

Energi - Kommerciel afdækning

- Prisen på Brent ligger aktuelt i USD 106,50 (fra USD 108 siden medio februar). Vi fastholder stadigvæk en gennemsnitspris i 2014 på USD 105 og forventer derfor, at prisen på kort sigt falder beskedent til USD 105. Vi vurderer dog, at prisen i slutningen af 2014 vil falde moderat til USD 102 på 12 måneders sigt.
- Vi anbefaler derfor stadigvæk kommercielle nettokøbere at afdække en del af en eksponering ved USD 95.
- Prisen på både WTI og Brent er faldet grundet en blanding mellem ophøret af det ekstremt kolde vejr i USA og en spekulation om, at den aktuelle krise i Ukraine/Rusland ikke vil få nævneværdig betydning for udbuddet af råolie på verdensmarkedet. Reaktionen kan derfor også ses i prisen på produkter.
- Vi vurderer fortsat, at energimarkedet i 2014 vil være drevet af fundamentale vilkår. Energikomplekset modstod den verserende uro i Emerging Markets først på året, og markedsfokus blev i stedet for flyttet mod krisen i Ukraine og komplikationer mellem Rusland og EU/USA. Vi forventer en normalisering i lagrene fra et aktuelt relativt lavt niveau, og forventer den primære årsag til volatilitet omkring vores prisestimer vil skyldes nyheder vedrørende geopolitiske forhold.
- Prisstrukturen på Brent (backwardation) på en 1M-12M-horisont fastholder sit relativt flade udseende i et niveau marginalt lavere end sidst. Det underbygger en flad/svagt faldende pris i 2014.
- Yderligere kommentarer vedrørende råolie markedet findes på side 7.

JB prognose for Brent råolie

Periode	Forventning	Futures
1M	105	108
3M	105	107
6M	105	105
12M	102	102

Aktuel pris, Brent 1. pos.: USD 106,50

Udgiver:

Jyske Markets – Råvarer
 Vestergade 8 – 16
 DK – 8600 Silkeborg

Analytiker:

Director, Head of Research
 Jacob Vinding Jensen
 +45 89 89 71 66
 vinding@jyskebank.dk

Daniel Borup

Analytikerassistent

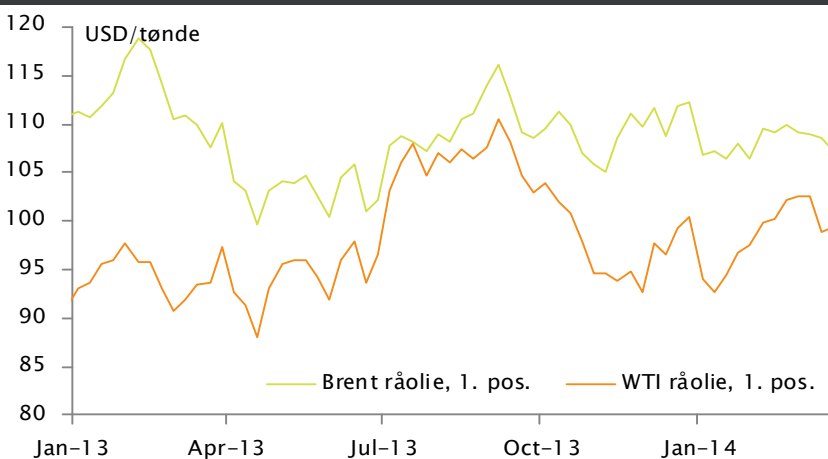
Råvareteam, handel:

Jeppe Tokkesdal Jensen
 Peter Peschardt
 +45 87 57 82 65
 commodities@jyskebank.dk

Ifølge Risikomærkningsbekendtgørelse er denne produkttype kategoriseret som RØD

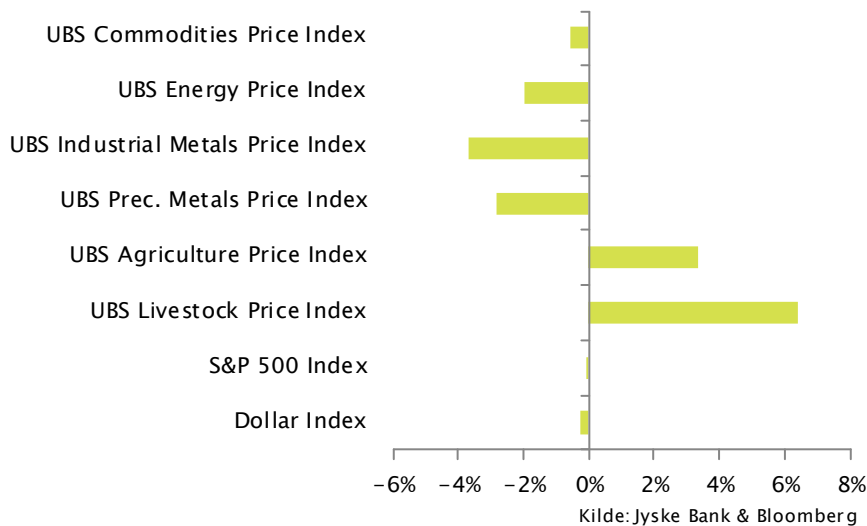
Fraskrivelse af ansvar: Se venligst den sidste side.

Råoliepriser (Brent & WTI, 1. pos.)



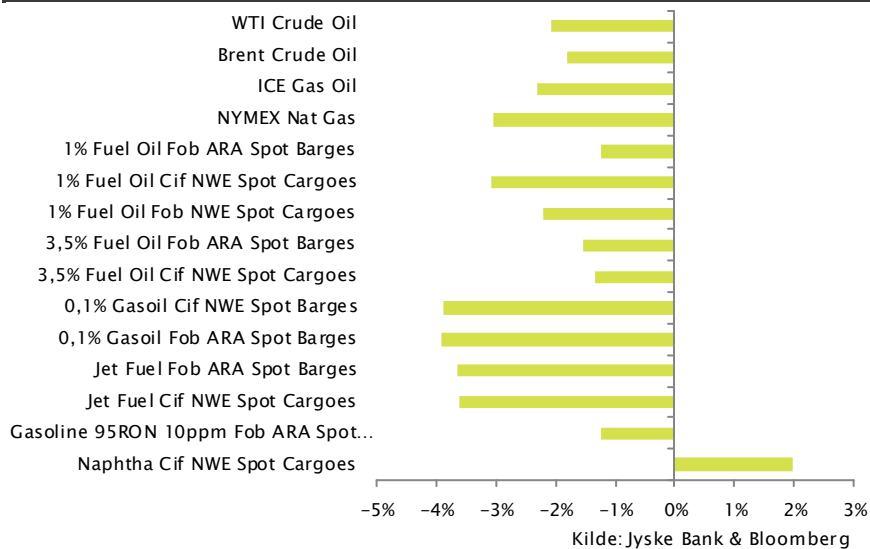
Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Råvareklasser – prisudvikling (M/M)



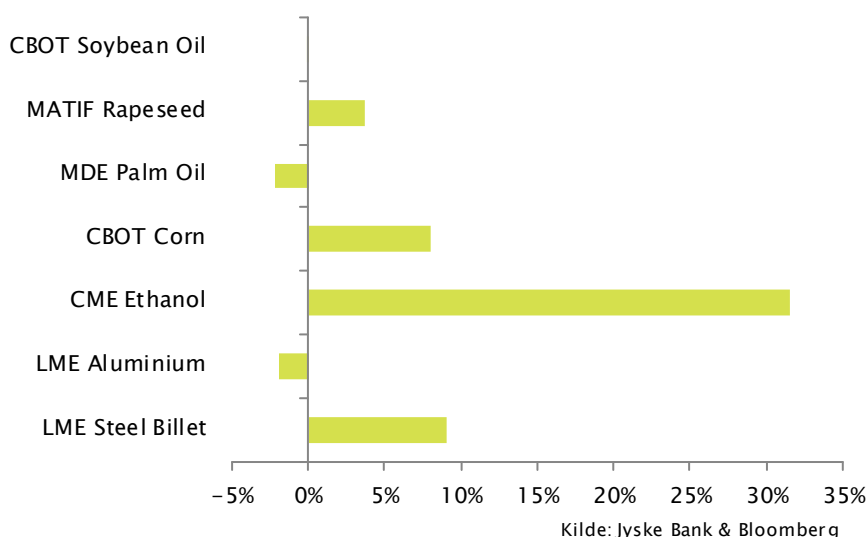
- Råvarekomplekset faldt marginalt i omegnen af 0,5% den seneste måned. Dette dækker over et fald i grund- og ædelmetaller på hhv. 4% og 3%. Grundmetallerne faldt primært grundet usikkerhed om den økonomiske kurs i Kina, mens ædelmetallerne faldt på basis af kraftige rentestigninger i USA. Energikomplekset faldt endvidere 2%. Samtidig steg afgrøder kraftigt på basis af uroen i Ukraine og Rusland, der udgør nogle af verdens største eksportører af afgrøder.

Energi – prisudvikling (M/M)



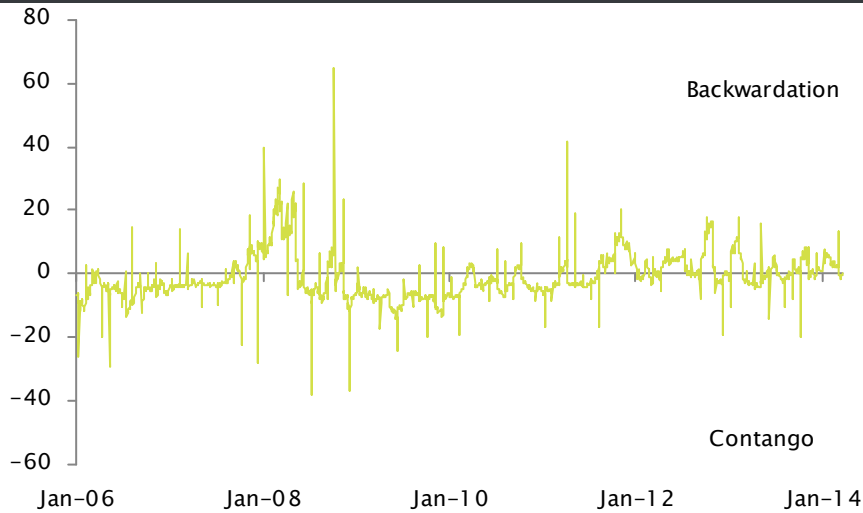
- Inden for energikomplekset viser produkter hovedsageligt prisfald. Prisudviklingen har været tæt knyttet til prisudviklingen i WTI og Brent, hvis priser faldt grundet aftagende vejrbestemt efterspørgsel og aftagende frygt for Ukraine-krisen betydning for verdensudbuddet af råolie.

Energirelaterede råvarer – prisudvikling (M/M)



- Energirelaterede råvarer alle steg på nær aluminium og palmeolie. Aluminium faldt, som de andre grundmetaller, på basis af usikkerhed om den økonomiske kurs i Kina.
- Stål fortsætter sin opadgående trend drevet af en stram forsyningsbalance - i nogenlunde samme tempo som først på året.

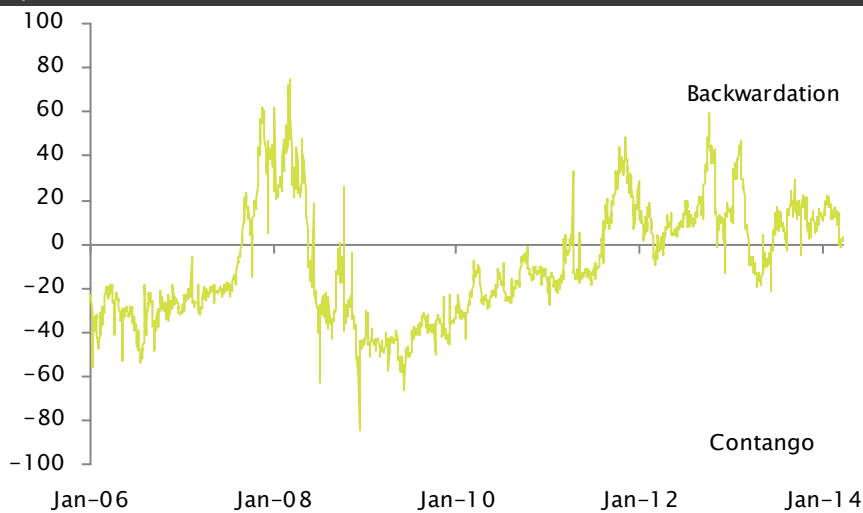
Spread - ICE Gasoil Futures, 1 vs. 2 mdr.



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

- Kurven er mere eller mindre flad i den korte ende.

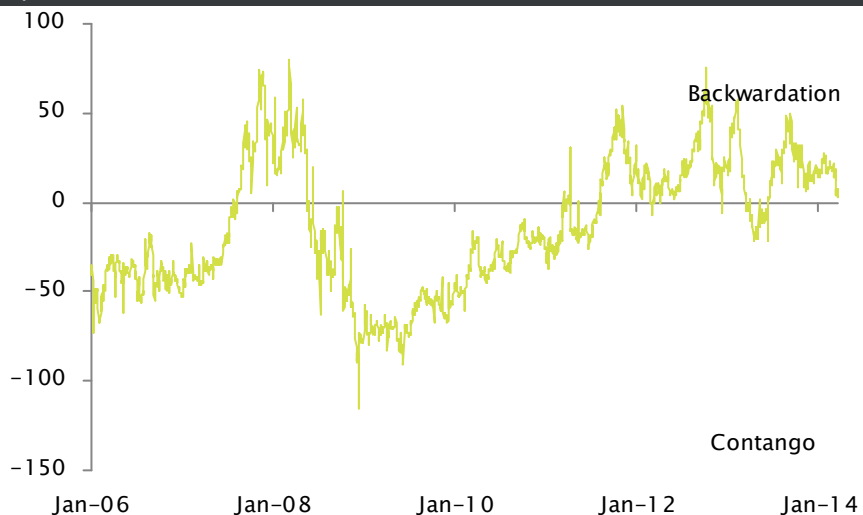
Spread - ICE Gasoil Futures, 1 vs. 6 mdr.



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

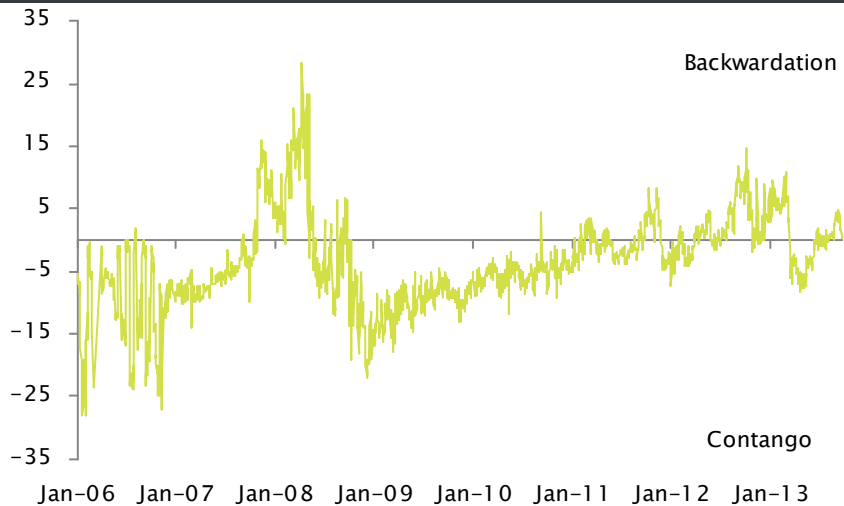
- Markedet fortsætter i backwardation (inverteret prisstruktur), hvilket er et udtryk for en fortsat stram forsyningsituation.
- Dog aftager graden af backwardation, hvilket indikerer en løsning af forsyningsbalancen.

Spread - ICE Gasoil Futures, 1 vs. 9 mdr.



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

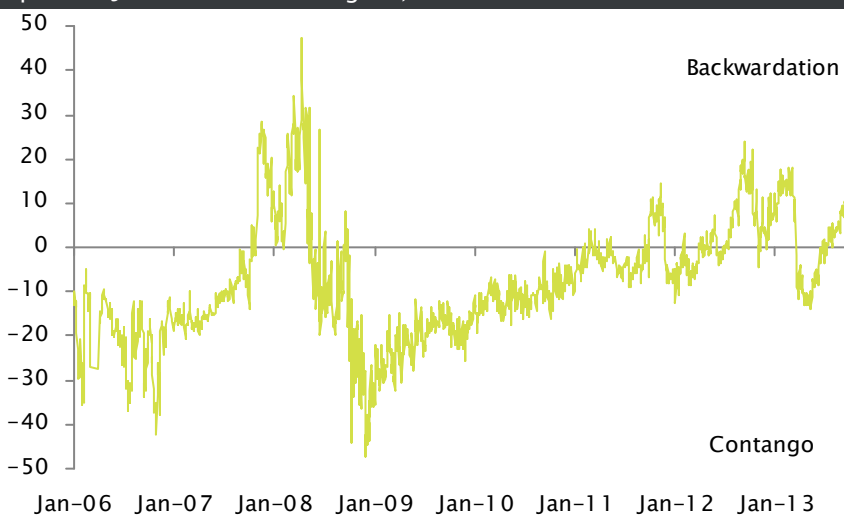
Spread – Jet Fuel Cif NWE Cargoes, 1 vs. 2 mdr.



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

- Kurven er mere eller mindre flad i den korte ende.

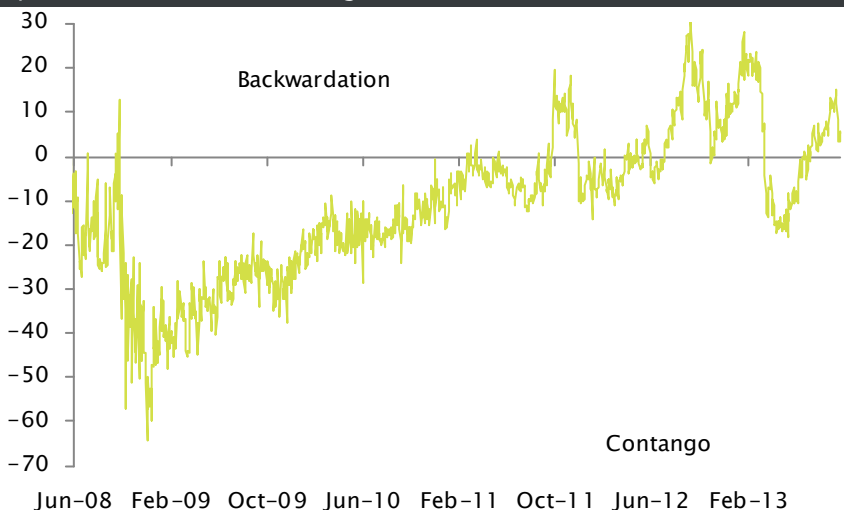
Spread – Jet Fuel Cif NWE Cargoes, 1 vs. 3 mdr.



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

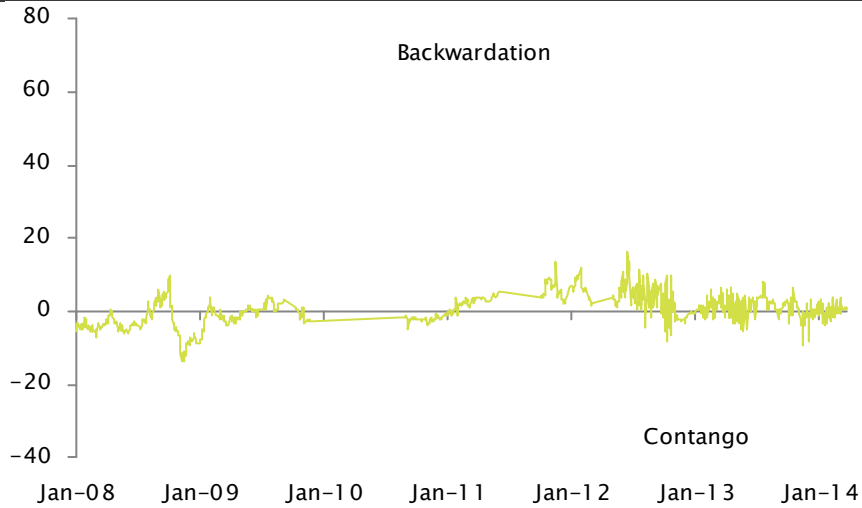
- Markedet fortsætter i backwardation (inverteret prisstruktur), hvilket er et udtryk for en fortsat stram forsyningsituation.
- Dog aftager graden af backwardation, hvilket indikerer en løsning af forsyningsbalancen.

Spread – Jet Fuel Cif NWE Cargoes, 1 vs. 4 mdr.



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

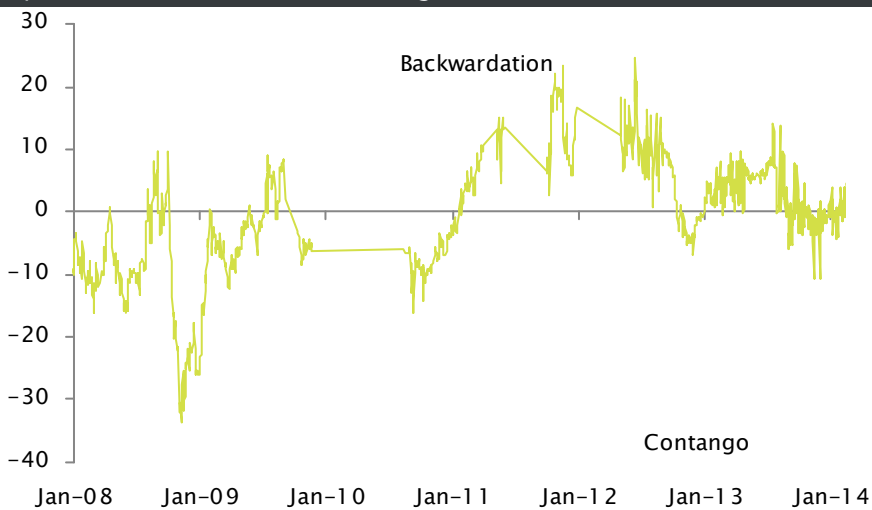
Spread – 3,5% Fuel Oil Fob ARA Barge, 1 vs. 2 mdr.



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

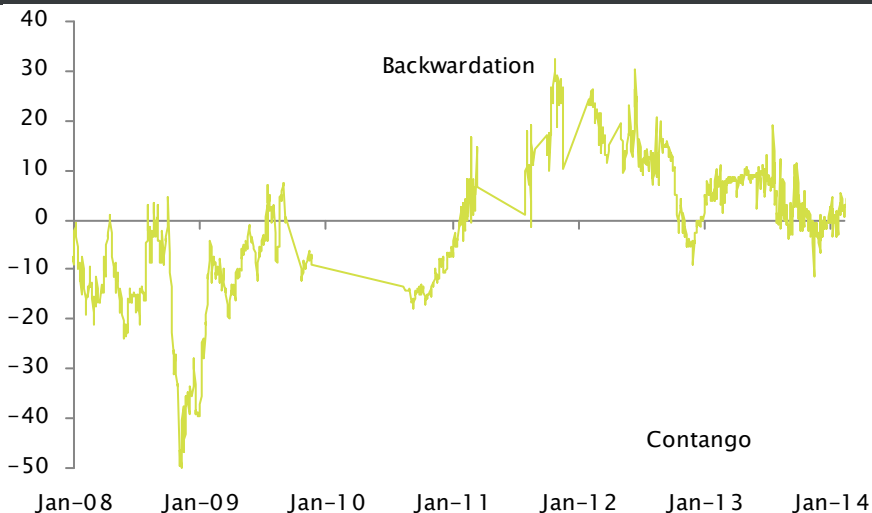
- Markedet fortsætter med at svinge frem og tilbage mellem backwardation og contango.

Spread – 3,5% Fuel Oil Fob ARA Barge, 1 vs. 4 mdr.



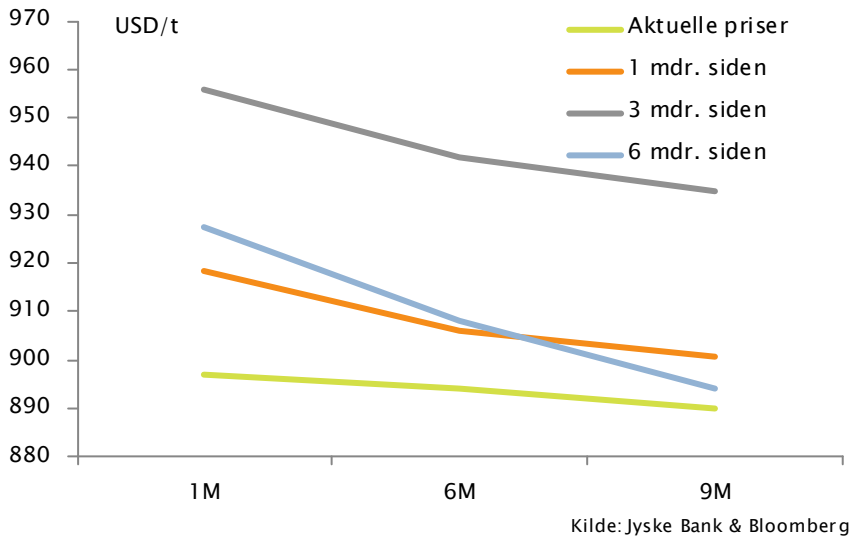
Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Spread – 3,5% Fuel Oil Fob ARA Barge, 1 vs. 6 mdr.



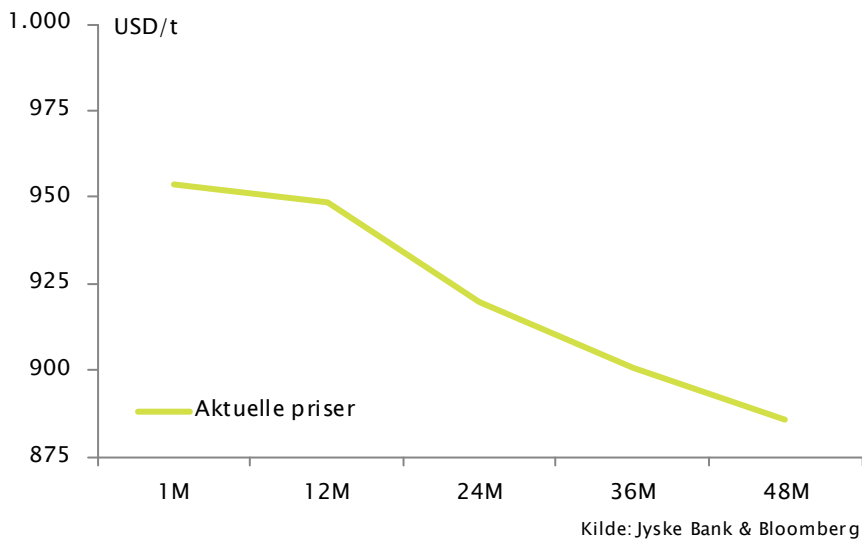
Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Forward-priskurve - ICE Gasoil

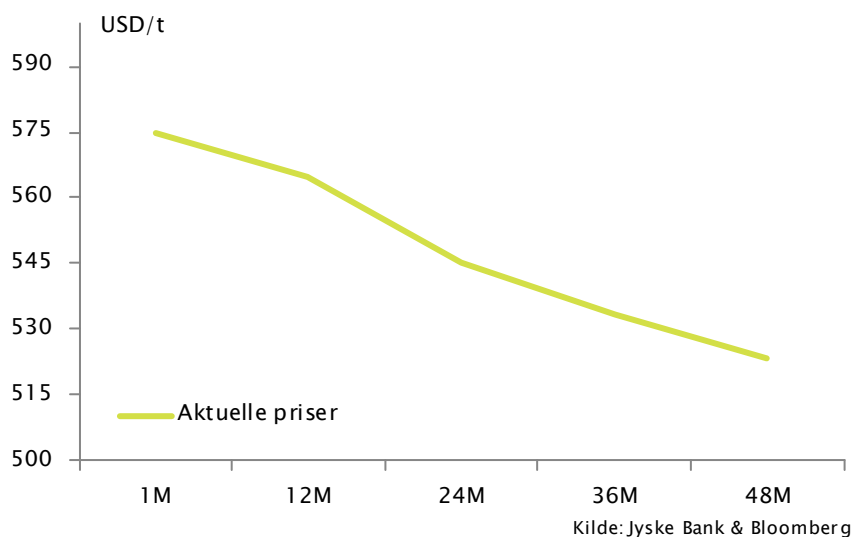


- Forward-kurven er fladet ud og ligger i et lavere niveau. Det illustrerer et prisfald samt et bedre forsynet marked.

Forward-priskurve - Jet Fuel Cif NWE Cargoes



Forward-priskurve - 3,5% Fuel Oil Fob ARA Barges



Råoliemarkedet - prisestimer

Prisen på Brent ligger aktuelt på USD 106,50 (fra USD 108 siden medio februar). Vi fastholder dog stadigvæk en gennemsnitspris i 2014 på USD 105 og forventer derfor, at prisen på kort sigt (0-2 mdr.) falder beskedent til USD 105. Vi vurderer dog, at prisen i slutningen af 2014 vil falde moderat og nå USD 102 på 12 måneders sigt.

Vi beskrev sidst de økonomiske problemstillinger i Emerging Markets mht. store betalingsbalanceunderskud og relativt svækkede valutaer ift. dollaren, men vurderede samtidigt, at det ikke ville få nævneværdig indflydelse på prisen på Brent. Det viste sig at være korrekt, og frygten for økonomiske problemer i Emerging Markets (bortset fra Kina) er i øjeblikket erstattet af geopolitiske uroligheder i Ukraine, Libyen og Irak.

På den prispositive side (3-6 mdr.):

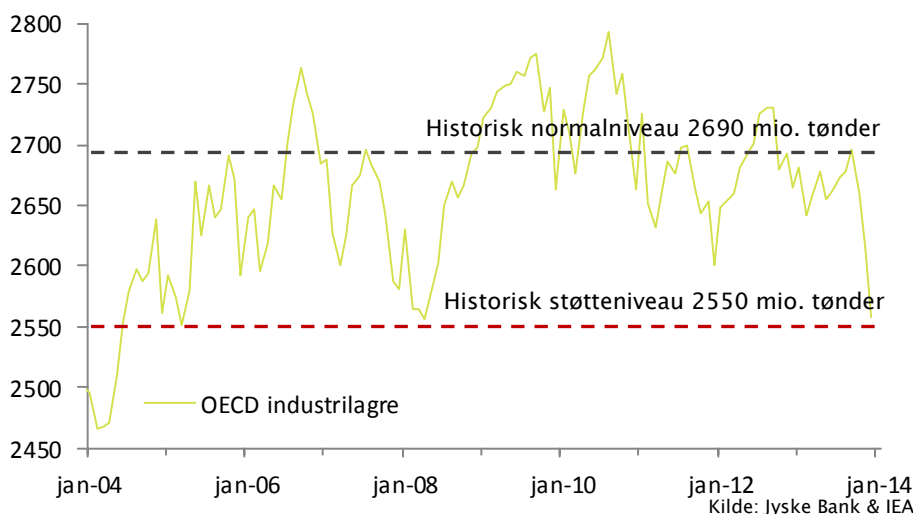
- Fortsat historisk lavt niveau for OECDs industrilagre
- Reduceret reservekapacitet i OPEC
- Eskalerende uro i Irak ifm. parlamentsvalg i april
- Usikkerhed om den libyske og nigerianske produktion samt frygt for eskalering af konflikten i Ukraine/Rusland i form af øgede sanktioner og reduktion af udbuddet af russisk energi (primært råolie og naturgas)
- Økonomisk-politiske lempelige tiltag fra den kinesiske regering for at understøtte en økonomisk vækst over 7,0-7,2%

På den prisnegative side (3-6 mdr.):

- Dollarstyrkelse i 2014 (vi forventer EURUSD på 1,34 og 1,31 på hhv. 3 og 6 måneders sigt - se [her](#)) og deraf - alt andet lige - en reduktion i efterspørgselen fra nettokøbere af råolierelaterede dollar-denominerede råvarer
- Reduceret efterspørgselsvækst i andet kvartal 2014 på basis af sæson og aftagende behov for råolierelaterede produkter grundet mildere vejr
- Salg af lange positioner og eventuelt køb af korte positioner. Positioneringen (open interest) ligger på et historisk højt niveau drevet af en lang positionering. Markedet synes at have priset den aktuelle geopolitiske uro ind, og vi forventer, at positioneringen vil aftage primært ved salg af lange positioner.

På længere sigt forventer vi en normalisering af OECDs industrilagre på basis af svagere efterspørgselsvækst. Desuden indikerer en prisstruktur i (svag) backwardation og en forventet dollarstyrkelse et fald i prisen på Brent.

OECDs industrilagre på sit laveste siden 2008



Prissignaler (3-6 mdr.)	
Faktor	Signal
Makroøkonomi	Neutral/ Svagt bearish
Geopolitik	Neutral/ Svagt bullish
Forsyningsbalance	Neutral
Prisstruktur	Neutral/ Svagt bearish
Positionering	Bearish

Risikofaktorer for estimer

- Væksten i de nye økonomier og deres relative valutakurs i forhold til dollaren
- Gældsproblemer i Europa bredes
- Den kinesiske økonomiske vækst og olieefterspørgsel i 2014
- Stærkere end ventet vækst i den amerikanske økonomi
- Udviklingen i den geopolitiske risikopræmie og uforudsete udbudsudfald
- Vejrforhold
- Ny produktionsteknologi og lavere omkostningskurve
- Spekulativ positionering

Fundamental vurdering

Efterspørgsel: Vi venter fortsat, at den globale vækst tager til i 2014 (læs mere [her](#)). Af denne grund forventer vi positiv vækst i efterspørgslen efter råolie i 2014. Dog er billedet anderledes i 2014 ift. 2013. Vi forventer en efterspørgselsrotation, hvor den primære efterspørgselsvækst vil stamme fra USA og Europa, mens Kina og Emerging Markets vil udgøre en mindre andel ift. 2013. Idet vi venter et vækstløft i den amerikanske økonomi, vil den primære efterspørgselsvækst ramme den amerikanske råolie, WTI, og derfor ikke i lige så stor grad have en prispositiv effekt på Brent.

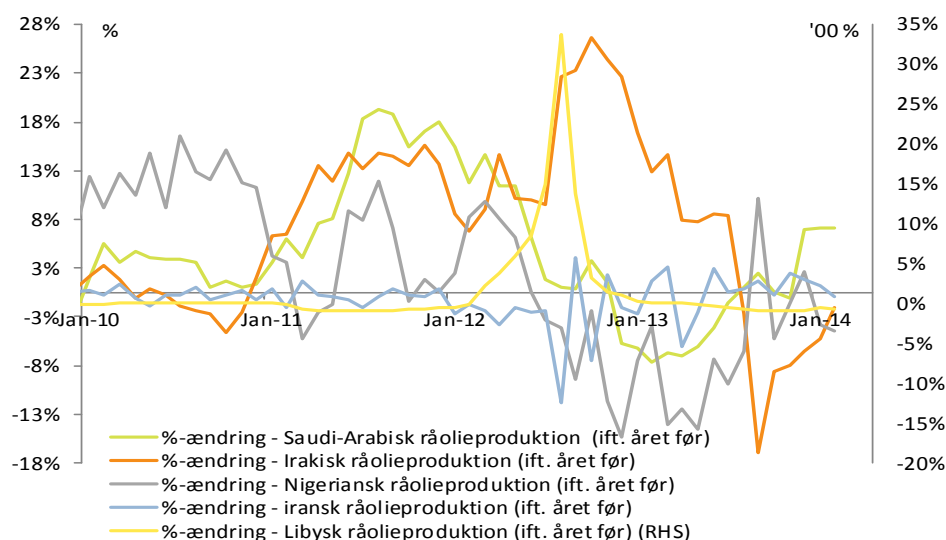
Som vi påpegede i sidste publikation (februar, se [her](#)), har Emerging Markets været på dagsordenen i starten af 2014. Udsigten til en dollarstyrkelse og rentestigninger gør den økonomisk kurs usikker og skrøbelig i Emerging Markets samtidig med, at den kinesiske økonomi viser svaghedstegn i form af faldende PMI, industriproduktion og eksport. Kinas råolieimport har dog vist stærke signaler omkring nytåret, hvor de importerede en rekordstor mængde råolie. Vi vurderer ikke, at det er et udtryk for tiltagende forbrugerefterspørgsel, men nærmere et udtryk for lageropbygning hos nystartede raffinaderier. Derfor venter vi, at Kinas råolieimport vil ligge fladt/stige svagt i niveauet omkring 24 mio. tons i 2014.

Udbud: Som vi påpegede sidst, ventede vi ikke vækst i OPEC-produktionen først i 2014. Det viste sig at være korrekt, og vi venter fortsat at OPEC-udbuddet vil være ramt at udbudsudfald i primært Iran, Irak, Libyen og Nigeria. Saudi-Arabien har øget produktionen for at imødekomme disse, men ikke i tilstrækkeligt grad. Et argument er, at de fortsat ønsker at holde en stabil pris over USD 100. Vi venter ikke, at de geopolitiske stridigheder løsnes øjeblikkeligt, og idet Irak afholder valg i april, ventes det at øge urolighederne yderligere.

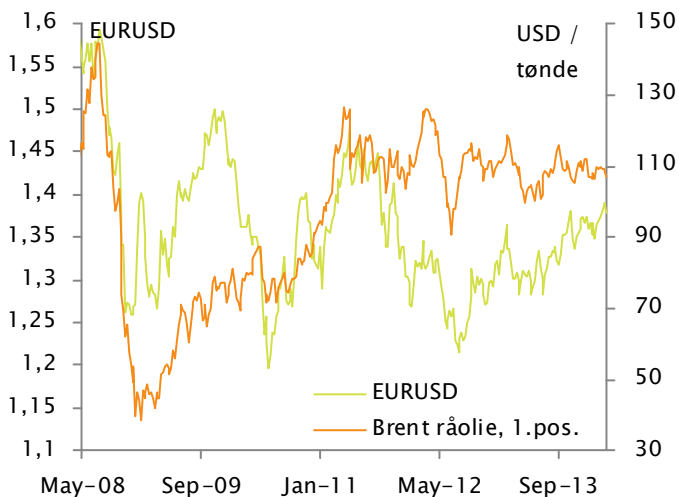
Uden for OPEC er der fortsat udsigt til pæne vækstrater i produktionen. De seneste tal fra det Internationale Energiagentur (IEA) viser en forventet vækst i olieproduktionen i 2014 uden for OPEC på 1,7 mio. tønder om dagen primært drevet af Nordamerika. Det kommer sig til udslag i voksende amerikanske lagre, der nærmer sig det højeste niveau i 5 år.

Forsyningsbalancen: De amerikanske lagre har igen fundet momentum og er vokset kraftigt de seneste uger. Vi venter, at OECDs industrilagre vil stige i 2014, og at markedet som helhed vil være i et smalt overskud. Derfor venter vi ikke store træk på lagrene, og ser derfor en (yderligere) udfladning af forward-kurven.

Saudi-Arabiske produktion 'korrigerer' for underproduktion andre OPEC-lande

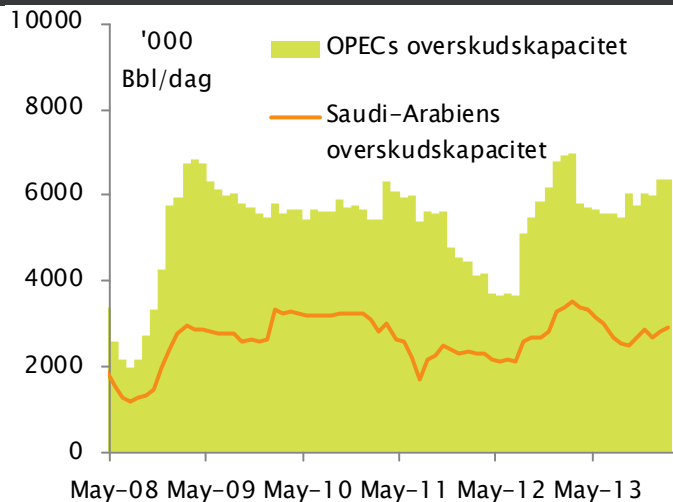


Brent råolie & EURUSD



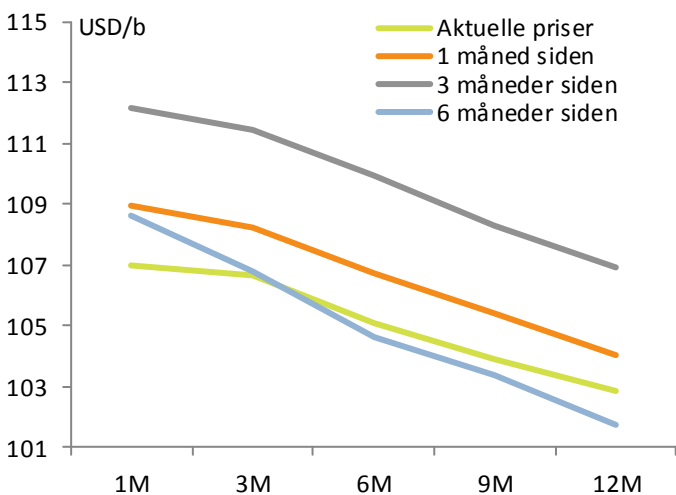
Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Overskudskapacitet, OPEC og Saudi-Arabien



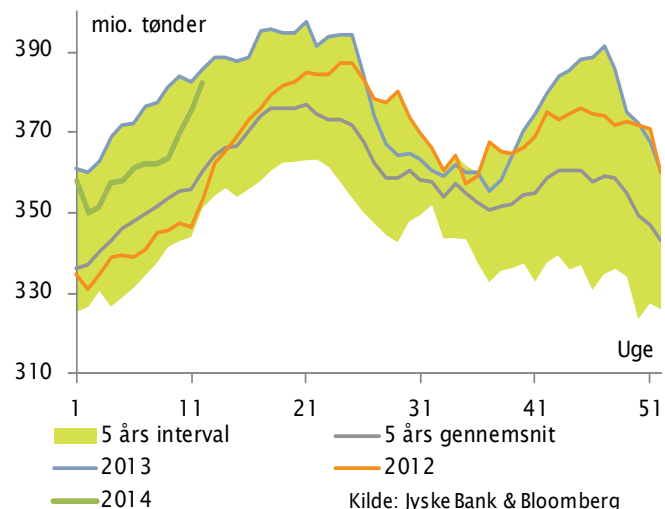
Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Forward-priser, Brent råolie



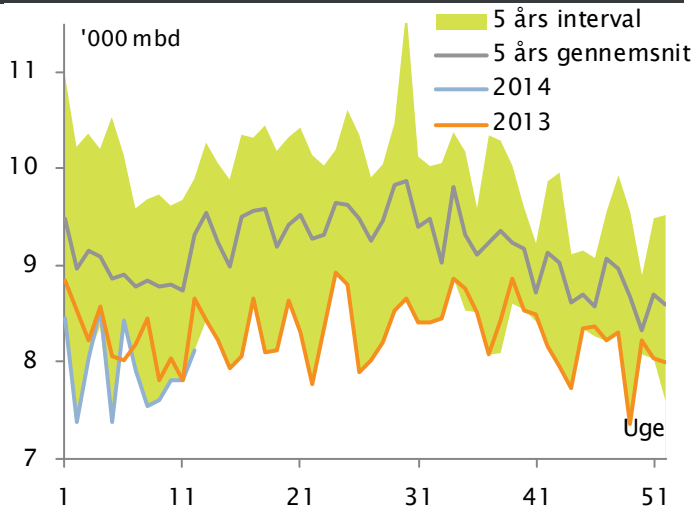
Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Råolieaggre (USA) ift. 5 års gennemsnit/interval



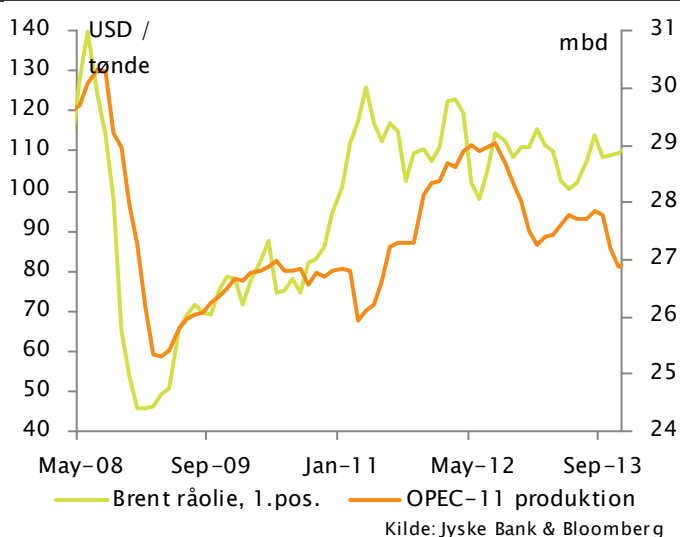
Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Råolieimport (USA) ift. 5 års gennemsnit/interval



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Oliepris og OPEC-produktion



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Ansvarsfraskrivelse (Disclaimer & Disclosure)

Jyske Bank er under tilsyn af Finanstilsynet.

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

Denne analyse er en investeringsanalyse

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.

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter: www.jyskebank.dk/investeringsinfo

Herudover må analytikere i Jyske Bank ikke have positioner i de papirer, hvor de udarbejder analyser. Dette gælder dog ikke belåning. Jyske Bank kan tillige have positioner og/eller et forretningsmæssigt forhold til de papirer, der analyseres. Analytikerne modtager ikke betaling fra personer med interesse i analysen.

Datoen for analysens første offentliggørelse

Se forsiden. Alle oplyste kurser er seneste lukkekurser før analysens offentliggørelse, med mindre andet er anført.

Finansielle modeller

Jyske Bank anvender en eller flere modeller der er baseret på traditionelle økonometriske metoder samt finansielle metoder. Datagrundlaget er udelukkende offentligt tilgængelige data.

Risiko

Investering kan være behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger i denne analyse kan være forbundet med risiko. Se selve analysen for vurdering af evt. risici.

Anbefalinger

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 valutaen, renten/obligationen og/eller råvaren vil give de(t) anførte forventede fremtidige afkast. De anførte forventede fremtidige afkast er udelukkende udtryk for vores bedste vurdering