

# Taktisk energianalyse

Oliemarkedet strammer til før OPEC-møde

Uge 9, 2024

- Naturgas**  
Med rygvind fra temperaturerne og svag økonomisk aktivitet holder forbruget sig lavt, mens inflow af LNG stadig er højt. Gaslagrene vil sandsynligvis slutte sæsonen på det højeste niveau i mere end 10 år. Vi venter et yderligere prisfald og lavere terminspriser. Afvent derfor risikoafdækning af næste vintersæson.
- Diesel**  
Den cykliske top i crack-spændet er fulgt af et overraskende hurtigt tilbagefald, som afkræver ydmyghed. Det er dog vores vurdering, at både geopolitiske og fundamentale faktorer nødvendiggør et højt crack/raffineringspris fremover. Vi forventer, at den samlede dieselpris slutter året noget højere, og det gør risikoafdækning i dag meget attraktiv.
- Brent råolie**  
Geopolitiske konfrontationer er ikke toppet, og risikopræmien holder Brent over \$80. OPEC+ ønsker en stabil Brent over \$80 og lavere olielagre, og vi venter, at OPEC i marts måned forlænger sin nuværende Forward Guidance, og det bør sikre underskud på oliebalancen.
- Energiprognoser**
- Ugekalender**
- Kontaktpersoner**

# Naturgas

**Taktisk anbefaling:** Fundamentale drivkræfter peger mod et yderligere prisfald mod sommeren til €22 per MWH drevet af både cykliske og strukturelle faktorer. Vi anbefaler ufortrødent at afvente en øget risikoafdækning af næste vintersæson (2024/2025), da terminkurven kan sætte sig yderligere hen mod denne sommer.

## Kommentarer:

Temperaturerne i Nordvesteuropa for begyndelsen af marts er igen, igen blevet opjusteret. Sideløbende kan vi konstatere, at det sæsonjusterede inflow af LNG er højt, jf. øverste figur, mens forbruget af naturgas er lavt, jf. nederste figur. Heraf kan vi udlede **en høj sandsynlighed for, at Europas gaslagre slutter vinteren på det højeste niveau i mere end et årti**. Der eksisterer selvfølgelig cykliske risici relateret til 2025-vintersæsonen (vejr & uventede leverancestop), men udsigten til et strukturelt lavere gasforbrug i Europa i kombination med de kommende års voldsomme vækst i den globale LNG-eksportkapacitet ([forstærket af Qatar i går](#)), så venter vi en naturgaspris og en terminkurve under strukturelt pres.

Den **faldende pristrend siden november er intakt**, og de fundamentale drivkræfter peger mod et yderligere prisfald.

## Risici for lavere priser:

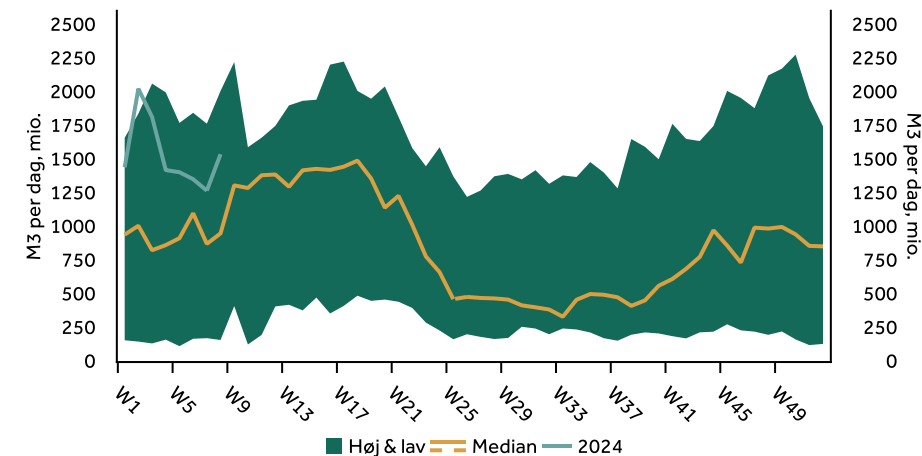
- Vores beregning af profitmargin (netback) for LNG-eksport til Europa og Asien er i favør af Europa og ikke mindst med trafikken gennem Panamakanalen begrænset, dvs. **ingen grund til at frygte en omdirigering af LNG mod Asien**.
- Den europæiske økonomi er stagneret og endnu en varmere end normal vinter nærmer sig afslutningen. Vi forventer, at **gaslagrene slutter vintersæsonen mere end 56% fyldte** forud for genopfyldning mod oktober 2024.
- **Strukturelt er efterspørgslen på vej ned, mens LNG-eksportkapaciteten øges kraftigt fra 2025**, og den cocktail mindsker behovet for høje risikopræmier hen over næste vintersæson... i vores øjne.

## Risici for højere priser:

- LNG-trafikken gennem Det Røde Hav (og Panamakanalen) er ophørt. Den reelle effekt på prisdannelsen er dog yderst begrænset, og data for skibstrafikken indikerer, at stort set al LNG-trafik nu går omkring Kap Det Gode Håb.
- Texas Freeport LNG-eksportterminal har stoppet 1 af 3 linjer for vedligeholdelse i omkring 1 måned, hvilket midlertidigt kan bremse den amerikanske eksportmængde mod Europa (og Asien). Denne potentielle risiko er dog begrænset i lyset af den europæiske lagersituation og varme vinter.

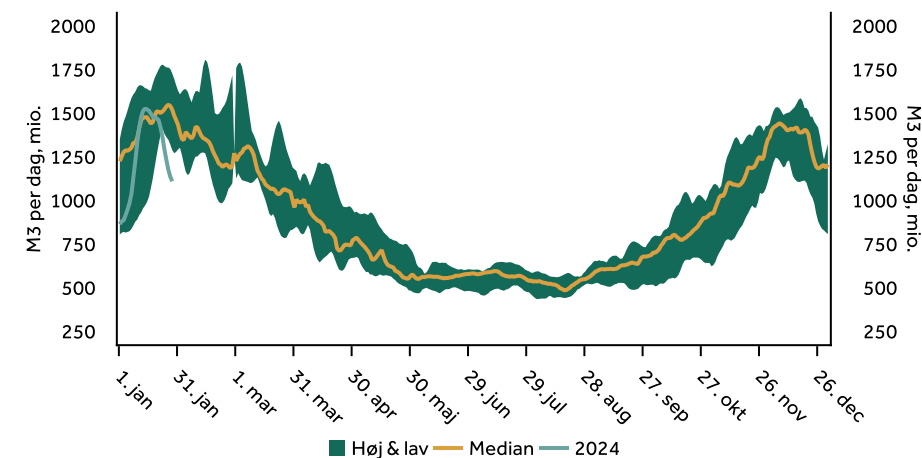
**Vores samlede vurdering** er præget af en favorabel situation for Europa med et lavt forbrug, højt inflow af LNG og lagre, som slutter vinteren mere end halvt fyldte. Vi venter, at den europæiske naturgaspris mod sommeren bevæger sig videre nedad mod niveauet €22, og herefter en vending højere i opfyldningssæsonen mod €30 ultimo 2024. I det lys anbefaler vi at afvente en øget risikoafdækning af næste vintersæson (2024/2025). **Terminkurven kan stadig sætte sig yderligere.**

Sæsonudsving i LNG til Europa siden 2016 (seneste data fra 22-02-2024)



Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

Sæsonudsving i forbruget af naturgas i Europa siden 2016 (seneste data fra 28. januar 2024)



Note: 1 uges gennemsnit af forbrug. Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

# Diesel

**Taktisk anbefaling:** Diesel-cracket er faldet dybt tilbage, men vi vurderer, at fundamentale faktorer nødvendiggør et højt crack (raffineringspris) fremover. Samtidig bevirker dieselmarkedets backwardation en attraktiv termskurs, og vi anbefaler at øge risikoafdækningen af dieselforbruget i 2024 og ind i 2025.

## Kommentarer:

Mens vi vurderer, at fundamentalerne bag diesel-crack'et fremstår uændrede støttende for et højt crack gennem 2024, så har vores advarsel i sidste uge om en cyklisk top udviklet sig langt hurtigere end forventet, jf. øverste figur. **En ugunstig markedsadfærd tjener altid som en alvorlig advarsel om ydmyghed i fortolkningen af den fundamentale baggrund.** Den fundamentale baggrund og drivkræfter ser vi således...

## Risici for et højt diesel crack-spænd:

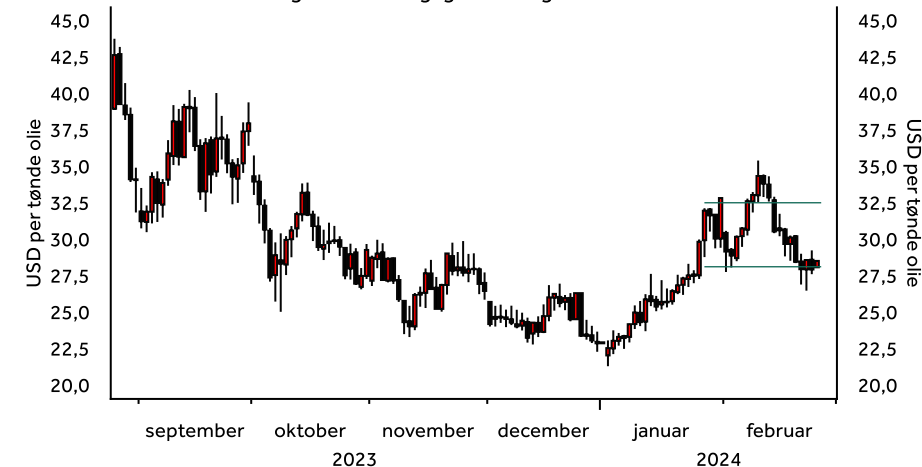
- På det geopolitiske plan er der ingen tegn på en deeskalering (mere under råolie), og skibstrafikken gennem Suezkanalen falder stadig. **Fragtpriser og dermed udgifter er faldet tilbage, men en fuld normalisering er næppe sandsynlig, og hermed fastholder vi behovet for et højt crack som dispensation for høje fragtomkostninger.**
- Ukraine har bevist med droneangreb, at de kan bremse **russisk olieraffinering**. Det presser det globale udbud af raffinerede produkter, og et fortsat højt crack kan derigennem være nødvendig for profitabelt at køre med en **højere kapacitetsudnyttelse hos ikke-russiske raffinaderier**.
- **Produktionsnedsættelserne** i OPEC+ (Forward Guidance) og **sanktioner** mod Rusland, Venezuela og Iran mindsker tilgængeligheden af "sur" råolie (god til diesel-udvinding). Mindre optimal raffinering til diesel fra "lettere" olie (f.eks. skiferolie) kræver et højere diesel-crack for profitabelt at levere den nødvendige mængde af diesel til verden.
- **Produktlagre** - og ikke mindst af diesel - er ufortrødent meget lave set i forhold til normalen siden 2010, og med **positive makroøkonomiske overraskelser** siden januar og konsensus opjusteringer af væksten for 2024 venter vi trendvækst i efterspørgslen efter olieprodukter.

## Risici for et lavere diesel crack-spænd:

- Geopolitiske konfrontationer i Mellemøsten og med Rusland, Venezuela og Iran kan blive løst og mindske manglen på "sur" olie, og færre konfrontationer vil tillige kunne returnere fragtpriserne mod et mere normalt niveau.
- Dybere økonomisk afmatning kan mindske industriens og transportsektorens efterspørgsel efter diesel

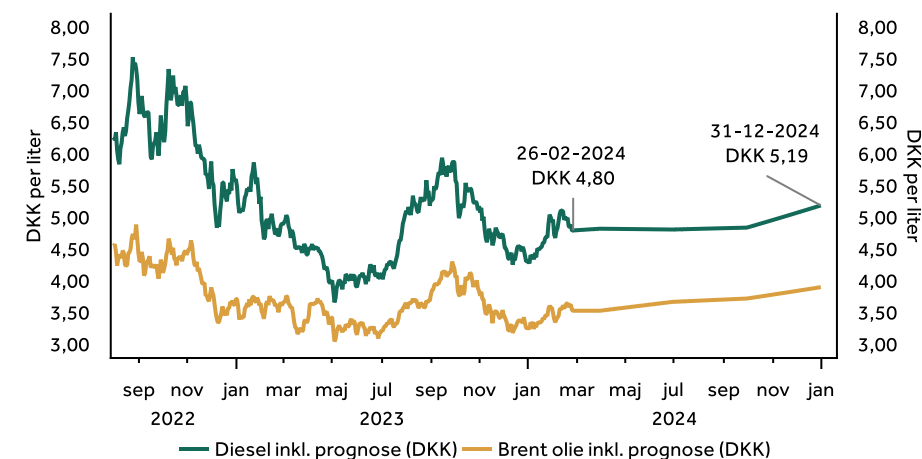
**Vores samlede vurdering** er, at diesel-crack'et vil stabilisere sig på et højt niveau gennem 2024, og vi venter en dansk dieselpriis i DKK 5,19 per liter ultimo 2024. Terminalsprisen om 1 år er derimod DKK 4,25 pga. markedets backwardation. **Det er vores vurdering, at den attraktive termspris bør udnyttes, hvis risikoafdækning for 2024 er lav, og samtidig anbefaler vi at øge risikoafdækningen af 2025-forbruget.**

Diesel-crack 1. kontinuerlig futures (daglige udsving)



Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

Prognoser for diesel og Brent råolie (DKK)



Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

# Brent råolie

**Vurdering:** Geopolitisk risikopræmie har løftet Brent over \$80, men fraværet af en stabil råoliepris højere end \$80 betyder i vores øjne, at OPEC+ forlænger sin Forward Guidance i marts for at mindske olielagrene i 2024, fastholde backwardation og en sikre en oliepris over \$80. Vi forventer, at Brent stiger mod \$90 ultimo 2024.

## Kommentarer:

**De geopolitiske konfrontationer er ikke toppet.** Israel vil angribe Rafah, såfremt de resterende gidsler ikke er frigivet før ramadanen i marts. Houthi-bevægelsen har for første gang angrebet et skib med UUV (ubemandet undervandsfartøj). **Skibstransporten gennem Suezkanalen nåede i sidste uge et nyt lavpunkt.** Rusland taler nu åbent om **nødvendigheden af et forsvar af landets olieraffinaderier** (over for ukrainske droneangreb). **Oliemarkedet strammer til**, hvilket ses af prisforskellen mellem fysisk og finansiell olie, jf. øverste figur. Og vi er nu tæt på marts måned, hvor OPEC+ alliancen skal træffe beslutning om en forlængelse af deres nuværende Forward Guidance (hvilket vi forventer vil ske).

## Risici for højere råoliepriser:

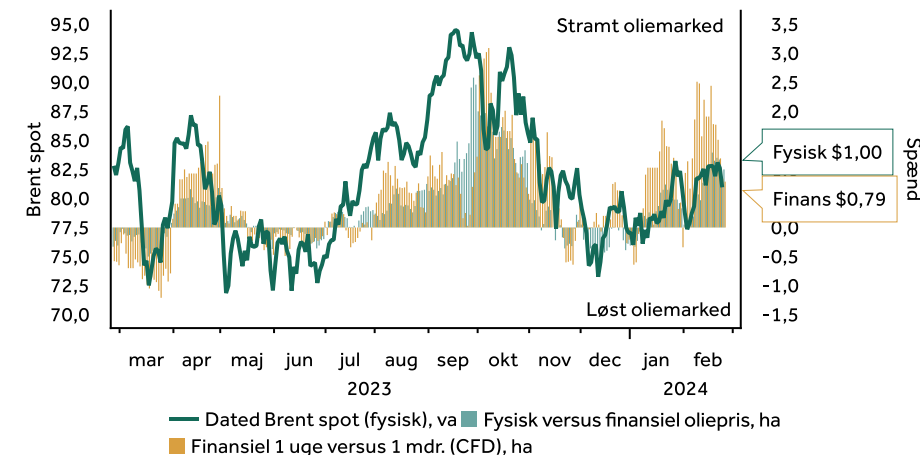
- OPEC+ alliancen ønsker en Brent olieprisen stabiliseret over \$80 også uden øjeblikkets geopolitiske risikopræmie for bl.a. at sikre balance på Saudi Arabiens offentlige finanser, og for at sikre nødvendige olieinvesteringer (CAPEX) til at indfri en stadig globalt voksende oliefterspørgsel mod minimum 2030.
- De økonomiske nøgletal i G10-landene overrasker positivt, og siden årets start er konsensus for 2024-væksten blevet opjusteret for ledende lande ex. euroområdet. Den globale PMI (ledende indikator) for service- og industrisektoren er hhv. 52,3 og 50, og dermed en pegepil om fremdrift i efterspørgslen.
- **Med en høj sandsynlighed vil vi i 2024 opleve trendvækst (+1,4 mio.) og en ny rekord i verdens oliefterspørgsel.**

## Risici for lavere råoliepriser:

- Den globale vækstmatning siden 2022 kan stadig udvikle sig overraskende negativt drevet af kaskadeeffekter fra det kinesiske ejendoms- og aktiemarked samt en lavere international samhandel bremset af en strukturelt stigende tendens for geopolitiske konflikter. Lavere oliefterspørgsel kan øge olielagrene.
- USA's skiferolieindustri kan overraske endnu et år med større olieproduktion end konsensus-estimerer.
- Trods OPEC+ alliancens Forward Guidance lykkes det ikke at forhindre en stigning i de globale olielagre.

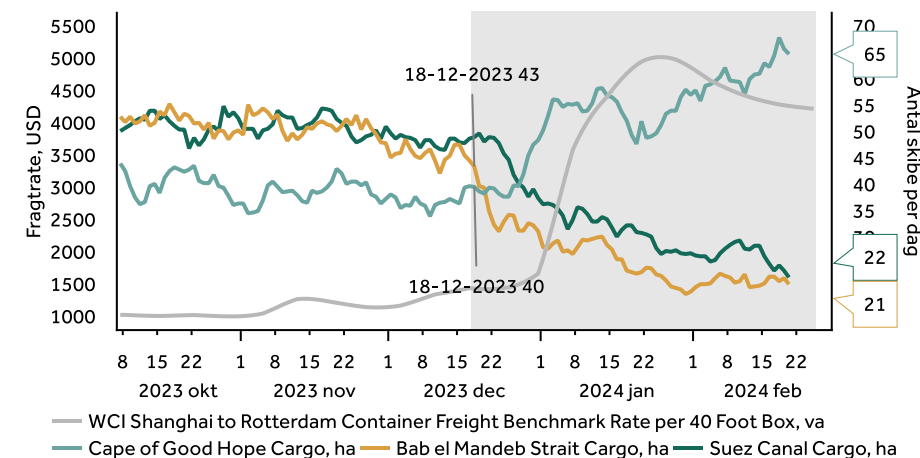
**Vores samlede vurdering er en Brent råoliepris stigende mod \$90 ultimo 2024.** Verdens olielagre har været stabile i omkring et år trods Forward Guidance (produktionsnedsættelser) fra OPEC+ og alliancens ønske om Brent stabiliseret over \$80. Heraf udleder vi, at OPEC+ forlænger Forward Guidance i marts for at sikre et fald i verdens olielagre, og derigennem fastholde oliemarkedet i backwardation og en højere Brent oliepris (stigende mod \$90 i vores øjne).

Prising af Brent olie - fysisk versus finansiell



Kilde: Macrobond, Intercontinental Exchange (ICE), Bloomberg og Jyske Bank

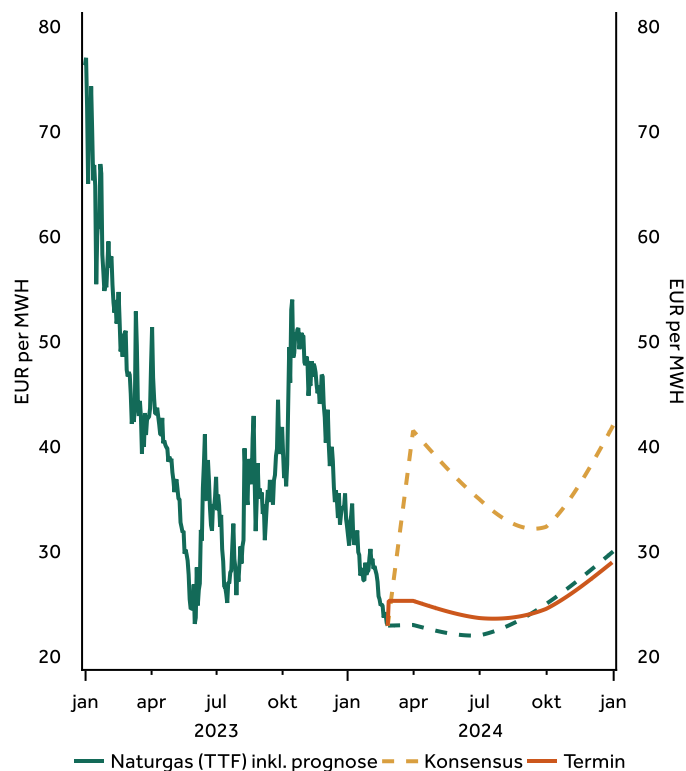
Transportknudepunkter for containerskibe (seneste data fra 20. februar 2024)



Kilde: Macrobond, IMF PortWatch og Jyske Bank

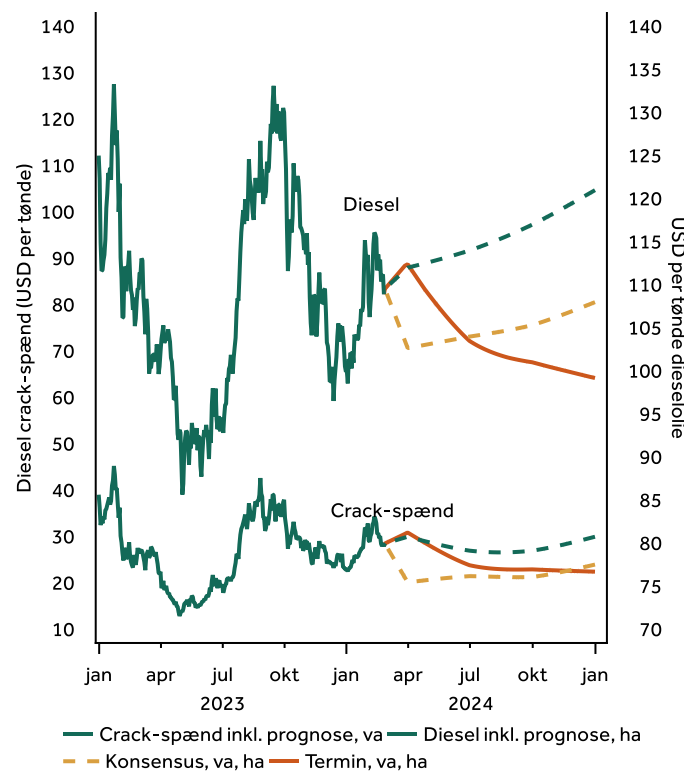
# Energiprognooser

## Naturgas (TTF)



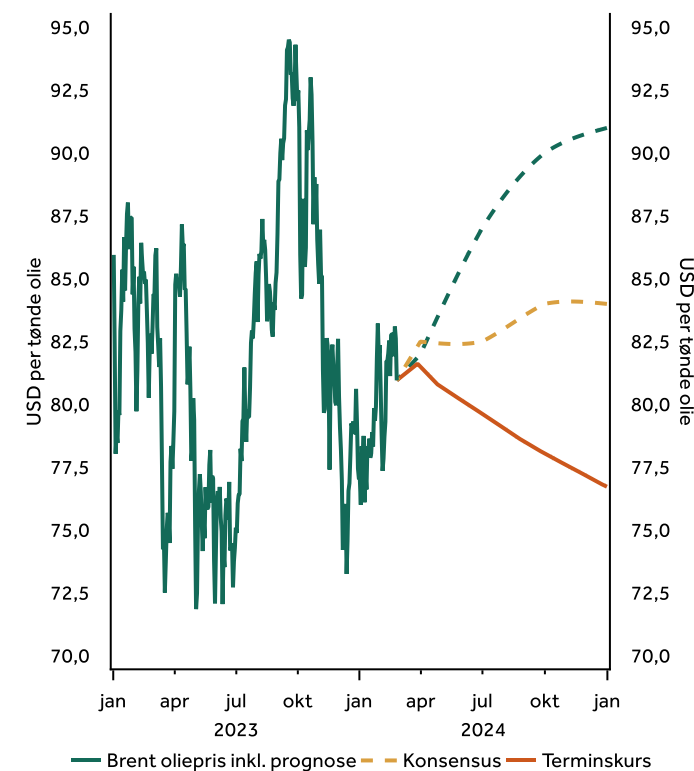
Kilde: Macrobond og Jyske Bank

## Diesel og crack-spænd



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

## Brent råolie



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

# Ugekalender

Begivenhed		Dag	Note
Ingen		Mandag	
USA	Olielagre (API)	Tirsdag	
EU USA USA	Råolielagre i ARA BNP for 4. kvartal Olielagre (EIA)	Onsdag	
Kina EU USA	PMI (ledende indikator) Produktolielagre i ARA Naturgaslagre (EIA)	Torsdag	
Kina EU USA USA USA	PMI (ledende indikator) Futures positionering (ICE) ISM (ledende indikator) Borerigge (Baker Huges) Futures positionering (CoT)	Fredag	
Ingen		Lørdag	
Ingen		Søndag	

# Kontaktpersoner i Jyske Markets



**Lars Tragstrup,**  
Vice President

Email: [Lars.Tragstrup@jyskebank.dk](mailto:Lars.Tragstrup@jyskebank.dk)  
Telefon: +45 87578216  
Mobil: +45 22807826



**Lasse Laursen,**  
Senior Sales Manager

Email: [llau@jyskebank.dk](mailto:llau@jyskebank.dk)  
Telefon: +45 87578217  
Mobil: +45 25369990



**Per Andersen,**  
Senior Sales Manager

Email: [pean@jyskebank.dk](mailto:pean@jyskebank.dk)  
Telefon: +45 87578268  
Mobil: +45 29132994

## 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.

Analysen og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

Analysen og anbefalinger er investeringsanbefalinger medmindre andet er anført. Analyserne udarbejdes 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.

Kvantitative anbefalinger på enkeltstående baseret på Jyske Quant modeller bygger på en kvantitativ metode. Det sikrer, at der ikke opstår interessekonflikter, da anbefalinger i analysen dannes på baggrund af den samlede Quant score.

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:

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

For uddybning af vores anvendte modeller klik [her](#).

### Anbefalingsbegreber

#### Prismål

Prismål afspejler den retning, som prisen 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 prisen på den angivne horisont. Prismålet bør derfor ikke betragtes som et præcist minimum eller maksimum for prisen 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

Analysen, anbefalinger og ad hoc publikationer opdateres ikke. I stedet offentliggøres en ny publikation, når og hvis Jyske Bank finder det nødvendigt. Kvantitative anbefalinger på enkeltfondskoder opdateres løbende. Se analysens forside for dato og tidspunkt for offentliggørelse.

#### Risiko

Investering kan være behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger kan være forbundet med risiko. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger kan ikke ses som udtømmende. Handles værdipapirer i en anden valuta end investors basisvaluta, så påtager investor sig en valutarisiko. Er der tale om en ADR eller lignende, er valutarisikoen forbundet med den valuta, som moderselskabet handles i.

#### 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 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.

Alle oplyste kurser er seneste lukkekurser før analysens offentliggørelse, medmindre andet er anført.

#### Skat

Den skattemæssige behandling af investeringer kan være fra kunde til kunde. Kontakt din skatterådgiver for de skattemæssige konsekvenser af dine investeringer.

#### Flere informationer

I analyser og anbefalinger kan der blive henviset til andre analyser og anbefalinger. I sådanne tilfælde vil der være et link, hvor der kan findes fyldestgørende oplysninger omkring den specifikke anbefaling.

Læs mere omkring vigtig investorinformation i forhold til Jyske Banks analyser og anbefalinger på [jyskebank.dk/investorinformation](https://www.jyskebank.dk/investorinformation).