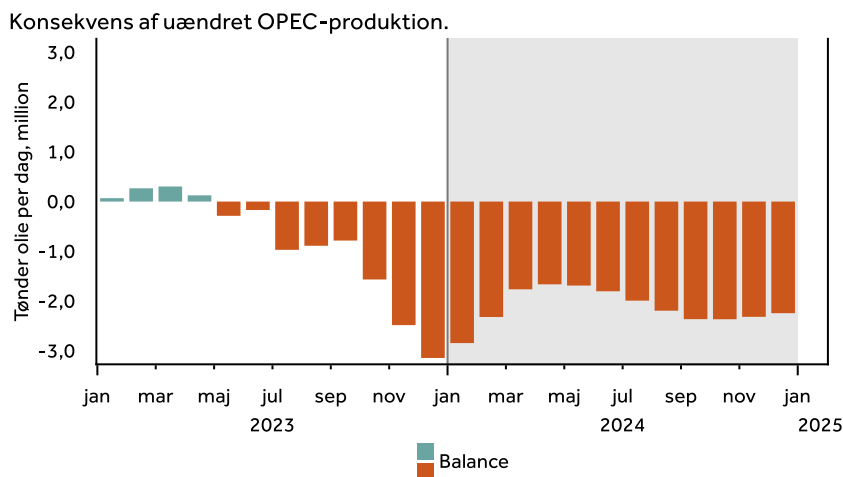
Kilde: Macrobond, Energy Information Administration (EIA) og Jyske Bank

Andre lande som Brasilien (nyt medlem af OPEC per januar 2024), Guyana, Venezuela, Iran og Norge kan naturligvis også overraske i 2024, og det er derfor afgørende for oliemarkedet, at OPEC+ alliancen fastholder viljen og evnen til at gribe proaktivt ind i oliemarkedets fundamentaler.

Alt andet vil forøge prisudsvingene (volatiliteten) og med en høj sandsynlighed et kortsigtet produktionsboom... som skaber et priskollaps og et samtidigt kollaps i olieinvesteringerne (CAPEX). På lang sigt bliver udsigterne derigennem forværret for balancen mellem de kommende års høje efterspørgsel over for et tvivlsomme olieudbud.

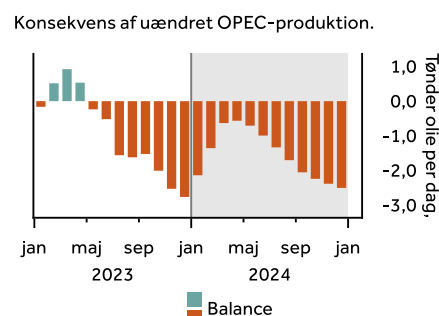
Den effektuerede produktionspolitik (Forward Guidance) af OPEC+ alliancen er derfor nøglen til 2024. Ved alene at forlænge OPEC's november-produktion gennem hele 2024 og benytte øvrige estimater fra OPEC, EIA og IEA (dvs. verdens olieefterspørgsel og produktion for ikke-OPEC), så udleder vi en høj sandsynlighed for, at 2024 bliver præget af olieunderskud, et træk på olielagre og derigennem en højere oliepris.

Figur 16: Forlænger OPEC sin produktion gennem 2024 får vi olieunderskud



Note: Estimer for verdens olieefterspørgsel og produktion for ikke-OPEC kommer tillige fra OPEC.
Kilde: Macrobond, OPEC (The Organization of the Petroleum Exporting Countries) og Jyske Bank

Figur 17: Balance via IEA-prognose



Note: Estimer for verdens olieefterspørgsel og produktion for ikke-OPEC kommer fra IEA.
Kilde: Macrobond, Bloomberg, IEA og Jyske Bank

Konsekvenserne af den seneste måneds begivenheder bevirker samlet set, at vi nedjusterer prognosen for Brent råolie. På kort sigt ser vi en ikke ubetydelig risiko

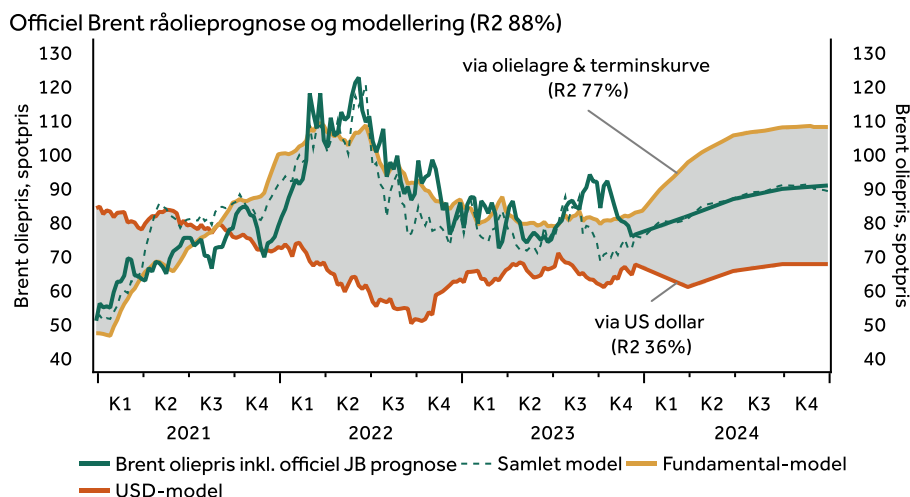
for et yderligere salgspres mod \$70 og lavere, mens vi fastholder, at OPEC+ med en fortsat proaktiv vilje og evne til at ændre på oliemarkedets fundamentaler vil sikre olieunderskud, træk på olielagrene og en højere oliepris gennem 2024.

Tabel 1

Olieprognose	Q1-24	Δ	Q2-24	Δ	Q3-24	Δ	Q4-24	Δ
Brent råolie	\$82	-18	\$87	-16	\$90	-13	\$91	-12
Diesel crack spænd	\$23	0	\$20	0	\$20	0	\$19	0

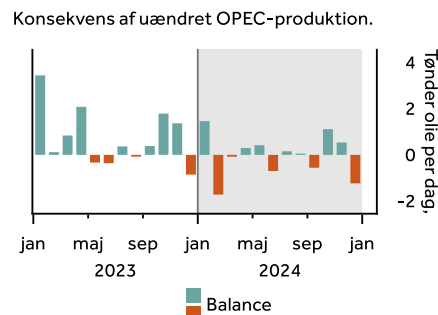
Note: Δ er ændring fra sidste prognose. Kilde: Jyske Bank

Figur 19: Et proaktivt OPEC vil sikre olieunderskud og Brent råolie mod \$90



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 18: Balance fra EIA-prognose



Note: Estimer for verdens olieefterspørgsel og produktion for ikke-OPEC kommer fra EIA. Kilde: Macrobond, Bloomberg, EIA og Jyske Bank

Kalender over vigtige begivenheder

Tidspunkt	Begivenhed
Hver måned	Saudi Arabien evaluerer landets <u>frivillige</u> produktionsbegrænsning hver måned
Hver anden måned	Møde i OPEC's markedstekniske komite (JMMC) hver anden måned (oktober, december etc.). Komiteen kan vælge at mødes oftere, og den kan også indkalde til ekstraordinært ministermøde i OPEC+
Hvert halve år	OPEC+ ordinært ministermøde, hvor produktionsaftale og ændringer vedtages (december & juni)
17. marts 2024	Putin's 5. præsidentvalg afholdes
Juni 2024	OPEC+ produktionskvoter for 2025 fastsættes
5. november 2024	Amerikansk præsidentvalg
31. december 2024	OPEC+ aftale ("Declaration of Cooperation") udløber.

Kilde: Jyske Bank

Vigtig Investorinformation

Jyske Bank A/S (Vestergade 8-16, DK-8600 Silkeborg, CVR-nr. DK-17616617) er under tilsyn af Finanstilsynet.

Analysen er baseret på informationer, som Jyske Bank finder pålidelige, men Jyske Bank påtager sig ikke ansvar for disse informationer rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af analysens informationer eller vurderinger. Analysens vurderinger og anbefalinger kan ændres uden varsel. Analysen er til personligt brug for Jyske Banks kunder og må ikke kopieres. Hvis ikke andet er anført er kilden Jyske Bank.

Dette materiale er en investeringsanbefaling, som er udarbejdet i overensstemmelse med de juridiske krav om objektiv fremlæggelse af investeringsanbefalinger og kravene om investeringsanalysens uafhængighed.

Interessekonflikter

Jyske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og undgå interessekonflikter, og dermed sikre en objektiv udarbejdelse af analyser. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter analyseaktiviteterne i Jyske Markets, der er en forretningsenhed i Jyske Bank.

Herudover må analytikere i Jyske Bank ikke have positioner i de papirer, som de udarbejder analyser om. Dækker en analytiker ind for den ansvarlige analytiker ifbm. sygdom, forretninger o.l. så må denne ikke handle i det pågældende papir på dagen for publicering af analysen og dagen efter. Jyske Bank kan tillige have positioner i de papirer, der analyseres og vil ofte have et forretningsmæssigt forhold til de analyserede virksomheder eller udstedere af de analyserede papirer. Analytikerne modtager ikke betaling fra enheder med interesse i analysen.

Analysen er ikke blevet forelagt udstederen forud for offentliggørelse (medmindre andet er angivet).

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

<https://www.jyskebank.dk/produkter/investering/investeringsinfo>

Modeller

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

- Simple regressionsmodel, hvor olien værdiansættes via variable som f.eks. udviklingen i lagre, udbudssituationer, efterspørgsels indikatorer, råvarepriser og volatiliteter.
- Jyske Markets økonomiske forventninger til vækst, inflation, pengepolitik indgår i modelvariable.
- Positionering, markedspsykologiske vurderinger, spilteoretisk scenarioanalyse og mønstergenkendelsesteknik indgår i vurderingsmaterialet.

Anbefalingsbegreber

Prismål

Prismål afspejler den retning, som olieprisen forventes at bevæge sig i over en given horisont (retning og styrke). Prismålet er et skøn for, hvor vi med overvejende sandsynlighed forventer at se olieprisen på den angivne horisont. Prismålet bør derfor ikke betragtes som et præcist minimum eller maksimum for olieprisen i den pågældende periode.

Anbefalinger

Den enkelte kunde bør i samarbejde med sin rådgiver altid forholde sig til den udvalgte anbefaling og strategi i forhold til kundens risikoprofil og formål.

Opdatering af analysen

Kursmål med forskellige horisonter ud til et år fastsættes månedligt. Anbefalinger og strategier udsendes og opdateres på ad hoc basis.

Risiko

Investering og handel med valuta og renter er behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger i denne analyse kan være forbundet med risiko. Se selve analysen for vurdering af evt. risici. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger i analysen kan ikke ses som udtømmende.

Afkast og kursudvikling

De i analysen vurderede fremtidige og historiske afkast er afkast før omkostninger og skattemæssige forhold, da afkast efter omkostninger og skattemæssige forhold, vil være individuelt afhængig af kunde-, opbevarings-, volumen-, markeds-, valuta- og produktspecifikke vilkår. Det er ikke givet, at et anført forventet fremtidigt afkast vil stemme overens med den faktiske udvikling. De anførte forventede, fremtidige afkast er udelukkende udtryk for vores bedste vurdering. Tidligere afkast og kursudvikling kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Prognoser i analysen kan ikke med sikkerhed anvendes som en sikker indikator for fremtidige afkast.

Oplyste renter og kurser i materialet er enten seneste observerede i markedet jf. påførte tidsstempel. For realkreditobligationer henvises til Jyske Realkredits hjemmeside www.jyskerealkredit.dk/erhverv/kurser. Det er vigtigt at understrege, at de oplyste renter og kurser ikke er handlebare for kunden.

Risikomærkning

Grøn: En type af investeringsprodukt er i kategorien grøn, hvis risikoen for at tabe hele det investerede beløb må betragtes som meget lille, og produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue.

Gul: En type af investeringsprodukt er i kategorien gul, hvis der er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist, og produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue.

Rød: En type af investeringsprodukt er i kategorien rød, hvis der er en risiko for at tabe mere end det investerede beløb, eller hvis produkttypen er vanskelig at gennemskue.

Kompleksitet

For at et produkt kan betegnes som "ikke-kompleks":

- Skal det kunne afhændes, indløses eller på anden måde realiseres til en offentligt tilgængelig kurs.
- Skal det ikke indebære en faktisk eller potentiel forpligtelse for kunden, som overstiger udgiften ved erhvervelsen.
- Skal prissætning fastsættes uden reference til andre værdipapirers priser, samt andre indekser og mål.
- Skal der findes let forståelige, offentligt tilgængelige oplysninger om produktets karakteristika.
- Må produktet ikke være et derivat.