

# Grøn omstilling sender olieprisen højere

Olieefterspørgslen stiger til ny rekord i 2022 sideløbende med en global politisk acceleration mod en grøn omstilling. Vi ser et reelt risikoscenarie, hvor fremmedkapital ikke længere kan eller vil blive stillet til rådighed for nødvendige olieinvesteringer. Paradoksal kan den grønne omstilling forårsage højere oliepriser i årene fremover. Vi opjusterer olieprognosen.

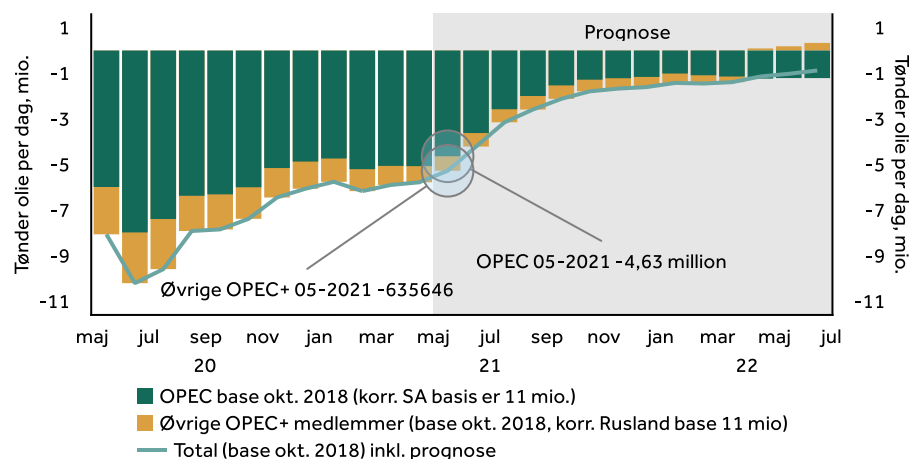
- Forward guidance fra oliemarkedets centralbank, OPEC+
- Grøn omstilling konventionelt forbundet med efterspørgselstab og prisfald
- Risikoscenarie: Grøn omstilling forårsager udbudsunderskud og prisstigning

## Forward guidance fra oliemarkedets centralbank, OPEC+

Den daglige COVID19-smitte er tæt på halveret i verden siden begyndelsen af maj, og vaccineudrulingen i Vesten er hastigt undervejs. Understøttet af en enorm global finans- og pengepolitisk lempelse vil økonomierne blomstre i de kommende kvartaler, og den globale olieefterspørgsel er på vej mod nye rekorder i 2. halvår 2022. Trods de positive efterspørgselsudsigter tøver OPEC+ med at øge produktionen mere end allerede aftalt, og i vores øjne er signalet fra alliancens forward guidance, at efterspørgslen skal lede produktionen. I det lys venter vi en oliebalance i underskud, træk på olielagre, en invers terminkurve (backwardation) og en høj/stigende oliepris.

## Figur 2: OPEC+ vil kun langsomt øge produktionen ift. efterspørgslen

Global olieproduktion ift. oktober 2018 - basis for OPEC+ produktionsaftale



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

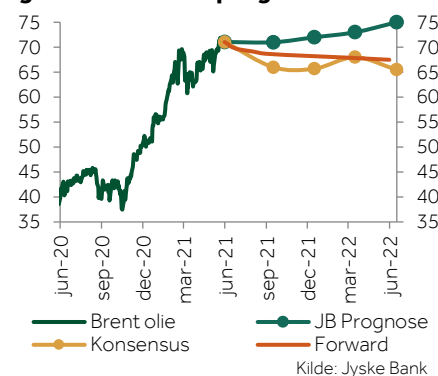
På længere sigt er vi i stigende grad bekymrede over det konventionelle syn, at den grønne omstilling betyder efterspørgselstab og olieprisfald. Vi ser et realistisk risikoscenarie, hvor en accelereret grøn omstilling forhindrer nødvendige investeringer i produktionsapparatet, og at den grønne omstilling paradoksal leder til en oliebalance i underskud og dermed prisstigning.

Vi opjusterer prognosen for Brent olieprisen, og vi venter en stigende oliepris mod USD 75 i 2. kvartal 2022. Risikoen er på opsidet, jf. tabel 1.

Risikomærkning	<span style="color: green;">■</span> <span style="color: yellow;">■</span> <span style="color: red;">■</span> X
Kompleks	X
Ikke-kompleks	

Se venligst de sidste sider for forklaring.

Figur 1 – Brent olieprognose



"There will always be a good amount of supply to meet demand, but we'll have to see demand before you see supply," Saudi Energy Minister Prince Abdulaziz bin Salman ([link](#))

Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S

Valuta-, rente- og oliestrateg,

Jan Bylov

+45 89 89 71 68

jan.bylov@jyskebank.dk

Analytikerassistent,

Oliver Thuesen

+45 89 89 74 39

ot@jyskebank.dk

Vigtig investorinformation:

Se materialets sidste sider.

**Tabel 1 – Brent olieprognose med risiko på opsid**

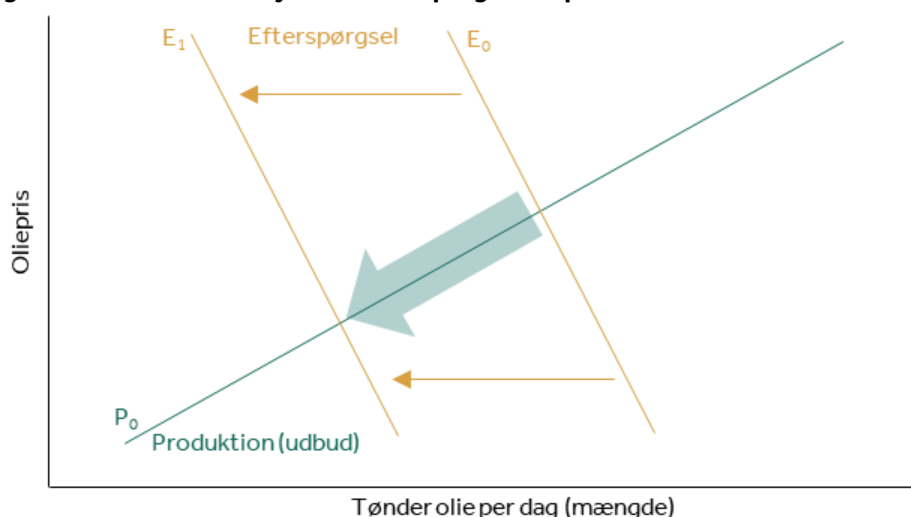
Modeller, konsensus og officiel prognose	Q3-21	Q4-21	Q1-22	Q2-22
Økonometriske modeller	61	60	60	60
Modellering med EIA lagerprognose	77	79	79	76
Modellering med egen lager- og USD-prognose	76	75	75	77
Konsensus analytikerprognose*	67	68	67	66
Ligevægtet gennemsnit	70	71	70	70
Jyske Bank officiel Brent olieprognose	71 (+1)	72 (+2)	73 (+3)	75 (ny)

\*Note: Prognoser maks. 3 mdr. gammel. Kilde: Bloomberg og Jyske Bank

## Grøn omstilling konventionelt forbundet med efterspørgselstab og prisfald

Genrejsningen af økonomierne efter COVID19-pandemien har fra politisk side opnået udbredt enighed om, at vejen fremad omfatter infrastrukturinvesteringer i en samtidig acceleration hen mod Paris-aftalens klimamålsætningen om en neutral udledning af drivhusgasser i atmosfæren. En konsensus, som fremgår af bl.a. IMF's [Public Investment for the Recovery](#), EU's [A Renovation Wave for Europe](#), og USA's "[Build Back Better](#)" & "[American Rescue Plan](#)".

En grøn omstilling af vores samfund bliver konventionelt sammenkædet med en verden, hvor vi stopper eller kraftigt formindsker brugen af fossilt brændstof. Den fremtid består altså af en langt lavere olieefterspørgsel samtidig med, at olieproducenterne kæmper for at få afsat mest mulig af deres oliereserver inden verden 100% vender ryggen mod de fossile brændstoffer. Tilbageværende reserver må på det tidspunkt endegyldigt afskrives som tabte. **Markedskonsensus er, at denne fremtidige vej bliver præget af faldende priser på fossilt brændstof, som færre og færre efterspørger, jf. figur 3.**

**Figur 3 – Konventionelt syn: olieefterspørgslen & prisen falder**

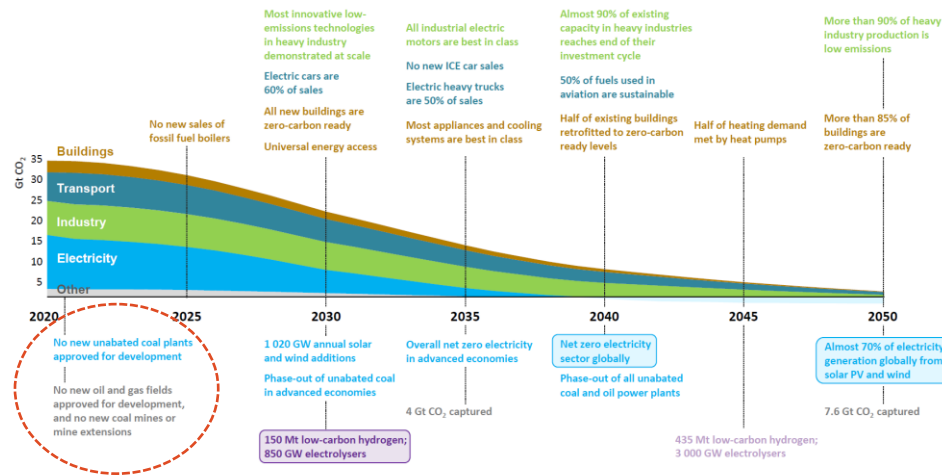
Kilde: Jyske Bank

I vores øjne er det konventionelle syn på konsekvensen af den grønne omstilling, at det hovedsageligt bliver en **faldende efterspørgsel, som rammer en olieproduktion, der ikke tilpasser sig**. Udbuddet er mindre elastisk end efterspørgslen, og prisen vil falde indtil det niveau, hvor kommercielle producenter gennem nedlukning/konkurs har fjernet en tilstrækkelig oliemængde, så udbuddet atter balancere med den lavere efterspørgsel.

## Risikoscenarie: Grøn omstilling forårsager udbudsunderskud og prisstigning

Det Internationale Energiagentur (IEA), som arbejder under OECD, har publiceret en anbefaling til verdens regeringer indeholdende nødvendige beslutninger for vejen mod en neutral udledning af drivhusgasser i 2050 ([her](#)), dvs. for at indfri Paris-aftalen. For Jyske Bank er det overraskende, at **IEA anbefaler et omgående stop** for nye olie-, gas- og kulinvesteringer, jf. figur 4, og anbefalingerne vil uden tvivl **øge presset for ikke at stille kapital til rådighed for sektoren**.

**Figur 4 – Regeringerne anbefales et 100 % stop for olie-, gas- og kulinvesteringer**



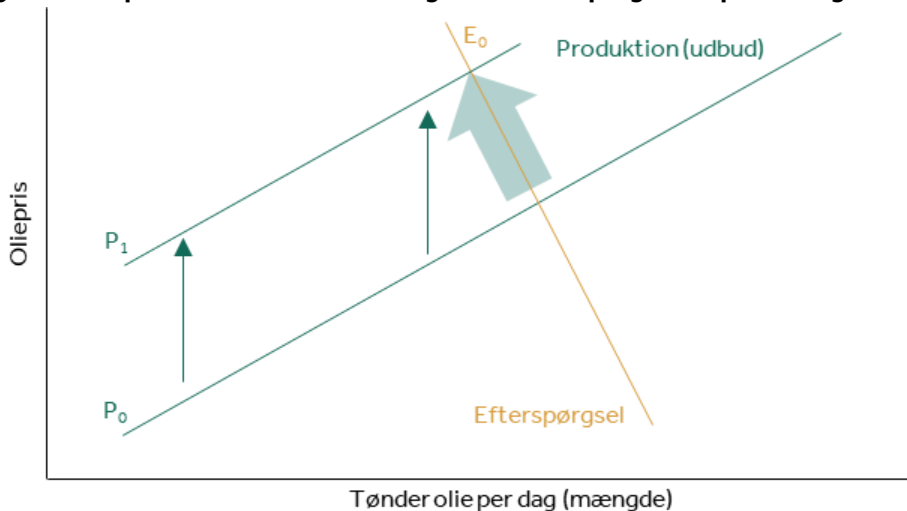
Note: [Net Zero by 2050 – A Roadmap for the Global Energy Sector](#). Kilde: IEA og Jyske Bank

*“No new unabated coal plants approved for development. No new oil and gas fields approved for development, and no new coal mines or mine extensions.” IEA, 18 May 2021.*

Olie- og gasssektoren er kapitaltung samtidig med, at hver oliebrønd indeholder en begrænset mængde olie. Derigennem ved vi, at **der løbende skal investeres i nye borer** til erstatning for gamle og udtømte brønde for blot at fastholde produktionsniveauet. Kapitalen til nødvendige investeringer (CAPEX) kan de kommercielle olieproducenter skaffe gennem eget overskud eller fremmedkapital. Det er vores vurdering, at olie- og gasssektorens **adgang til fremmedkapital bliver mere vanskelig** i lyset af den globale klimadagsorden eksemplificeret med bl.a. IEA's anbefaling om et fuldt stop for investeringer nu.

*Big Oil's Exit Leaves Norway Tending to Its Own Petroleum Future ([link](#))*

**Figur 5 – Olieproduktionen kan ikke følge med efterspørgslen & prisen stiger**



*Norway's trillion-dollar wealth fund sold the last of its investments in fossil fuel companies ([link](#))*

*ExxonMobil exits after 100-year run at Dow; what it means for investors ([link](#))*

*BP Exited Kazakh Oil Projects to Focus on Renewables Strategy ([link](#))*

*Shell targets power trading and hydrogen in climate drive ([link](#))*

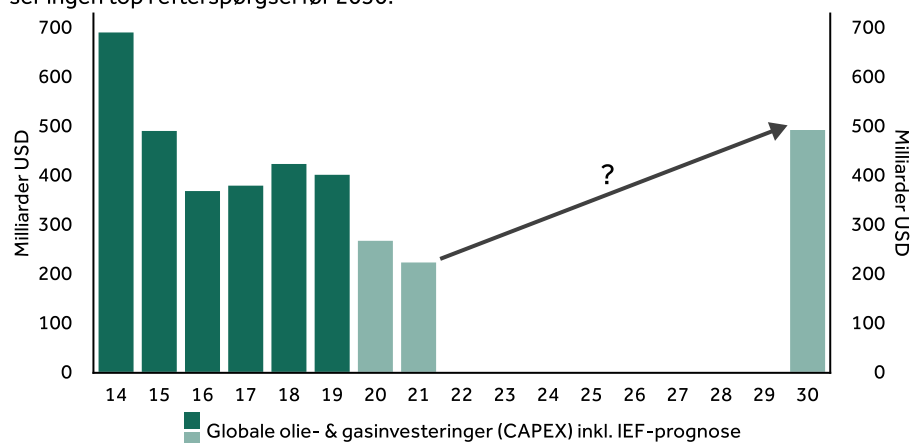
*European officials urge World Bank to exclude fossil-fuel investments ([link](#))*

Kilde: Jyske Bank

I vores øjne eksisterer der **et realistisk risikoscenarie**, hvor de kommercielle olieproducenter taber terræn til de statskontrollerede producenter (markedsandele) samtidig med, at verdens samlede olieproduktion har svært ved at tilfredsstille en global olieefterspørgsel, som ikke topper før omkring 2030. I risikoscenariet forbliver olieefterspørgslen høj indtil minimum år 2030, mens olieproduktionen ikke kan følge med pga. for få nyinvesteringer, jf. figur 5. I **det risikoscenarie er udbudselasticiteten større end efterspørgslen**, og et medfølgende underskud på verdens oliebalance presser Brent olieprisen højere.

**Figur 6: CAPEX-investeringer skal øges kraftigt i de kommende år**

Nødvendige olie- & gasinvesteringer for at matche efterspørgsel i 2030. IEA og OPEC ser ingen top i efterspørgsel før 2030.

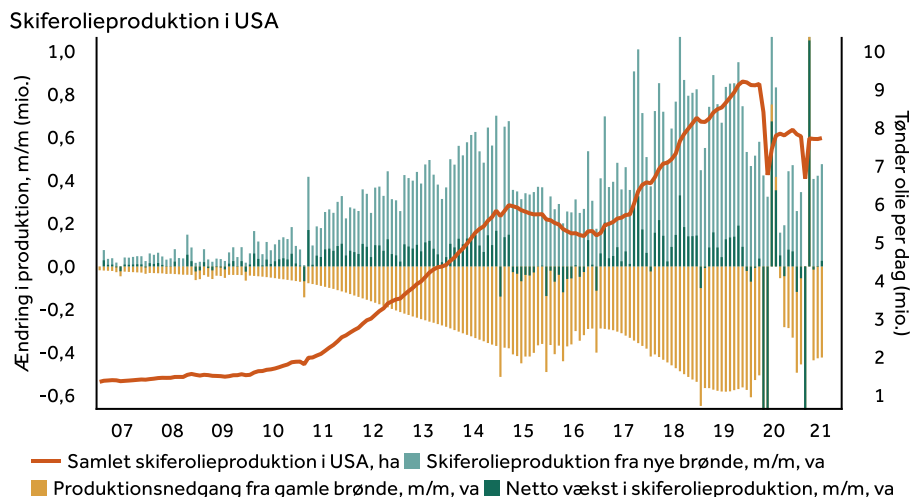


*"An analysis by the IEF, in partnership with BCG, suggests that industry investment will have to rise over the next three years by at least 25% yearly from 2020 levels to stave off a crisis." ([link](#))*

Kilde: IEF, Macrobond og Jyske Bank

I en understregning af alvoren bag manglende olieinvesteringer anslår [IEF](#) (olieforbrugere og producenter), at CAPEX årligt skal stige med 25 % de næste 3 år for at undgå en krise ([her](#)). I år forventes sektoren at foretage CAPEX for USD 200 mia., og det niveau skal i 2030 være forhøjet til USD 500 mia. for at indfri olieefterspørgslen, jf. figur 6. Den globale klimadagsorden og presset på investorer for **ikke** at stille kapital til rådighed for sektoren rejser **berettiget tvivl** om det er muligt uden et højere prisniveau for Brent-olie.

**Figur 7 – Skiferolieproduktionen i USA presset af nedgang fra gamle brønde**



En skiferoliebrønd dør hurtigt ud, og i USA skal olieindustrien hver måned kompensere for en nedgang på 400.000 tønder olie per dag fra gamle brønde. Kravet til CAPEX er stort.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

**Kalender over vigtige begivenheder**

Tidspunkt	Begivenhed
Månedlig indtil apr. 22	Møde i Joint Ministerial Monitoring Committee (JMMC)
18. juni 2021	Præsidentvalg i Iran
August 2021	Vindue for atomaftale med USA og Iran svinder med indsættelsen af ny iransk præsident
April 2022	OPEC+ produktionsaftale udløber
Juli 2022	Fixing af Brent oliepris inkluderer nu også USA's WTI Midland. Se evt. mere <a href="#">her</a> .

Kilde: Jyske Bank

### Oversigt over olieprisisici

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

Ryster Saudi Arabien og Rusland på hånden i OPEC+ alliancen og falder tilbage til en kortsigtet tilfredsstillelse af egne præferencer, så hersker der i vores øjne ingen tvivl om, at verdens olieproduktion på kort sigt vil overstige efterspørgslen. Olieprisen kan i det scenarie falde tilbage under den amerikanske skiferolieindustri breakeven-pris (WTI) for at dække driftsomkostningerne dvs. under USD 30. De ydre omstændigheder, som motiverer Saudi Arabien og Rusland til at udsætte kortsigtede tilfredsstillelse kommer fra hhv. [Vision2030](#) og geopolitisk usikkerhed/frygt.

Indtil 3. kvrt. 2021	COVID19-pandemi & vaccine	Lav	Volatil
----------------------	---------------------------	-----	---------

Corona-pandemien og smitteudbrud udvikler sig volatilitet. Udrulningen af Pfizer, Moderna mfl. vacciner er i fuld gang (USA tæt på færdig, UK lige efter og EU halter efter med 1. kvartal), og halerisiko for en permanent skadet efterspørgsel er borte.

Løbende	Skiferolieindustrien	Mellem	Op
---------	----------------------	--------	----

Den amerikanske skiferolieindustri er fundamentalt forandret af en udfordrende adgang til ny nødvendig kapital for at fastholde og øge produktionen. Dette primært grundet de senere års ringe kapitalafkast (ROE), og den accelererende klimadagsorden, som bremser investorernes (og staternes) interesse for at investere i den fossile energisektor. CAPEX og produktionsvækst skal komme via intern frit cash flow.

August 2021	USA's konflikt med Iran	Lav	Volatil
-------------	-------------------------	-----	---------

USA og Iran har indledt forhandlinger om en genindtræden/ny atomaftale. Iran er presset indenrigspolitisk af en svag økonomi, COVID19 og en handlingslammet og afgående præsident. Vinduet for en ny aftale ser vi som indtil august 2021, og vejen hen mod en aftale omfatter typisk først etableringen af en "troværdig trussel". Det betyder intensiveret uro, konfrontationer i Mellemøsten indtil august 2021 og højere risikopræmier.

Løbende	Kinas konflikt med Taiwan	Mellem	Op
---------	---------------------------	--------	----

Kina ønsker fuld kontrol over Taiwan – et land, som er verdens centrum for avantgarde chip-udvikling og –produktion. USA har gentagne gange vist sin strategiske interesse for Taiwan og det vigtige Malacca-stræde, som forbinder det Indiske Ocean og Stillehavet, og derigennem Kinas sikkerhedspolitiske adgang til olie fra Mellemøsten (primært Saudi Arabien). Risikoen for væbnet sammenstød mellem Kina, Taiwan og USA er reel.

Løbende	Svag investering i ny produktion (CAPEX)	Tiltagende	Op
---------	--	------------	----

Investering i ny olieproduktion (til afløsning for tømte felter og en forventet efterspørgselsvækst hen mod 2030) lider under aftagende offentlig og privat vilje til at stille kapital til rådighed for selskaber inden for fossil energi. IEF estimerer, at der hen mod år 2030 skal ske nyinvesteringer (CAPEX) for ca. USD 500 mia. dvs. en næsten fordobling ift. 2020... "for at undgå en krise". IEA anbefaler et fuldt stop for investeringer i olie-, gas- og kulindustrien nu ([her](#)). Risikoen er en kombination af højere oliepriser og større prisudsving (volatilitet). Mere [her](#) og [her](#). Verdensbanken under pres for at stoppe finansiering af projekter relateret til olie og kul, [her](#). Paradoksalt kan den grønne omstilling lede til underskud af olie og højere priser.

Løbende	USA vs Kina – en strukturel magtkamp	Løbende	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=op vs handelskonflikt=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](#)).

## 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:

- Simpel 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](http://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.