

Høj oliepris i 2024 – USA og Saudi Arabien vil forsvare \$80

Det seneste olieprisfald gør det attraktivt at øge risikoafdækningen af næste års olieforbrug. Olieefterspørgslen er på vej mod en ny historisk rekord, og der er udsigt til et underskud af olie i 2024. USA og Saudi Arabien har sammenfaldende interesser og vil "forsvare" en råoliepris nær \$80.

- Afdæk dieselforbrug: attraktiv terminkurve og højere priser i -24
- Fundamentalt olieunderskud trækker råolieprisen opad over \$100
- USA løfter købspris til olielager... tæt på Saudi Arabiens breakeven

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.

Afdæk dieselforbrug: attraktiv terminkurve og højere priser i -24

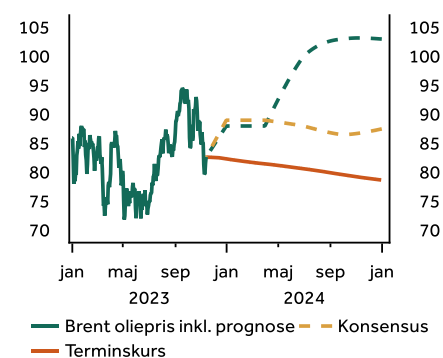
Der er udsigt til et underskud af olie på verdensmarkedet i 2024 og en lidt lavere pris for dieselforbrug, mens den danske krone stiger over for US dollar. Under disse omstændigheder forventer vi, at prisen på danske dieselpriiser stiger 8%, mens råolien i US dollar derimod stiger hele 24%.

Prisen for at afdække et dieselforbrug indtil ultimo 2024 er ca. DKK 4,30 per liter, mens vores dieselprognope peger mod en spotpris ultimo 2024 på DKK 5,19.

Det er vores vurdering, at risiciene på oliemarkedet primært er koncentreret på opsidens af olieprisen givet krigen i Europa og Mellemøsten, som direkte og indirekte involverer afgørende olieproducenter, Rusland, Saudi Arabien og Iran.

Som en konsekvens heraf ser vi det attraktivt af udnytte øjeblikkets tilbagefald i oliepriserne og forøge risikoafdækningen af næste års olieforbrug.

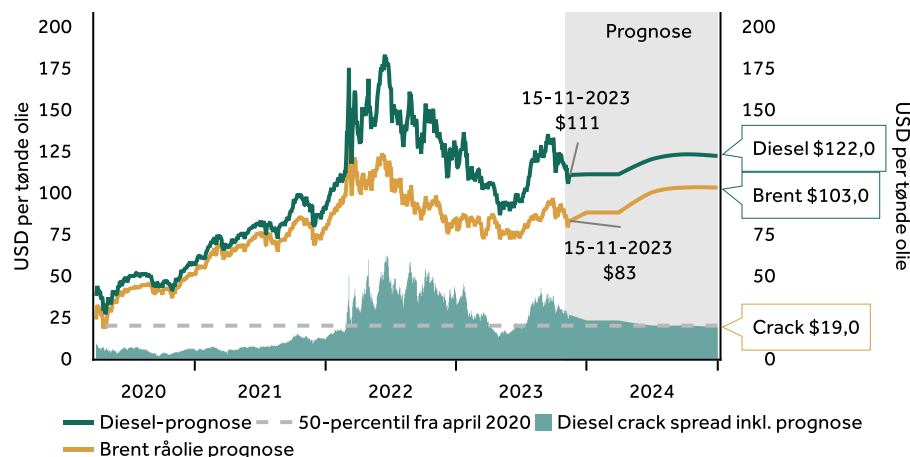
Figur 1: Brent råolieprognose



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 2: Prisen for diesel og råolie vil være stigende gennem 2024

Ultra Low Sulfur Diesel 10 ppm cif NWE Cargos og Brent råolie



Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

Raffineringen af råolie til bl.a. diesel udgør en ekstra omkostning (crack), og prissætningen af dette crack-spænd er bl.a. styret af den ledige kapacitet, lagersituationen, vedligeholdelsesperioder og adgangen til "sur" olie. Siden pandemien og krigen i Rusland er prisen for dette crack blevet en væsentlig faktor for den endelige og samlede dieselpriis, som nu kan afvige betydeligt fra prisen for råolie.

Fremover udarbejder vi en prognose for dette diesel-crack, og vi forventer, at dagens niveau for crack-spændet falder med omkring 17% gennem 2024.

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

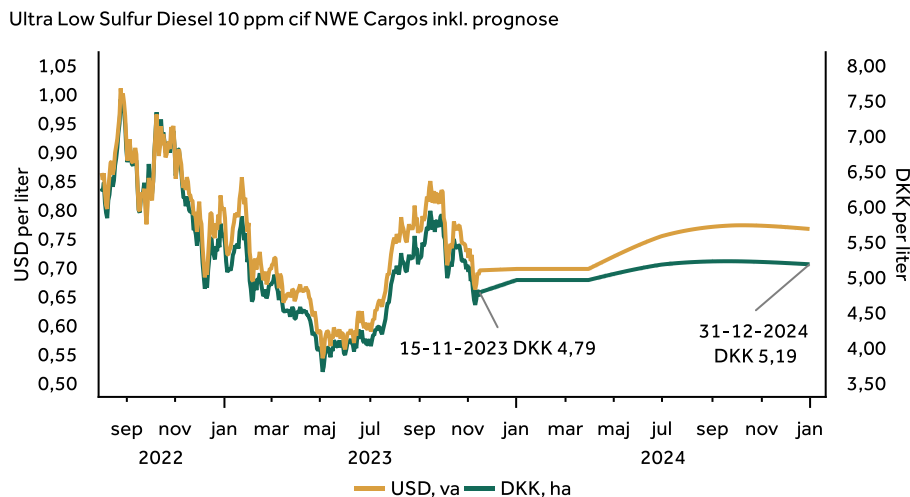
Analytikerassistent,
Janick Rommers
+45 89 89 71 51
jaro@jyskebank.dk

Vigtig investorinformation:
Se materialets sidste sider.

Dermed venter vi en returnering til medianen for crack-spændet siden pandemien. Vi vurderer dog, at G7-sanktioner mod Rusland og de geopolitiske konfrontationer i Mellemøsten besidder risici for, at adgangen til sur olie kan blive ramt. **Risikoen for crack-spændet er dermed opad.**

For en detaljeret gennemgang af vores USD-valutaanalyse se [her](#).

Figur 3: Jyske Banks prognose for engros dieselolie

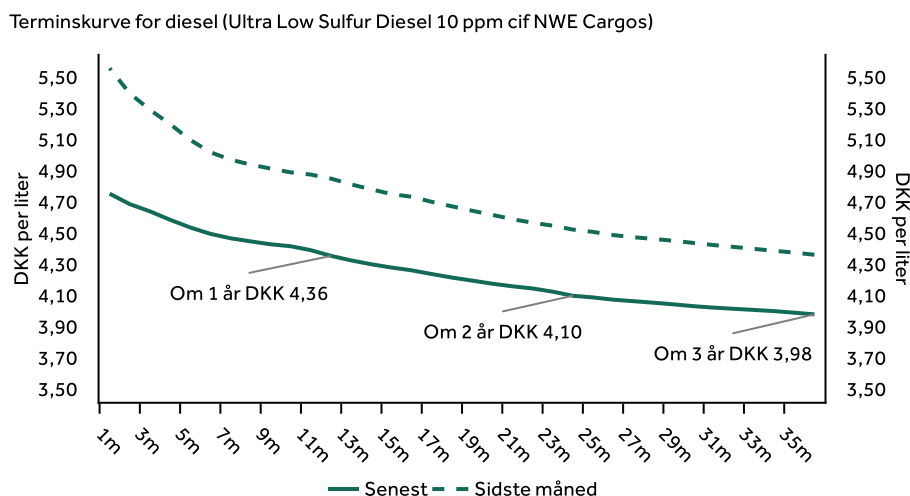


Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

Terminsmarkedet 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



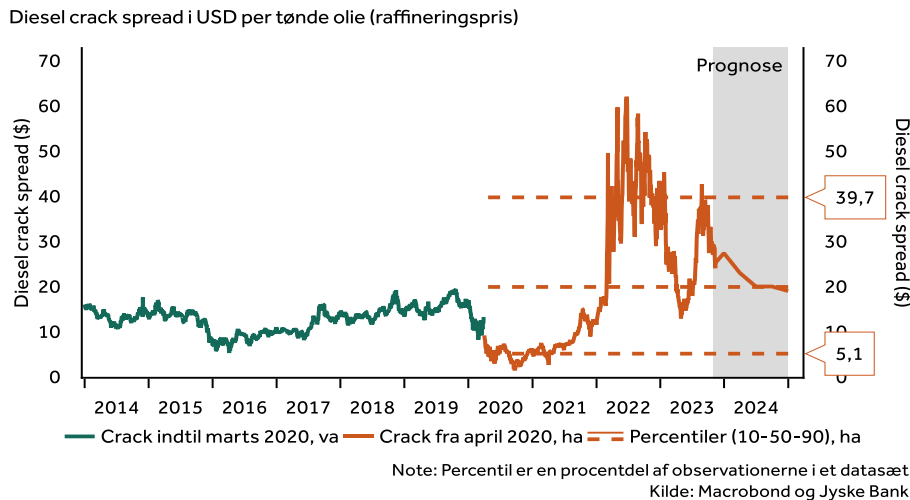
Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

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.

Som tidligere nævnt, så lever prissætningen af crack-spændet 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

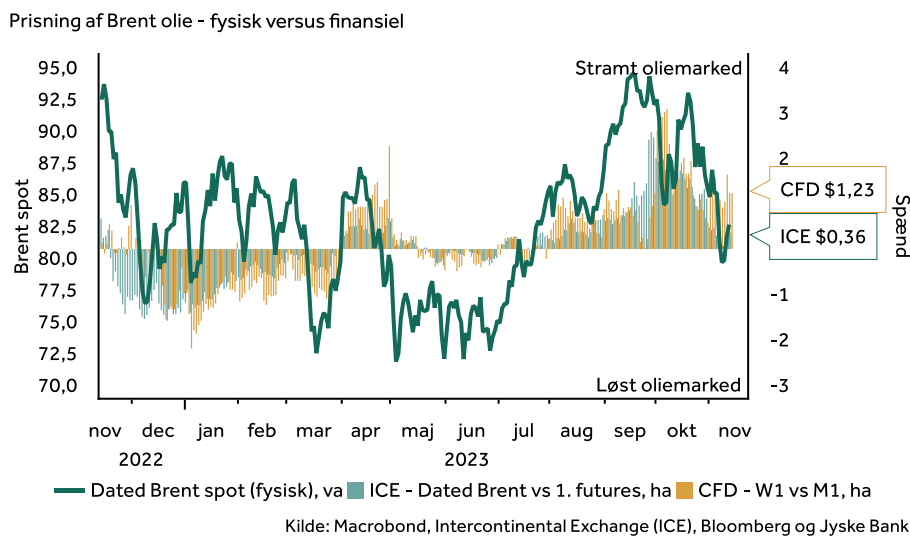


Fundamentalt olieunderskud trækker råolieprisen opad over \$100

Brent olieprisen er faldet fra \$97 i slutningen af september til \$79 og dermed lavere end før krigen i Mellemøsten blev indledt den 7. oktober 2023. I et større perspektiv står verden nu konfronteret med to krige, hvor krigens parter (Rusland direkte, og Iran og Saudi Arabien indirekte) indebærer betydelige risici for olieleverancerne til verdens forbrugere.

På trods af disse geopolitiske konfrontationer er der **nu en meget begrænset risikopræmie indpriset på oliemarkedet**, hvilket vi ser som unaturligt. Således bliver prisen for adgang til fysisk olie kun handlet med en overpris på \$0,36 – \$1,23 i forhold til det finansielle marked, mens optionsmarkedet ikke længer bliver handlet med en overpris for køb af call-optioner.

Figur 6: Begrænset risikopræmie indpriset på oliemarkedet



Den manglende risikopræmie retter naturligt blikket mod udsigterne for verdens olieefterspørgsel, og om fakta eller forventning har ændret sig i negativ retning.

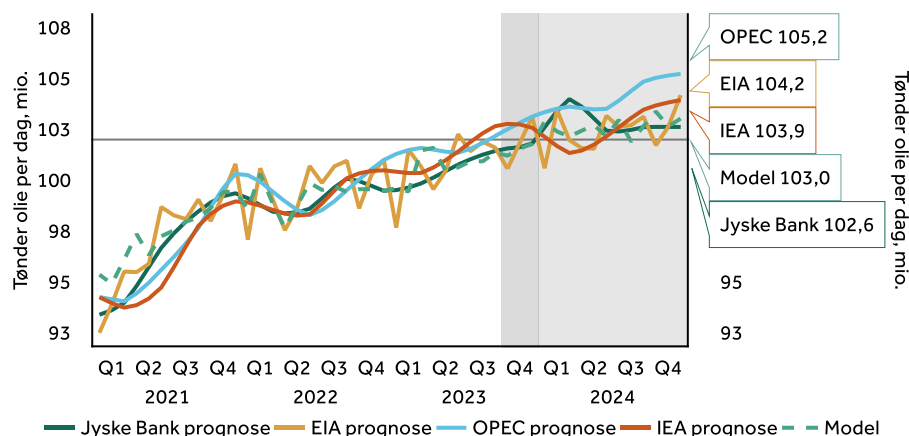
Seneste data for olieforbruget rundt om i verden kan **ikke** støtte et synspunkt om, at efterspørgselssiden er begyndt at fejle. Altså, at fakta taler imod

baggrunden for faldet i olieprisen på mere end 20 %. Som en illustration af dette, så har hverken OPEC, EIA eller IEA i november foretaget nogen negativ nedjustering af deres prognoser for verdens olieefterspørgsel.

Tværtimod, så **opjusterede** Det Internationale Energiagentur, IEA, sin forventning til olieefterspørgslen i 2024, så at året slutter med en efterspørgsel på 104,4 mio. tønder olie per dag... en ny historisk rekord.

Figur 7: Verdens olieefterspørgsel vokser til ny rekord i 2024

Internationale prognoser for olieefterspørgsel i verden



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

Tabel 1: Internationale prognoser

Prognoser	EIA	IEA	Jyske Bank	OPEC
oktober 2023	100,6	103,6	101,6	102,5
november 2023	101,9	103,7	101,6	102,8
december 2023	103,1	103,5	101,8	103,1
januar 2024	100,6	102,8	102,6	103,4
februar 2024	103,5	102,1	103,4	103,5
marts 2024	102,0	101,5	104,0	103,6
april 2024	101,6	101,6	103,6	103,5
maj 2024	101,5	102,0	103,0	103,5
juni 2024	103,2	102,5	102,4	103,5
juli 2024	102,6	103,1	102,4	103,9
august 2024	102,7	103,6	102,5	104,4
september 2024	103,1	104,1	102,6	104,9
oktober 2024	101,7	104,2	102,6	105,0
november 2024	102,6	104,3	102,6	105,2
december 2024	104,2	104,4	102,6	105,2

Kilde: EIA, IEA, OPEC og Jyske Bank

Olieproducerende lande ex. OPEC vil udvide produktionen i 2024, og derfor bliver verdens oliebalance afgjort af den produktionspolitik, som OPEC beslutter sig for.

OPEC's nuværende Forward Guidance med produktionsbegrænsninger løber indtil ultimo 2024, mens de ekstraordinære nedskæringer af Saudi Arabien og Rusland på hhv. 1 og 0,3 mio. udløber ultimo 2023.

Vælger OPEC at forlænge alle nuværende produktionsbegrænsninger, så vil OPEC producere omkring 27,9 mio. tønder olie per dag. **En uændret OPEC-produktion på 27,9 mio. i 2024 vil betyde et meget stort underskud af olie på verdensmarkedet.**

En situation, som vi kan udlede af prognoserne fra både OPEC og IEA med denne metodik:

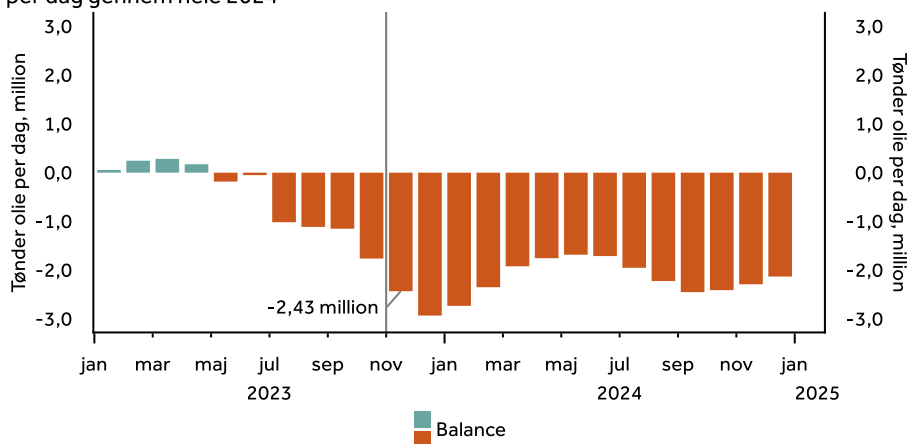
Verdens olieefterspørgsel
 minus ikke-OPEC olieproduktion
 = nødvendig balancerende OPEC-produktion (også kaldet for Call-On-OPEC)

“Going forward, countries participating in DoC will continue their commitment to achieve and sustain a stable oil market and provide long-term guidance for the market, in line with their decisions most recently reaffirmed during the 35th OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting, which extended the agreement until the end of 2024.”

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

Figur 8: Kraftigt olieunderskud ved uændret OPEC-produktion

OPEC: Global oliebalance ved uændret OPEC-produktion per oktober 2023 27,9 million per dag gennem hele 2024

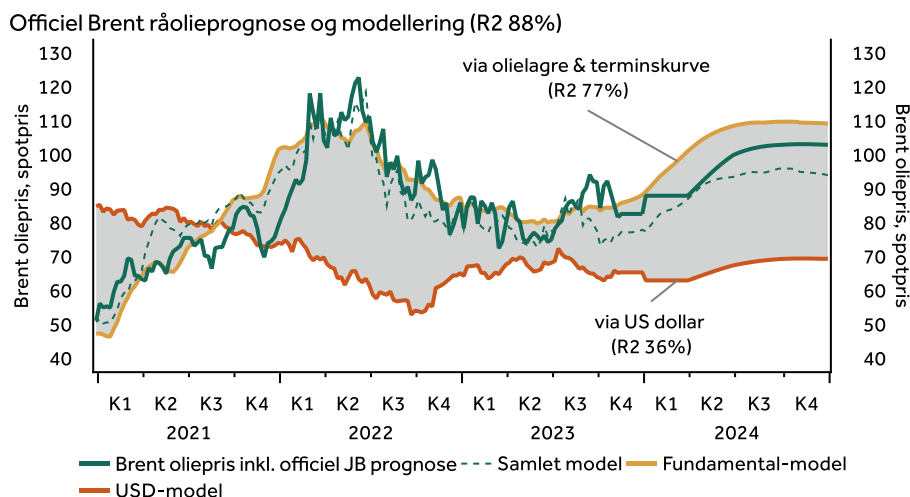


Kilde: Macrobond, OPEC (The Organization of the Petroleum Exporting Countries) og Jyske Bank

En beregning, som vi gør for hver måned, og som afslører udsigten til underskud på verdens oliemarked. En yderligere udledning er, at en uændret OPEC-produktion levner plads til, at enkelte OPEC-lande vil kunne øge produktionen (f.eks. Iran, Venezuela og Irak) uden at balancen straks svinger fra underskud til overskud.

Vi er ligeledes af den opfattelse, at verdens uofficielle centralbank for oliemarkedet, OPEC, med en høj sandsynlighed vil forlænge sine produktionsbegrænsninger ind i 2024. En opfattelse, som vi baserer på OPEC's [udmelding](#) om, at "Til trods for sunde og støttende fundamentaler er oliepriserne faldet de seneste uger. Dette skyldes hovedsageligt finansmarkedets spekulanter, som har reduceret deres netto købspositioner markant gennem oktober måned. Det er tydeligt, at frivillige produktionsjusteringer fra mange OPEC+ lande fra november og frem til slutningen af 2024, sammen med Saudi-Arabiens forlængede frivillige nedjustering af råolieproduktionen på 1,0 mio. tønder olie per dag indtil udgangen af 2023, og Ruslands forlængede frivillige nedjustering med 300.000 tønder olie per dag i eksport af råolie i samme periode, vil bidrage væsentligt til at opnå og opretholde global stabilitet på oliemarkedet."

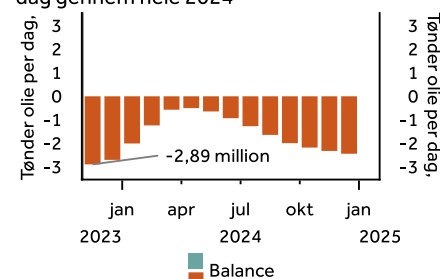
Figur 9: Forventet olieunderskud vil løfte Brent råolie over \$100 i 2024



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 8: Prognose fra IEA

IEA: Global oliebalance ved uændret OPEC-produktion per oktober 2023 27,9 million per dag gennem hele 2024



Kilde: Macrobond, Bloomberg, IEA og Jyske Bank

"Despite the above healthy and supportive market fundamentals, oil prices have trended lower in recent weeks, mainly driven by financial market speculators, as they have sharply reduced their net long positions over the month of October"

"Clearly, the voluntary production adjustments by many DoC countries as of November until end-2024, along with extended Saudi Arabian voluntary crude production adjustment of 1.0 mb/d until the end of 2023 and the Russian extended voluntary adjustment of 300 tb/d in crude oil exports over the same period, will contribute significantly to achieve and sustain global oil market stability."

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

Konsekvenserne af et oliemarked i underskud, træk på verdens olielagre og et terminsmarked præget af backwardation danner baggrunden for vores prognose for en stigende Brent råoliepris i 2024 mod \$100.

Tabel 2

Olieprognose	Q1-24	Δ	Q2-24	Δ	Q3-24	Δ	Q4-24	Δ
Brent råolie	\$100	0	\$103	0	\$103	0	\$103	Ny
Diesel crack spænd	\$23	Ny	\$20	Ny	\$20	Ny	\$19	Ny

Jyske Banks officielle prognoser dækker nu også diesel crack-spændet.

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

Som det fremgår af tabel 1, så har vi **udvidet vores prognosedækning**, så vi fremover også fastsætter en **prognose for diesel crack-spændet**. Vores prognose for dieselpriiser fremkommer som prisen for råolie + spændet for diesel crack.

USA løfter købspris til olielager... tæt på Saudi Arabiens breakeven

Under sidste års energikrise frigav USA omkring 200 mio. tønder olie til det globale oliemarked, og administrationen er i flere omgange kommet med udmeldinger omkring en strategi for at genetablere det strategiske olielager.

I slutningen af oktober meddelte det amerikanske energiministerie, DOE, at USA vil **opkøbe "sur" olie** til de strategiske olielagre (typisk fra den Mexikanske Golf, dvs. MARS) **hver måned indtil minimum maj 2024**.

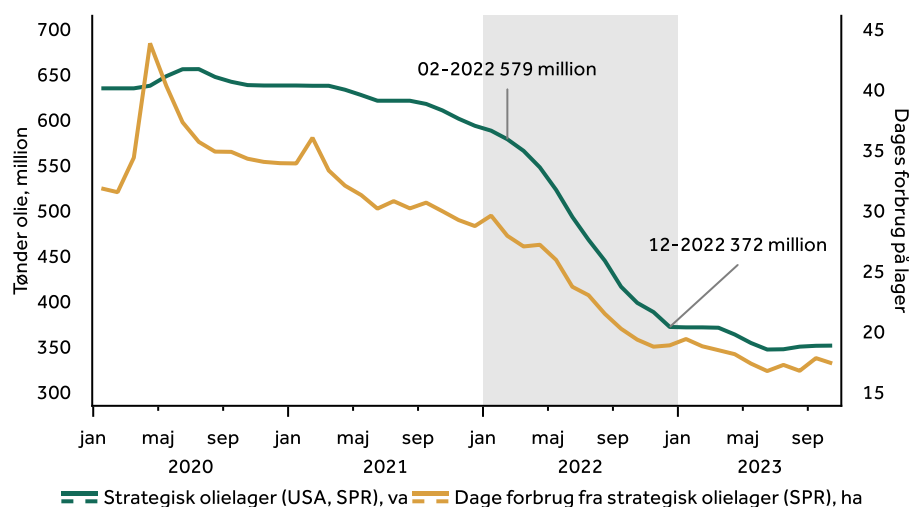
Den officielt udmeldte købspris for denne kvalitet på **\$79 eller lavere** bevirker en indirekte støtte til de højere prisfastsatte benchmarks, WTI og Brent. På det seneste har der eksisteret en prispræmie for Brent til amerikansk MARS på omkring \$4, og dermed en indirekte støtte til Brent fra omkring \$83.

Den reelle markedseffekt på det globale oliemarked vil hænge sammen med **købsmængden, som indtil nu er sket i små mængder** – senest et udbud på 6 mio. tønder sur olie. Med et strategisk olielager reduceret til 350 mio. (mod tidligere ca. 580 mio.) er der rigelig mængde at genkøbe, såfremt markedsf forholdene får energiministeriet til at øge de månedlige opkøb.

"Monthly solicitations to purchase oil for the Strategic Petroleum Reserve (SPR) through at least May 2024.... [at] a price of \$79 dollars per barrel or below. DOE has already purchased 4.8 million barrels for SPR replenishment for an average less than \$73 per barrel. Today's announcement advances the President's commitment to safeguard and replenish this critical energy security asset. DOE will continue to release monthly solicitations for any available capacity through at least May 2024"

Kilde: [USDOE](#) og Jyske Bank

Figur 10: USA genkøber olie til strategisk lager omkring prisen \$79



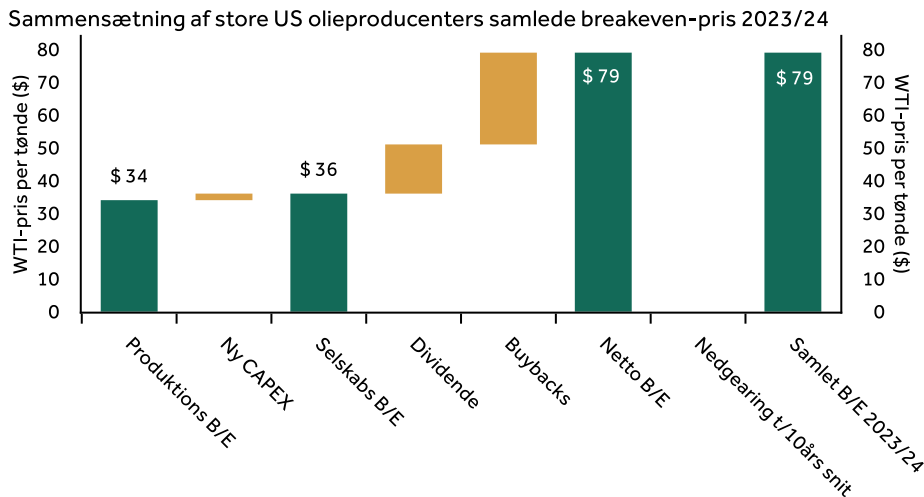
Kilde: Macrobond, Energy Information Administration (EIA) og Jyske Bank

Energiministeriet og den amerikanske administration har tidligere meldt ud, at man ønskede en mere aktiv brug af det strategiske olielager til 1) at beskytte forbrugerne, og 2) til at understøtte de amerikanske kommercielle

olieproducenter, når en potentiel lav oliepris udgør en trussel mod nødvendige olieinvesteringer for at sikre amerikansk energiafhængighed.

Og her opstår der en fin **overensstemmelse** mellem den **officielt udmeldte købspris for sur olie på \$79** og de store amerikanske olieproducenters samlede breakeven-pris nær \$80.

Figur 11: Store olieproducenter i USA har en samlet breakeven nær \$80

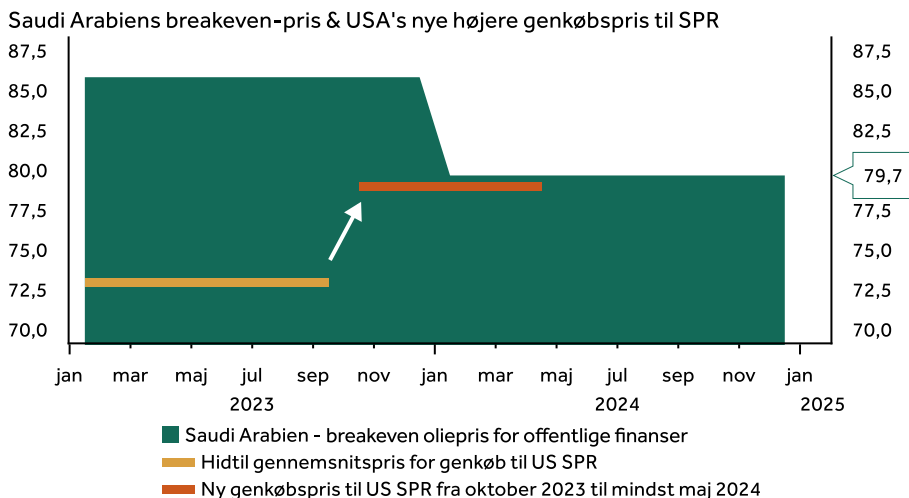


Note: Exxon Mobil og Chevron. Kilde: Macrobond, JPM og Jyske Bank

Det amerikanske "forsvar" af prisniveauet omkring \$80 bliver tillige understøttet af, at Saudi Arabiens breakeven oliepris for at balancere sit offentlige budget er nær \$80 for 2024.

Situationen er dermed, at **verdens to største olieproducerende lande fremstår stærkt motiveret til at "forsvare" \$80-niveauet** via 1) muligheden for at øge de amerikanske månedlige lageropkøb og 2) Saudi Arabiens mulighed for yderligere ekstraordinær produktionsnedgang og gennem lederskabet af OPEC's Forward Guidance.

Figur 12: USA og Saudi Arabien motiveret til et "forsvar" af \$80-niveauet



Kilde: Macrobond, International Monetary Fund (IMF), US DOE og Jyske Bank

Det er vores samlede vurdering, at Brent råolieprisen vil handle sidelæns over \$80-niveauet resten af 2023 indirekte forsvaret af USA og Saudi Arabien, som beskrevet ovenfor. I begyndelsen af 2024 vil det ventede olieunderskud blive

mere udtalt og derigennem lede til lagertræk og ultimativt en olieprisstigning mod \$100.

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)
26. november 2023	Ordinært ministermøde i OPEC+ (dvs. ikke december)
31. december 2023	Udløb af Saudi Arabiens og Ruslands frivillige produktionkvota
17. marts 2024	Putin's 5. præsidentvalg afholdes
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.