

Et proaktivt OPEC+ må fremrykke Forward Guidance

OPEC+ alliancen må snarligt nå frem til konklusionen og kompromisset, at kernen af OPEC ekstraordinært tillades at forhøje olieproduktionen med minimum 800.000 tønder olie per dag, så olieprisen ikke vedvarende etablerer sig over USD 90, men returnerer mod USD 80.

- OPEC+ presset af geopolitik og haltende produktion
- Truslen fra lave olielagre, ledig produktionskapacitet og investeringer
- Efterspørgselstab indtræffer først over Brent \$100
- Fremryk Forward Guidance eller Brent forbliver over \$90

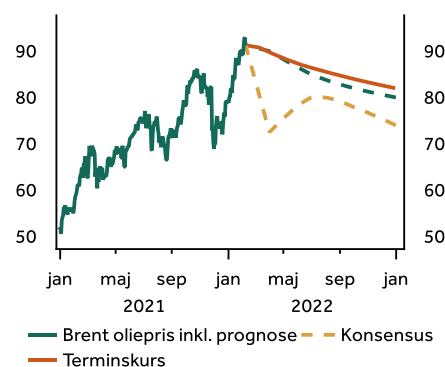
Risikomærkning	■ ■ ■	X
Kompleks		X
Ikke-kompleks		

Se venligst de sidste sider for forklaring.

OPEC+ presset af geopolitik og haltende produktion

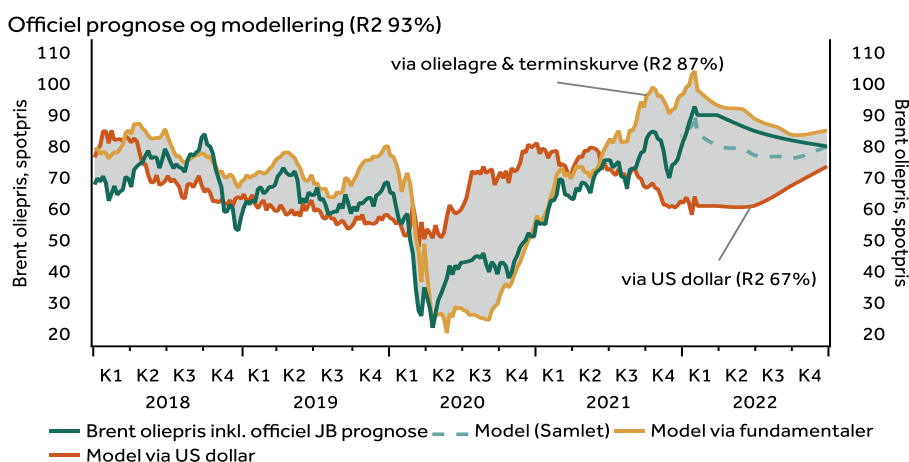
Risiciene fra den geopolitiske konfrontation mellem ikke blot Rusland/Ukraine/Nato men også USA/Iran har løftet Brent olieprisen til USD 91 og dermed en **risikopræmie på omkring USD 7**. En præmie, som sagtens kan **øges til USD 30** under et eskaleret scenarie (dvs. Brent i USD 114). Verdens oliebalance er stram presset af et OPEC+, som i praktisk producerer 800.000 tønder olie per dag færre end annonceret efter produktionsplanen. Og hertil kan vi tillægge en situation med **lave olielagre, lavere ledig produktionskapacitet** og alt for **lave investeringer** (CAPEX). Øjeblikkets oliepris er dog endnu ikke så høj, at efterspørgslen er begyndt at blive negativt påvirket. Dertil viser vores beregninger, at olieprisen skal over USD 100. I vores øjne bliver OPEC+ alliancens fortsatte succes nu udfordret. Ruslands trumfkort i den geopolitiske konflikt er landets energiproduktion, og Putin er næppe indstillet på at frasige sig dette kort. Det er vores forventning, at OPEC+ om kort tid når frem til et **kompromis**, hvor **kernen af OPEC** ekstraordinært tillades at **øge produktionen med min. 800.000 tønder olie per dag**. Sker dette ikke, signalerer oliebalancens stramhed, at Brent olieprisen vil etablere sig over niveauet USD 90, og ikke som vi forventer mod USD 80 i løbet af 2022. Vi har tilpasset prognosen til øjeblikkets geopolitiske realitet.

Figur 1 – Ny Brent olieprognose



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 2: Oliefundamentaler signalerer høj oliepris, mens US dollaren bremser



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

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

Analytikerassistent,
 Benjamin Bech
 +45 89 89 71 79
 bbe@jyskebank.dk

Tabel 1 Ny olieprognose	Q1-22	Δ	Q2-22	Δ	Q3-22	Δ	Q4-22	Δ
Brent	90	+12	85	+7	82	+2	80	0

Kilde: Jyske Bank

Vigtig investorinformation:
 Se materialets sidste sider.

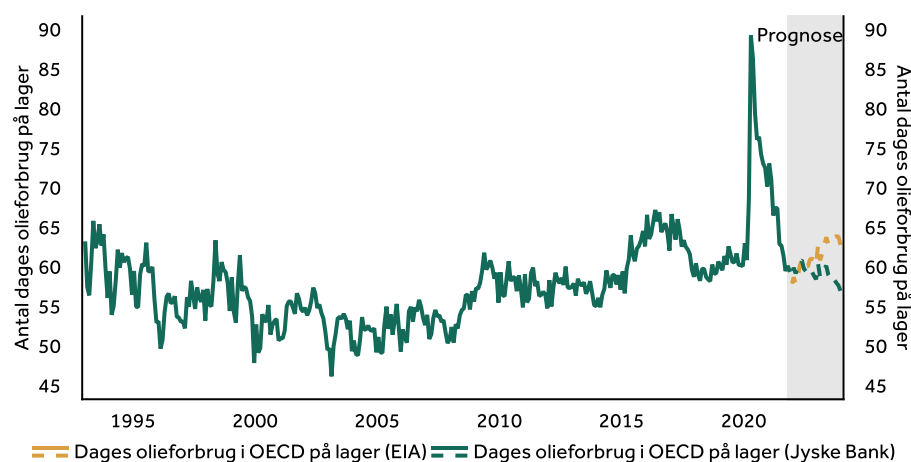
Truslen fra lave olielagre, ledig produktionskapacitet og investeringer

OPEC+ har succesfuldt lagt og eksekveret en Forward Guidance (produktionsplan), som har fjernet den ekstraordinært store lageropbygning under COVID19 og samtidig løftet olieprisen tilbage til et prisniveau, som er attraktivt for de fleste stater i OPEC+ alliancen.

Det er vores estimering, at de næste to år stadig byder på en stram oliebalance, som dermed betyder **yderligere træk på OECD's kommercielle olielagre**. Det signalerer en **risiko for højere oliepriser**. EIA er optimistiske omkring lagerudviklingen.

Figur 3: Stram oliebalance peger mod fortsat træk på olielagrene

Kommercielle olielagre i OECD-lande (dvs. uden strategiske lagre)



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

OPEC har historisk være villig til at investere i og vedligeholde ledig produktionskapacitet. En adfærd, som ikke findes hos de rent kommercielt fokuseret producenter, som f.eks. amerikanske skiferolieselskaber. **Ledig produktionskapacitet er af afgørende nødvendighed** for verdens dominerende energiforsyning, og den benyttes til at udjævne produktionschok (typisk fra geopolitik og uventede produktionsnedbrud) og under stærk vækst i efterspørgslen.

Allerede nu er den ledige produktionskapacitet tæt på medianen for de seneste 25 år, og det er **vores vurdering, at der vil blive trukket yderligere** på den ledige kapacitet i både 2022 og 2023.

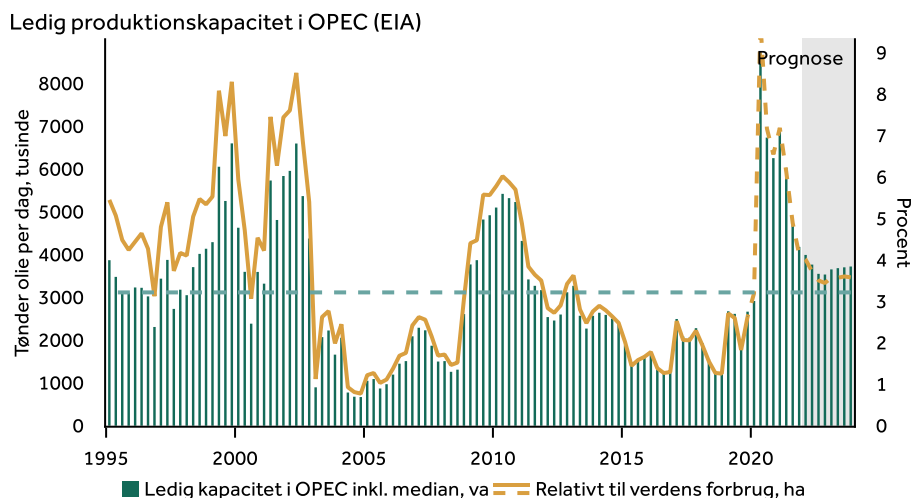
Den russiske energiminister, Novak, vurderer, at hele **OPEC+ alliancen inkl. Iran besidder en ledig kapacitet på omkring 4 mio. tønder olie per dag...** som kan igangsættes over 6-12 måneder (altså ikke i morgen eller i næste uge).

"He estimated current OPEC+ spare capacity at c4mb/d inclusive of Iran, defined as the incremental supply which can be delivered in a 6-12M timeframe"

Kilde: Alexander Novak, Ruslands energiminister

Samtidig har OPEC+ vanskeligheder med at levere den aftalte olieproduktion, og det indikerer, at der eksisterer problemer omkring den faktiske ledige produktionskapacitet (mere om det senere). Igen er vi ikke enige med EIA. En lav og sandsynligvis **lavere ledig kapacitet signalerer et opadgående pres på olieprisen**.

Figur 4: Ledig produktionskapacitet allerede returneret til normalen



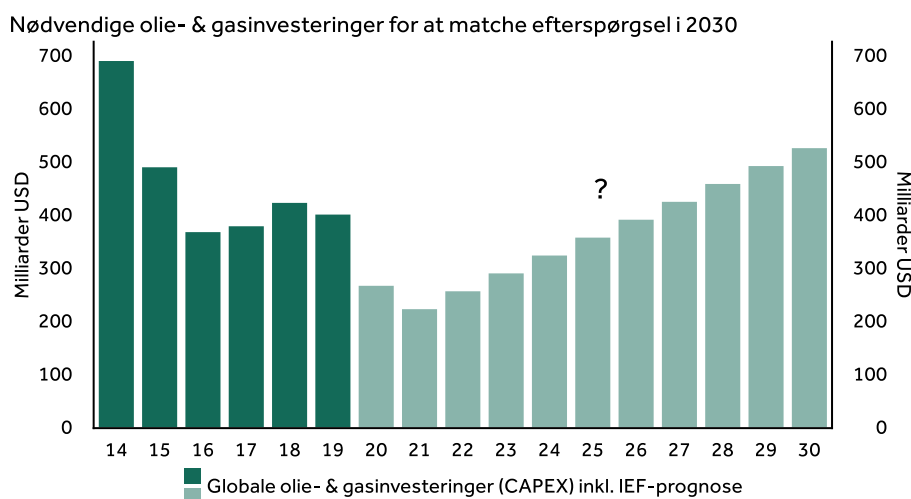
Kilde: Macrobond, EIA og Jyske Bank

I analysen [Få olieproducenter med evnen og viljen – høje priser forude](#) beskrev vi, at de seneste års investeringsniveau i det eksisterende kapitalapparat, efterforskning og olieboring er langt fra tilstrækkelig til at kunne levere den mængde olie og gas, som efterspørgslen i årene mod 2030 kræver.

IEF (sammenslutningen af 71 energiministre i verden) har beregnet, at den nødvendige CAPEX skal mere end fordobles i forhold til sidste år. Samtidig estimerer konsulentfirmaet, McKinsey, at i 2040 skal omkring 40% af verdens olieforbrug komme fra en produktion, som end ikke er vedtaget og godkendt i dag. Det lave investeringsniveau, og det fremtidige enorme behov for kapital, signalerer i vores øjne, at risikoen for olieprisen er opad.

Det er vores vurdering, at oliebalancen er stram, og at den bliver udfordret af: 1) lave olielagre, 2) fortsat faldende ledig produktionskapacitet og 3) et lavt niveau for investeringer (CAPEX).

Figur 5: Investeringerne for lave til at tilfredsstille fremtidens efterspørgsel



Kilde: IEF, Macrobond og Jyske Bank

“Transition-related spending is gradually picking up but remains far short of what is required to meet the rising demand for energy services in a sustainable way. At the same time, the amount being spent on oil appears to be geared towards a world of stagnant or falling demand.”

Kilde: IEA OMR oktober 2021

*By 2040, exploration and production companies need to add 38 MMbD/D of new crude production from **unsanctioned** projects”.*

Kilde: McKinsey & Company ([her](#))

*“An analysis by the IEF, in partnership with BCG, suggests that industry investment will have to rise over the **next three years** by at least 25% yearly from 2020 levels to stave off a crisis.”*

Kilde: IEF ([her](#))

Efterspørgselstab indtræffer først over Brent \$100

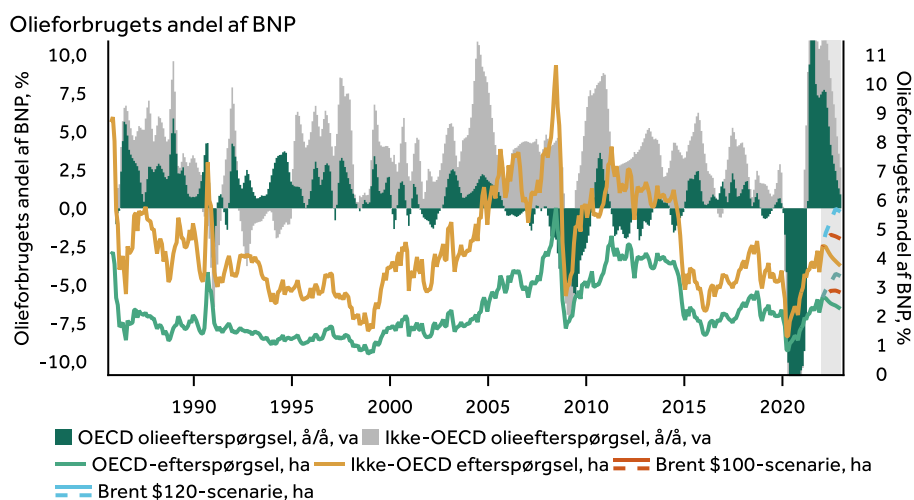
Alle energipriser er eksploderet højere denne vinter, om end mindst for olien. I det perspektiv er det relevant at vurdere, hvornår f.eks. olieprisen bliver så høj, at olieefterspørgslen begynder at falde ("Demand Destruction").

Det er ikke nogen simpel opgave. Først og fremmest er det vores vurdering, at en kontinuerligt lavere olieintensitet i både OECD og ikke-OECD lande generelt sænker olieefterspørgslens prislelsomhed. Altså, en oliepris på USD 90 i 1990 havde en højere negativ påvirkning på efterspørgslen, end hvad vi må forvente her i 2022.

I vores øjne er konklusionen, at OECD-landene først igen begynder at sænke olieefterspørgslen, såfremt andelen stiger til ca. 4% af BNP, og det kræver en Brent oliepris omkring USD 120.

For ikke-OECD lande er konklusionen, at olieefterspørgslen sandsynligvis først bliver negativt påvirket, såfremt andelen stiger til 5-6% af BNP, og det kræver en Brent oliepris på minimum USD 100.

Figur 6: Verdens olieintensitet falder, og det sænker prislelsomheden



Note: vi bruger olieefterspørgslens værdi (USD) i forhold til BNP for at vurdere, hvornår andelen historisk har været så høj, at olieefterspørgslen er begyndt at reagere negativt.

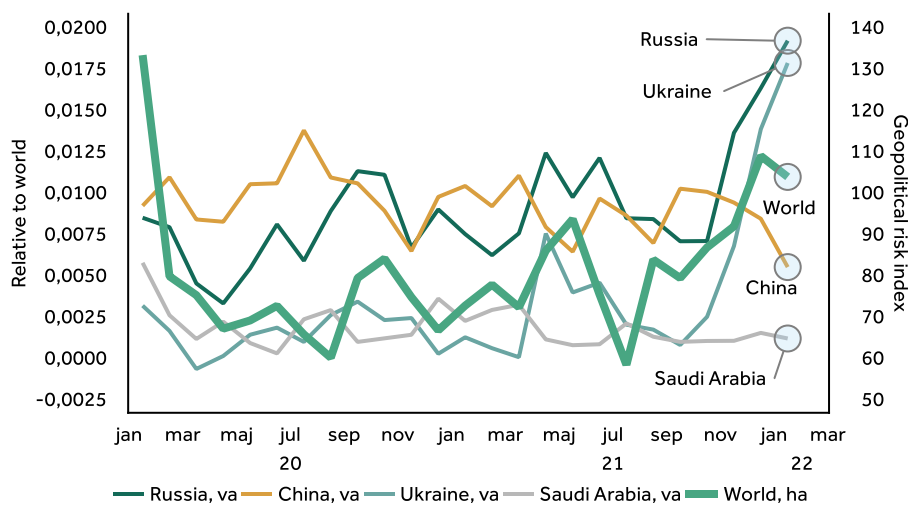
Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Fremryk Forward Guidance eller Brent forbliver over \$90

Geopolitisk konfrontation mellem Rusland/Ukraine/Nato betyder, at olieprisen inkluderer en risikopræmie. Forhandlingerne mellem [P5+1 og Iran](#) om en atomaftale trækker ud, og dermed kommer Iran nærmere et atomvåben i Mellemøsten. En yderligere geopolitisk risikopræmie herfra indregner vi også.

Brent olieprisen nu omkring USD 91, hvilket er 6 USD lavere end modelleret kun med oliefundamenter (jf. figur 2). Havde det ikke lige være for en samtidig stærk USD, så ville olieprisen dermed have været lavt prislelsat på dagens niveau. Vi estimerer, at forskellen mellem dagens Fair Value på USD 84 og spotprisen på pt. USD 91 illustrerer øjeblikket risikopræmie på USD 7. I vores øjne er dette ikke en ekstrem risikopræmie, og risikopræmien vil under et eskaleret scenarie givet kunne forhøjes til USD 30 (dvs. 84 + 30 = Brent USD 114).

Figur 7: Geopolitiske konfrontationer betyder forhøjede risikopræmier



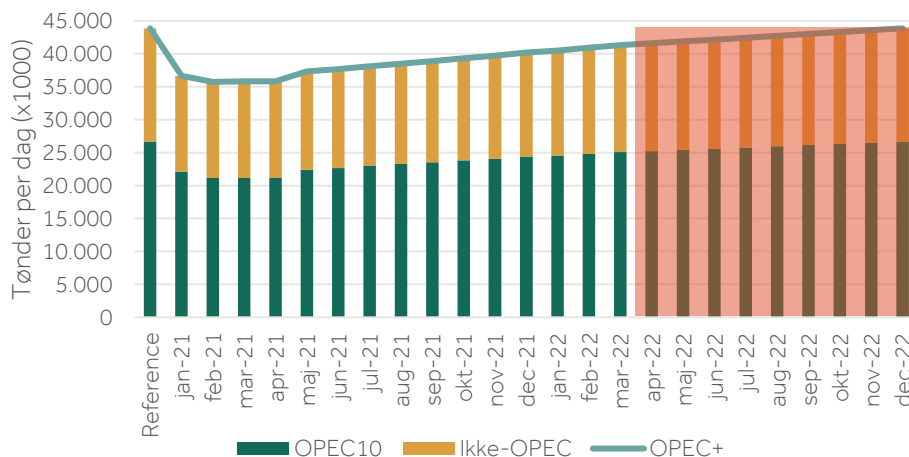
Source: Economic Policy Uncertainty, Macrobond and Jyske Bank

Den generelle tillid til OPEC+ alliancen har indtil nu være tvivlende (bl.a. hos Bloomberg og EIA). Vi er fortsat optimistiske omkring fastholdelsen af samarbejdet, og mens OPEC+ har vist at besidde evnen til at træffe nødvendige proaktive beslutningen, så er handling atter krævet.

Vi vurderer, at OPEC+ snarest må beslutte at fremrykke deres Forward Guidance og højere olieproduktion.

Figur 8: Produktionsplanen må fremrykkes i vores øjne... hvis praktisk mulig

OPEC+ Forward Guidance



Kilde: OPEC og Jyske Bank

En vurdering, som vi baserer på en ufortrødent stærk efterspørgselsudvikling (USA's olieforbrug brød sidste uge over rekorden tilbage fra februar 2007) i en udfordrende kombination med 1) lave olielagre, 2) fortsat faldende ledig produktionskapacitet og 3) et lavt niveau for investeringer (CAPEX).

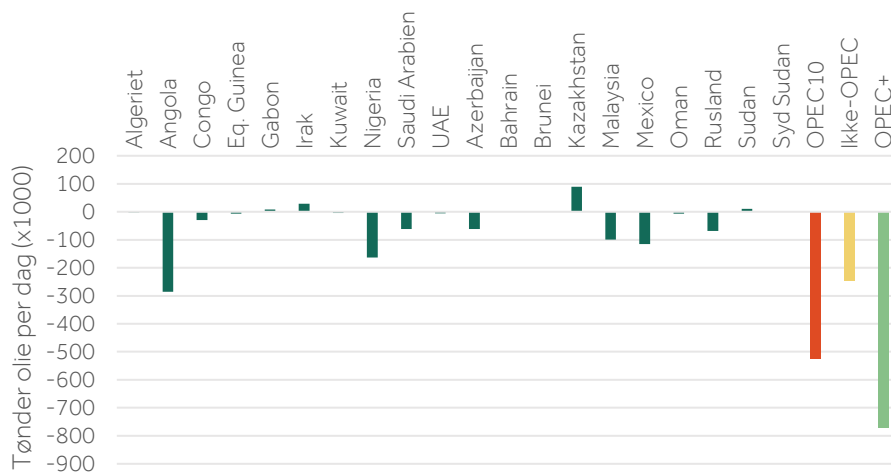
Vi ser to praktiske udfordringer for OPEC+, som alliancen må løse før en ny proaktiv ændring af produktionsplanen kan blive vedtaget.

Rusland er ude i en geopolitisk konfrontation, hvor "energi" (gas & olie) er et trumfkort, som Putin kan trække for at skabe splid i Vestens sammenhold. Saudi Arabien må overbevise Rusland om fordelene før, at Rusland vil stemme for en fremrykket produktionsforøgelse. **Sandsynligheden er næppe bedre end 50%**

Går Rusland med til at fremrykke en produktionsforøgelse kommer **næste praktiske udfordring**. Alliancen har hidtil **ikke** kunnet efterleve de annoncerede produktionsmål, hvor specielt Angola og Nigeria springer i øjnene. I alt leverede OPEC10 og ikke-OPEC i januar hhv. 524.000 og 246.000 tønder olie per dag mindre end aftalt i alliancens produktionsplan for januar. I alt betyder det, at **OPEC+ producerer 770.000 tønder olie per dag mindre end aftalt.**

Figur 9: OPEC+ alliancen kan ikke følge med annonceret produktionsløft

Afvigelse fra januar produktionsplan i OPEC+



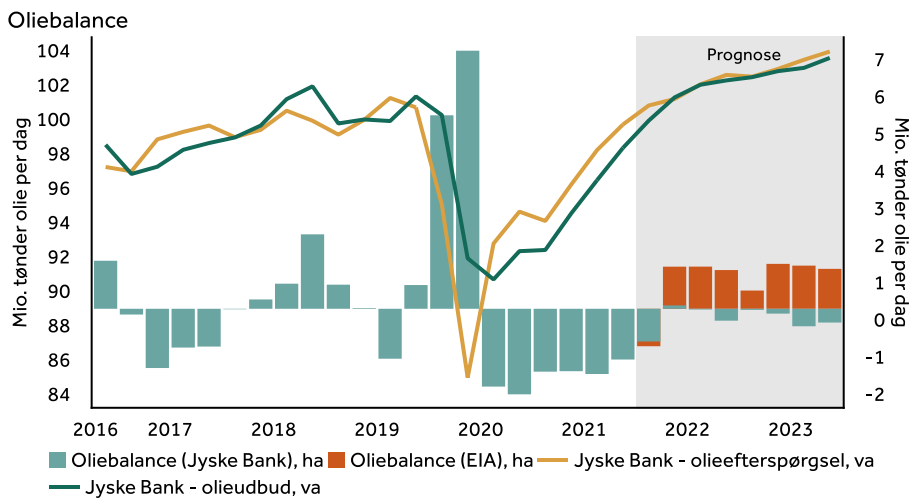
Kilde: Bloomberg, Rystad Energy og Jyske Bank

Oliebalancen er allerede stram (jf. figur 10), OPEC+ producerer omkring 770.000 tønder olie per dag færre end annonceret, og der eksisterer berettiget tvivl, om Rusland netop nu ønsker at frasige sig sit ultimative trumfkort i den geopolitiske konfrontation med Nato/Vesten.

I vores øjne signalerer situationen:

- Såfremt oliebalancen ikke forbedres/lempes, så vil Brent olieprisen forblive over USD 90.
- Givet visse lande i OPEC+ alliancen ikke har evnet at leve op til produktionsplanen, så må lande med ledig kapacitet og viljen træde ekstraordinært til.

Det er vores forventning, at OPEC+ alliancen **snarligt** må nå frem til en konklusion tæt på vores, og at kompromisset ultimativt ender med, at **kernen af OPEC** (Saudi Arabien, Irak, UAE og Kuwait) ekstraordinært tillades at **forhøje olieproduktionen** med **minimum 800.000** tønder olie per dag, så at olieprisen ikke vedvarende etablerer sig over USD 90, men returnerer mod USD 80.

Figur 10: Vi ser en stram oliebalance... EIA er stadig optimistisk

Kilde: Macrobond, EIA og Jyske Bank

Kalender over vigtige begivenheder

Tidspunkt	Begivenhed
Månedlig indtil dec. 22	Møde i OPECs tekniske komite og efterfølgende beslutning blandt OPEC+ alliancens olieministre.
Maj 2022	OPEC+ alliancen forventes til maj 2022 at benytte nye niveauer for den referenceproduktion, som indgår i Forward Guidance (produktionsplan).
Juni 2022	IEA publicerer rapport med anbefalinger om "praktiske skridt til at bringe de globale kulemissioner på linje med vejen til net zero i 2050, samtidig med at det sikres, at de ændringer, dette medfører, er retfærdige og overkommelige, især for udviklingsøkonomier".
Juli 2022	Fixing af Brent oliepris inkluderer nu også USA's WTI Midland. Se evt. mere her .
1. august 2022	Haitham Al-Ghais tiltræder som ny generalsekretær for OPEC
December 2022	OPEC+ produktionsaftale udløber

Kilde: Jyske Bank

Oversigt over olieprisrisici

Periode	Karakter	Vigtighed	Retning
Løbende	Sammenbrud i OPEC+ alliance	Mellem	Ned

OPEC+ alliancen ledet af Saudi Arabien og Rusland er en kæmpe succes med implementeringen af Forward Guidance, som kendt fra pengepolitiske centralbanker. De ydre omstændigheder, som motiverer Saudi Arabien og Rusland kommer fra hhv. [Vision2030](#) og geopolitisk usikkerhed/frygt. Vi vurderer, at alliancens tidligere så frygtet hovedmodstander – den amerikanske skiferolieindustri – udgør en lavere risiko efter, at accelererende ESG-krav og nye højere afkastkrav fra aktionærer sænker de amerikanske olieselskabers muligheder og vilje til ubegrænset vækst.

2022	Geopolitisk konflikt med Iran & Rusland	Høj	Op
------	---	-----	----

USA forhandler med Iran om en ny atomaftale, men har næppe opbakning fra P5+1, da USA er i konflikt med Rusland, og Kina laver selvstændige aftaler med Iran. Iran har eller er meget tæt på at have tilstrækkelig beriget uran (re. CIA/Israel) til at producere et atomvåben inden for 1-2 år. Verden har brug for Irans ledige produktionskapacitet på ca. +1,3 mtd. USA/Vesten/Nato er i konflikt med Rusland, som strukturelt ønsker en større bufferzone ([her](#)) mod vest i lyst af Ruslands historiske erfaringer med invasion fra vest. Annekterer Rusland f.eks. sydøst-Ukraine stiger risikopræmien på olie & gas.

Løbende	Grøn omstilling: ustabil og dyr energi	Høj	Op
---------	--	-----	----

Denne vinters eksplosive prisstigninger på fossil energi kan i vores øjne udtrykke begyndelsen på et nyt og mere volatilt energiregime på vejen **mod** en grøn omstilling. En usammenhængende energiomstilling samtidigt med en ESG-dagsorden, som bremser overgangsinvesteringer i en endnu nødvendig fossil produktion vil uundgåeligt lede til en mindre ledig produktionskapacitet i bl.a. olie. En fremtidig lav ledig produktionskapacitet betyder, at oliebalancen bliver mere følsom for både konjunkturudsving, geopolitiske konflikter og en ustabil vejrafhængig grøn energiproduktion. Vi vurderer, at de kommende års energiproduktion ikke er givet at kunne tilfredsstillende en ufortrødent voksende global energiefterspørgsel. For en strategisk analyse se [her](#).

Løbende	USA vs Kina – en strukturel magtkamp	Middel	Volatil
---------	--------------------------------------	--------	---------

USA's storpolitiske strategi er rette mod at koncentrere sin fokus og ressourcer mod Kinas fremmarch i en intensiveret indsats for at fastholde USA's eneherredømme på den globale scene. Udfaldet er ikke givet, men omfatter cyklisk eskalering, som især vil påvirke olieefterspørgslen (militærkonflikt=oliepris op vs handelskonflikt=oliepris ned). Vi vurderer, at USA ikke vedvarende kan bremse Kinas fremdrift... og derfor at magten i verdens må deles mellem mere end én (multipolar verden). Dette indikerer en mere volatil fremtid ([her](#)).

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://jyskebank.com/da/investinfo>

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 Realkreditss 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.