

Olie

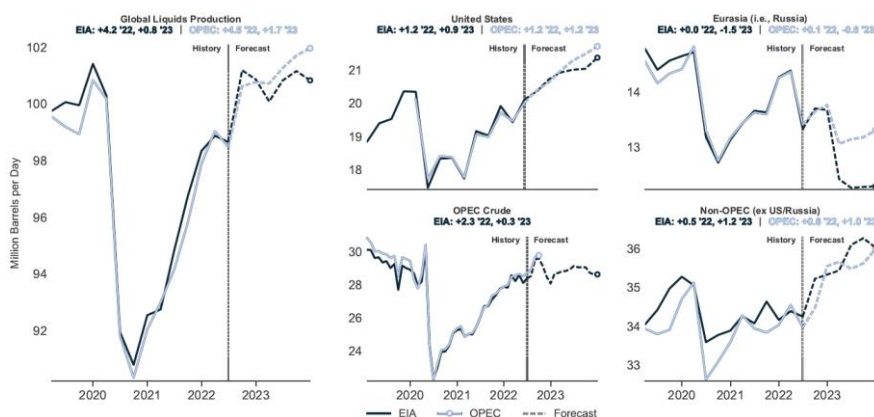
09-11-2022

Udbud (supply)

Olieproduktion har en nedgangsrate på 5-8% om året, dvs. at for at holde produktionen konstant, så skal den øges med 5-8% om året, årsagen er tryktab i borefelterne. Den nye produktion kan ske ved nye borer i eksisterende felter, eller ved udvikling af nye felter, det normale er førstnævnte.

5-8% svarer til 5-8 mbpd (million barrels per day), og det er rigtig meget – verdens 3 største olieproducenter er USA, Saudi-Arabien og Rusland, de producerer hhv. 12, 11 og 10 mbpd, på fjerdepladsen har vi Irak med ca. 4,5 mbpd, så 5-8 mbpd er rigtig meget.

Man kan opdele det globale udbud af olie mellem OPEC+ lande og ikke-OPEC+ lande, hvor OPEC+ producerer lidt over halvdelen. Til næste år forventer både EIA og OPEC stigende udbud, på hhv. 0,8 mbpd og 1,7 mbpd.



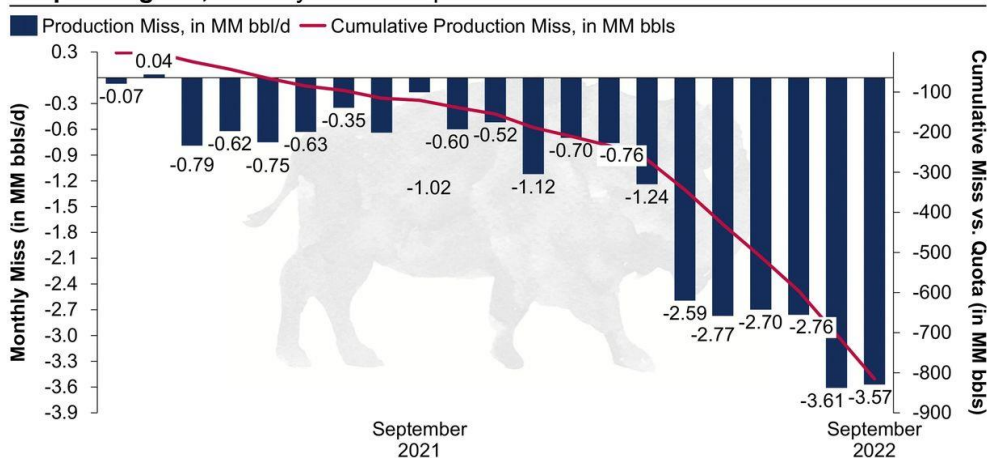
Figuren viser EIA og OPEC's bud på udbuddet af olie i 2023.

Reservekapacitet

Der er ikke meget reservekapacitet i den globale olielever, de fleste OPEC+ lande producerer under deres kvote, noget der er meget atypisk, især når olieprisen er høj, som den er nu.

Saudi-Arabien har "måske" 1 mbpd, UAE måske lidt, og USA er stadig i gang med at øge produktionen til niveauet fra før covid-19, men det går langsommere end man havde forventet af forskellige årsager.

OPEC+ Monthly Deviation and Cumulative Production Shortfall from Output Targets*, January 2021 – September 2022



Sources: Bison Interests analysis, Bloomberg, SP Platts, Argus Media

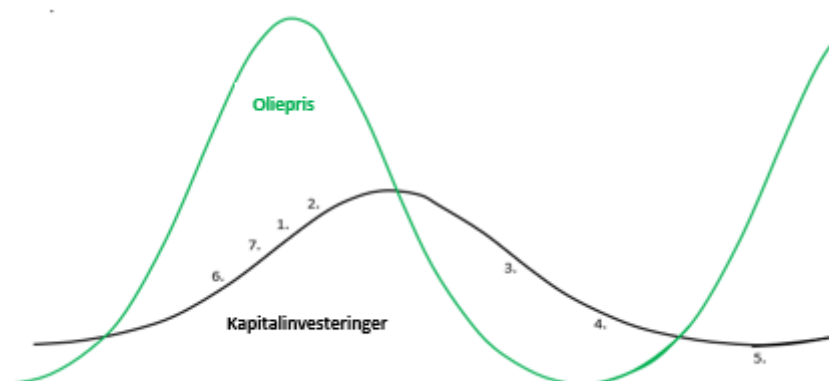
*Note: Excludes the OPEC exempt.

Figuren viser hvor meget OPEC+ landene månedligt producerer under deres kvote.

Hovedårsagen til problemer med at opretholde produktionen er manglende investeringer.

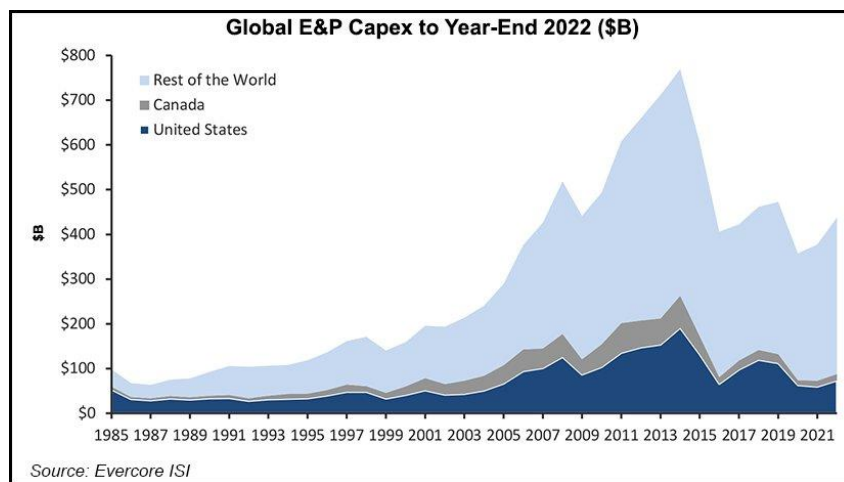
Investering i ny produktion

Investering i råvarer sker i cykler, som følger et typisk mønster. Dette mønster følger normalt ikke de økonomiske konjunkturcykler, bortset fra i nullerne, det var pga. den voldsomme vækst i Kina. På figuren herunder er vi i punkt 4, som er perioden hvor man begynder at mærke de mange år, med manglende investeringer.



1. Overudbud, 2. Periode med meget udbud og faldende pris, 3. Manglende investeringer, 4. Periode med knaphed på olie og stigende pris, 5. Investeringer begynder at finde vej til nye olieprojekter, 6. For meget investeret kapital, 7. For meget nyt udbud, 1. Overudbud.

Den sidste kapitalcyklus startede i slutningen af halvfemserne, den var drevet af vækst i Kina, og det gik rigtigt stærkt da landet kom ind i WTO i 2001. Kapitalcyklen sluttede i 2014, årsagen var boomet i amerikansk skiferolieproduktion, der gjorde at USA næsten fordoblede sin olieproduktion fra 2010 til 2014. Der kom så meget ny olie online, at olieprisen faldt 60% på et halvt år, og siden da har olieproducenter over hele verden holdt igen med at investere i ny produktion.



Figuren viser kapitalinvesteringer hele verden.

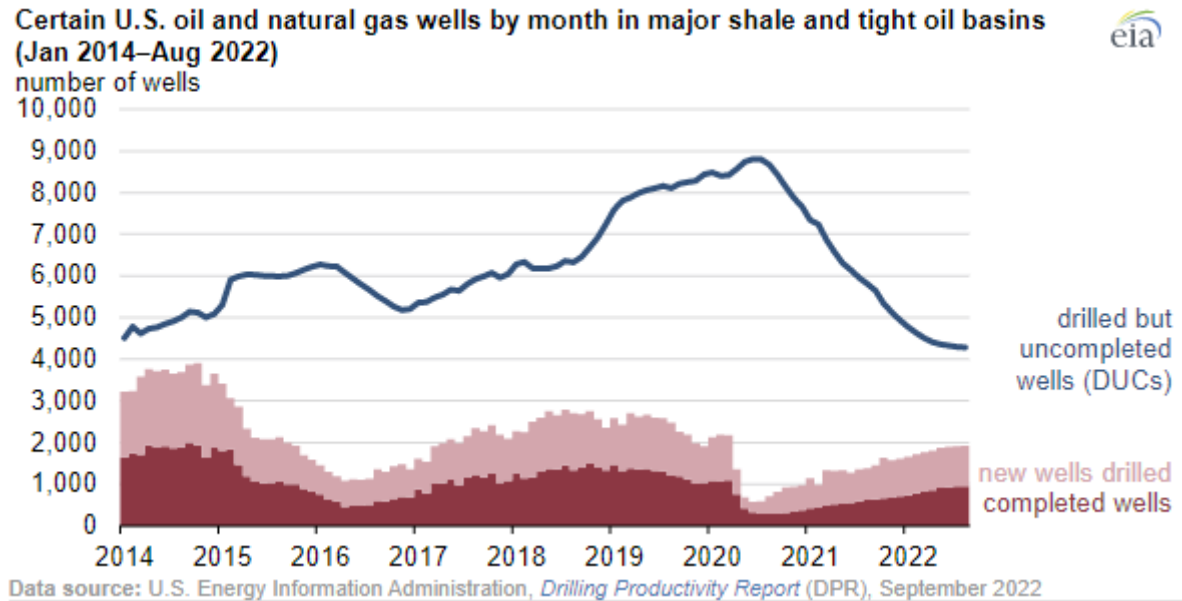
På figuren ser man tydeligt bortfaldet i capex, og samtidig med at investeringerne er faldet, så er der kommet flere forbrugere i verden og flere køretøjer. Det tager tid at udvikle nye oliefelter, for konventionel olieproduktion, som er langt den største del af den globale olieproduktion, tager det ca. 5 år at udvikle et felt fra man begynder. Oil sands, som er typisk canadisk produktion, tager 3-5 år, og for skiferolie tager det ca. 3 mdr.

Skiferolie i USA

I starten af 2000'erne blev fracking, med horisontal boring, udviklet til et niveau hvor det kunne betale sig at udnytte det kommercielt for udvinding af gas, man regnede ikke med at betale sig for olie pga. den noget højere viskositet. Men i slutningen af årtiet var metoden udviklet, og det blev begyndelse på produktion af skiferolie i USA.

Det tager kun ca. 3 mdr. fra boring til klargøring af brønden til produktion, man gør typisk det at man borer løs, og forbereder brøndene, så de er klar til selve fracking. Brøndene kan vente længe på den sidste del af processen, da man vælger at fracke de brønde der giver det største afkast først – det kaldes high grading. Disse ikke-færdiggjorte

brønde kaldes DUC (Drilled but UnCompleted well). Levetiden er kort for en skiferbrønd – ca. 5år. Faldraten i produktionen er ca. 80% det første år.



Figuren viser antallet DUC brønde.

Under skiferboomet tjente selskaberne ingen penge, de prioriterede vækst, og endte med at tabe masser af penge da olieprisen kollapsede i 2014.

De lavest hængende frugter er plukket (high grading) – dvs. de boremaal der er tilbage, er dyrere end de forrige og producerer mindre. derfor går det også noget langsommere med at øge produktionen tilbage til niveauet fra før Corona, og det er der flere årsager til:

- Der er også store udfordringer med at finde kvalificeret arbejdskraft, da mange forlod branchen efter kollapsede i 2014
- Der er mangel på materialer – boresand, væsker, rør, etc.
- Der er mangel på fracking rigge, og de fleste af de eksisterende er gamle
- Der er ikke den store lyst til at investere pga. ESG modstand
- Under shale boomet tabte ejerne rigtig mange penge da olieprisen kollapsede
- Inflation – priserne er steget voldsomt i alle led
- Det er svært at få tilladelser

Saudi-Arabien

Officielt kan Saudi-Arabien producere 12 mbpd, det er der dog meget tvivl om hvorvidt det er rigtigt. De er i gang med at udvikle produktionskapaciteten, og forventer at øge produktionen med ca. 1,2 mbpd i 2027.

Saudi-Arabiens olieproduktion bliver indimellem forstyrret pga. angreb Houthi-oprørere der er støttet af Iran.

Er der incitament til at investere stort i ny produktion?

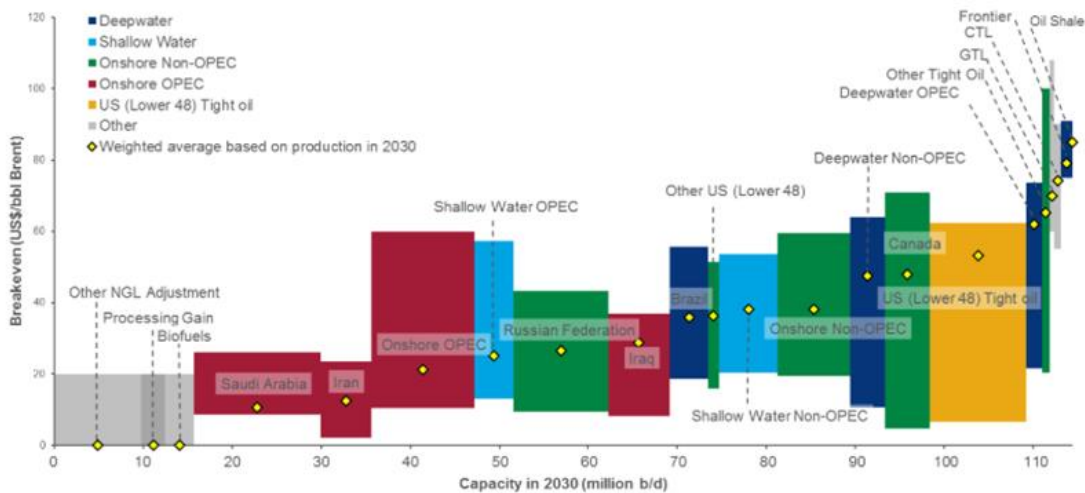
Når olieselskaber vurderer om business cases for investeringer i fremtidig produktion, så ser man på tilbagebetalingstiden, dvs. hvor mange år går der før investeringen er tjent hjem. Under vurderingen, er det vigtigt at have en ide om hvad olieprisen er i fremtiden, og det giver forward kontrakter (futures) en ide om.



Figuren viser at den forventede oliepris om 5 år er knap 63 USD/tønne.

Forwardkurven indikerer en oliepris på knap 63 USD/tønne om 5 år, så kan man gå videre og se på omkostningskurven for forskellige typer af olieproduktion:

Global liquids capacity in 2030 by breakeven

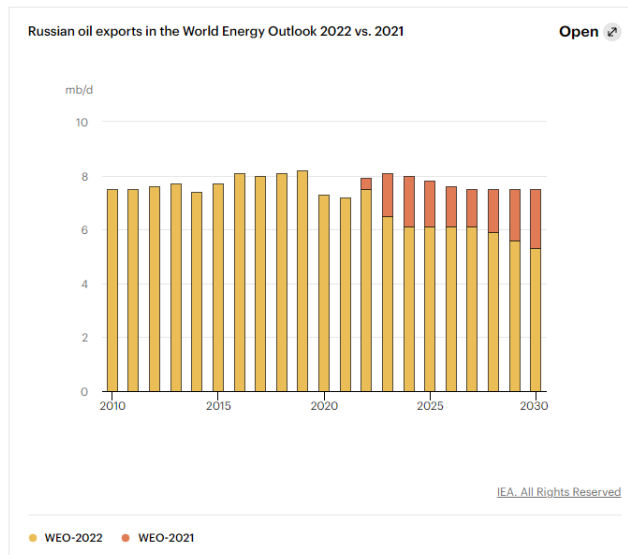


Omkostningskurve (fra starten af 2022) for forskellige typer af olieproduktion.

Med den nuværende inflation og den aktuelle omkostningskurve så giver en pris om 5 år slet ingen mening. Om 5 år er et globale olieforbrug nok på knap 110 mbpd, og som vi har hørt mange gange på det sidste, om elpriser, så er det den marginale pris, der sætter prisen for varen, og på omkostningskurven kan man se at den højeste pris for at nå udbuddet på knap 110 mbpd er på ca. 70 USD/bbl, og det var inden inflationen rigtig tog til. Så et olieselskab vil tænke at det er en dårlig investering at bruge penge på at øge produktionen, når den fremtidige pris er på knap 63 USD.

Ruslands olie

Krigen i Ukraine har også givet en del forstyrrelser på oliemarkedet, til at begynde med var holdningen at Ruslands produktion ville falde hurtigt og meget. Den faldt også lidt i starten af krigen, men kom hurtigt op på et normalt niveau igen. Historien viser også at kritiske råvarer altid finder vej til markedet, uden om alle forbud og sanktioner.



Figuren viser russisk eksport af olie.

Figuren viser at IEA forventer et fald i russisk olieeksport på 1-2 mbpd frem mod 2030, det skyldes, at på et tidspunkt vil den russiske olieproduktion lide under at være afskåret fra vestlig ekspertise, og så vil produktionen falde, men det er svært at sige hvor meget, men i et så snævert marked, som vi har nu og i de kommende år, så skal der heller ikke meget til før det kan få stor betydning.

EU's olieembargo

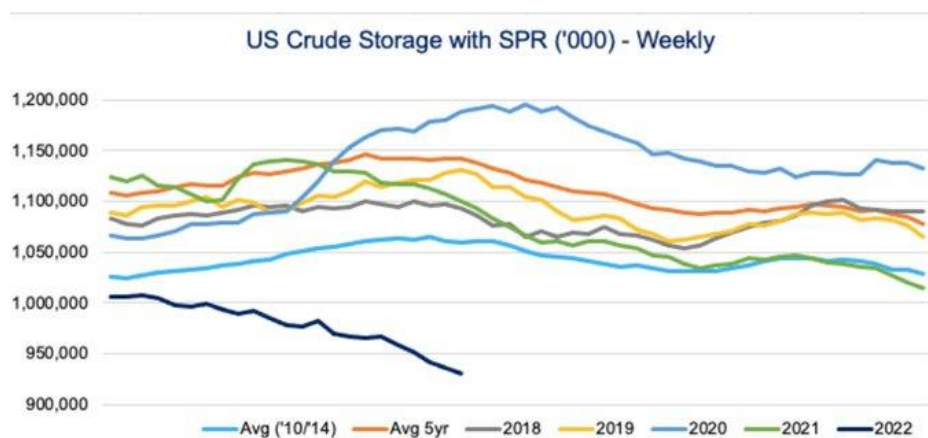
Den 6. oktober 2022 vedtog EU sin ottende sanktionspakke mod Rusland. Den omfatter et forbud mod søtransport til tredjelande af russiske rå- og olieprodukter med forbehold for et prisloft. Forbuddet træder i kraft den 5. december 2022.

Iran

Atomforhandlingerne med Iran kører op og ned, og giver ind imellem lidt forstyrrelser på oliemarkedet. Jeg ser det ikke som sandsynligt at der kommer en aftale foreløbigt.

Globale olielagre

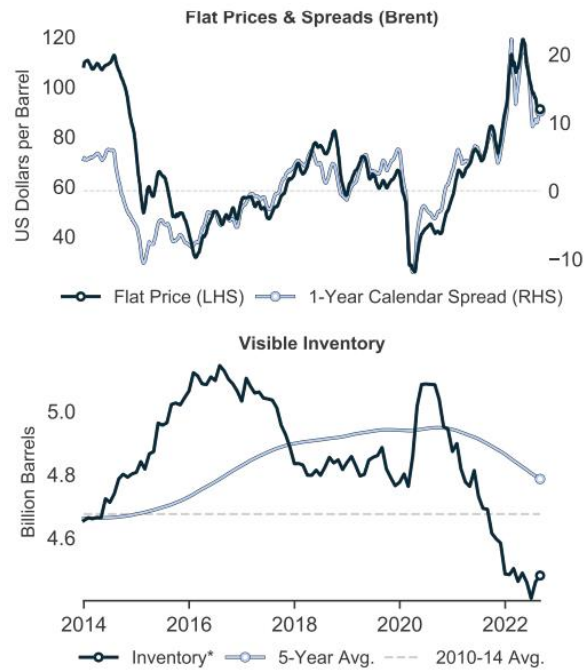
For at undgå pludselige udbudschok så har man olielagre rundt om i verden. Niveauet i disse olielagre er på det laveste niveau i nyere tid, og det fortæller noget om hvor stram balancen er. Lige nu fungerer disse lagre som udbud, i OECD-lande har man helt ekstraordinært valgt at trække 1,5 mbpd i gennemsnit over en 6 måneders periode, den slutter i midten af november – perioden bliver formentlig forlænget i nogle lande.



Figuren viser niveauet i det amerikanske strategiske olielagre (SPR)

I USA har man 2 typer af lagre, de kommercielle lagre i Cushing, Oklahoma og de strategiske olielagre (SPR). I Cushing er der knap 30 millioner tønder, og man siger at 20 millioner er det kritiske niveau, for hvor lidt olie der kan være i systemet, derfor er det heller ikke disse lagre der trækkes på, det er SPR.

Meningen med SPR er at have en buffer hvis USA er truet, nu bliver det brugt af politiske årsager, for at sænke olieprisen op til midtvejsvalget.



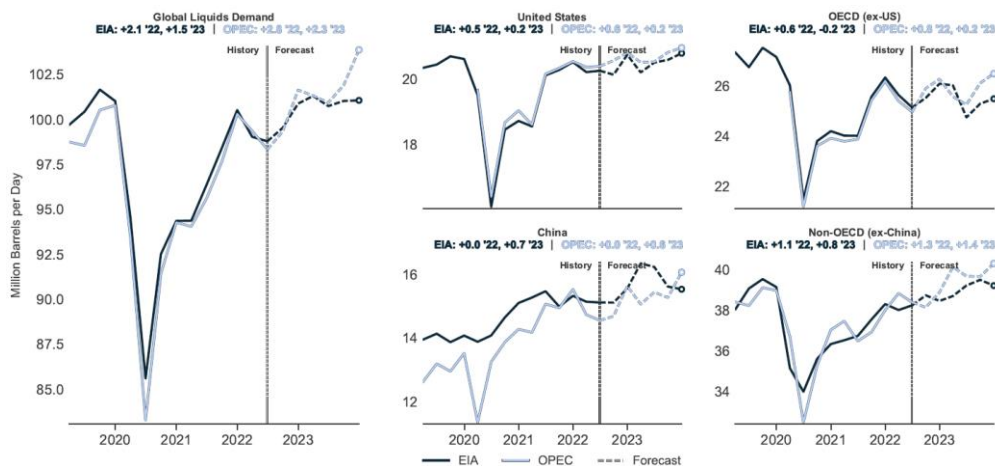
Figuren viser sammenhængen mellem oliepris globale olielagre.

På figuren herover ser man at der er en klar sammenhæng mellem oliepris og lagerniveau – det bliver spændende at se om Biden er lige så interesseret i at manipulere olieprisen ned efter midtvejsvalget, men uanset hvad, så skal der ikke ske mange forstyrrelser i olieverdenen før prisen kan stige parabolisk som man ser det for naturgas og kul.

Efterspørgsel (demand)

Der er en direkte sammenhæng mellem pris og udbud af en vare. Når prisen på en vare stiger, så stiger udbuddet også, og det får efterspørgslen til at falde – eller sådan plejer det at være men hvis prissignalet ikke besvares med højere udbud, så stiger prisen indtil der er fundet en ny balance, en balance som reducerer skaren af købere som har råd til at forbruge – det kaldes "demand destruction".

Efterspørgslen er altid den sværeste del at forudsige fordi forbruget præges meget mere af kortsigtede begivenheder end udbuddet, som er ret godt kendt. Det globale olieforbrug er i gennemsnit steget med lidt over 1,3% om året siden 1987.



Figuren viser EIA og OPEC's bud på olieefterspørgslen i 2023.

Både EIA og OPEC forventer en stigende efterspørgsel på olie i 2023 på hhv. 1,5 mbpd og 2,3 mbpd.

Noget der især lægger en dæmper på det globale olieforbrug lige nu er jet fuel, det er det produkt der har taget længst tid om at komme igen, men der er tegn på at det er ved at vende.

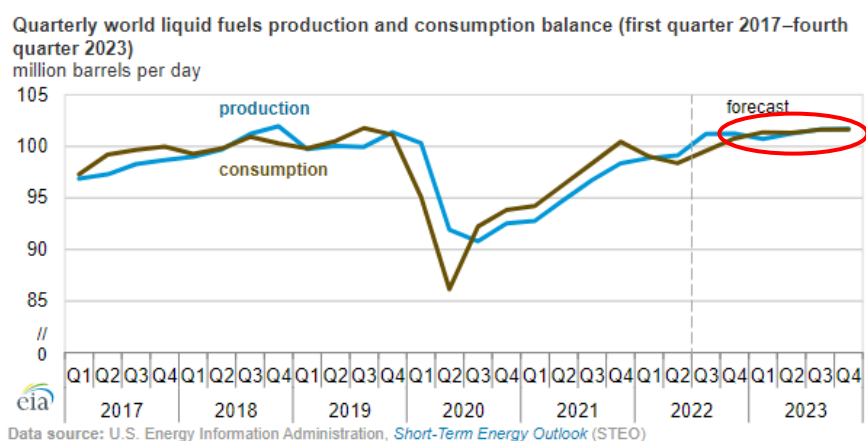
Forstyrrelser

Det der især har reddet verden fra store olieprisstigninger i år er Kinas Covid-19 politik, som har fjernet en efterspørgsel på 2-3 mbpd havde det ikke været tilfældet, så ville der have været et meget stort underskud i udbuddet, men denne situation vil ikke fortsætte, på et tidspunkt vil Kina også åbne op igen.

G20 (Gas-to-oil switch)

Normalt er det kun en lille del af olien der bruges til at generere el, men med de voldsomt høje priser på elektricitet, så sker der et skift over mod diesel og fyringsolie, da prisen for elektricitet genereret fra olieprodukter er markant lavere end for strøm genereret af naturgas og kul – man skal selvfølgelig have en generator for at bruge denne kilde til elektricitet.

Man estimerer at dette skift vil føre til et ekstra olieforbrug på 0,7-1 mbpd over vinteren, hvilket måske ikke lyder af meget, men ser man på balancen mellem udbud og efterspørgsel, så kan det hurtigt gå galt:



Figuren viser den estimerede oliebalance – den er ret stram ...

Råolie vs olieprodukter

Det er ikke råolie der fyldes på tanken, det er raffinerede olieprodukter – fx benzin og diesel. I år har vi oplevet store pristinger ved tanken, men råolien var egentlig ikke voldsom dyr. Årsagen var at "crack spreads" (forskellen i pris mellem et raffineret produkt og råolien) for de forskellige færdigprodukter, steg voldsomt.

Årsagen til stigningen er, at i de sidste 40 år er raffinaderikapaciteten faldet i Vesten, den er især flyttet til Kina og Mellemøsten, som så sejler færdigprodukter til os. Før Rusland angreb Ukraine, kom der også færdig- og mellemprodukter fra Rusland.



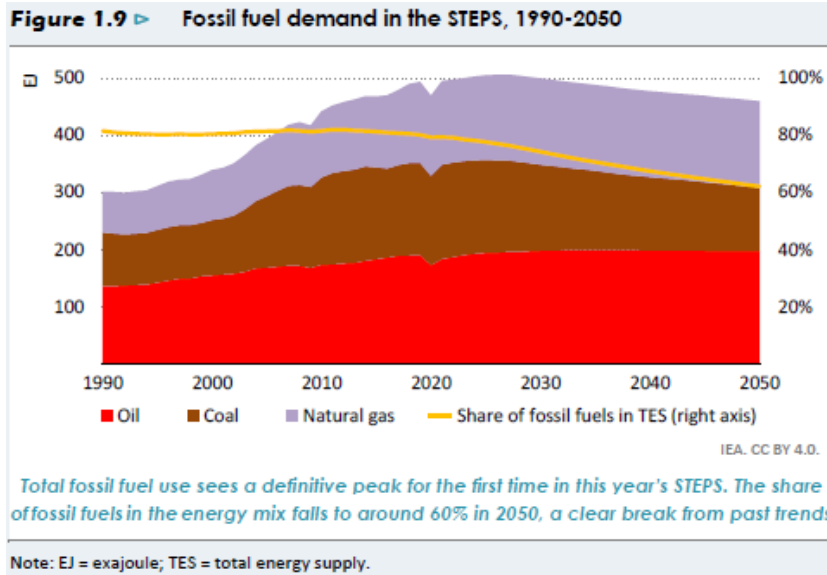
Crack spreads for benzin (blå) og diesel (orange).

På et tidspunkt var crack spreads så høje, at det svarede til en råoliepris på 180 USD. Der var selvfølgelig noget "demand destruction" (mennesker/virksomheder skærer ned på deres forbrug), men ikke så meget som man kunne forvente - måske fordi det kun var for en kort periode. Det er interessant, fordi det er vigtigt at vide hvornår prisen er så høj, at den har betydning for forbruget. Nogle undersøgelser viser at efterspørgslen begynder at falde ved 130 USD, og fortsætter med at falde op mod 180 USD, hvorefter det kun er meget nødvendigt forbrug, der er tilbage. Det er selvfølgelig under forudsætning af at crack spreads ikke stiger disproportionalt meget.

Fremtidig efterspørgsel

Der skrives meget om at efterspørgslen vil falde en del frem mod 2030, pga. overgangen væk fra fossile brændsler, og at elbiler fortrænger ICE-biler (Internal Combustion Engine). Jeg tror ikke at omstillingen får en særlig stor betydning for efterspørgslen på olie de næste 20-30 år, og det er der flere grunde til:

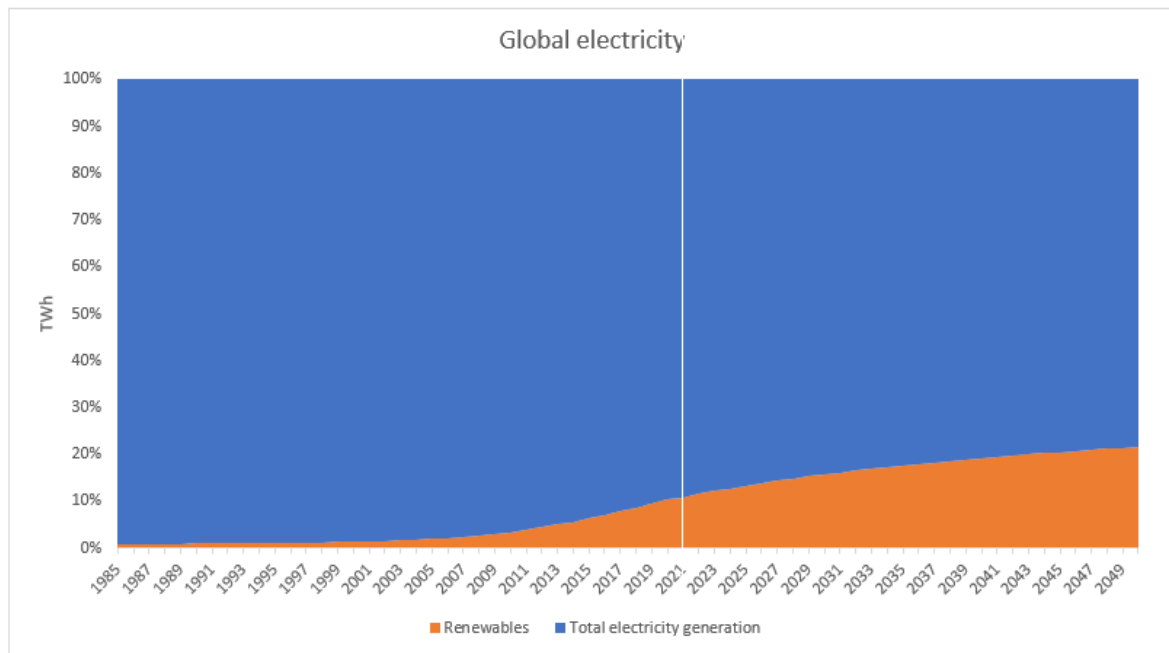
1. Den globale befolkning vokser med 0,7% om året, det betyder øget demand
2. Der sker en stor stigning op gennem velstandsklasser i ulande. Det sker stadig i Kina, men i Indien kommer stigningen til at være lige så voldsom den har været i Kina de sidste to årtier, og det er en voldsom vækst
3. Det er kun 2/3 af råolien der bruges til transport, resten bruges til ting der kan relateres til folks forbrug – plastik, etc. Af de 67% der bruges til transport, er der noget som ikke erstattes med noget andet foreløbigt, det bliver f.eks. brugt til nogle typer af lastvogne, fly, nogle skibssektorer, etc.
4. I ulande går man ikke så meget op i klimaet, der er pris og pålidelighed det vigtige. De har heller infrastrukturen til at satse stort på omstillingen fra ICE til elbiler, og det vil tage lang tid før det ændres.
5. Elbiler er dyre, og de bliver endnu dyrere resten af dette årti, fordi prisen på batterier vil stige mere end de allerede er steget de sidste par år. Det betyder at det stadig kun er de mere velhavende, som vil have råd til at købe en elbil, og de køber den ofte kun som bil nr. 2.
6. Elbiler giver kun mening hvis strømmen er grøn, ellers er de en meget større miljøbelastning end ICE-biler, og grøn strøm vokser, i global sammenhæng, meget langsomt.



Figuren herover er fra World Energy Outlook 2022, udgivet i oktober 2022.

Figuren fra IEA viser at de ikke forventer, at efterspørgslen efter olie vil falde frem mod 2050, dens andel af det totale energiudbud vil dog falde – det er den tendens man har set hver gang der er introduceret en ny brændselstype i menneskets historie.

I dag er det hovedsageligt olieprodukter der bruges som transport brændstof, målet er at udfase olieprodukterne med elektricitet og grøn brint, og elektrolyseprocessen, ved brintproduktion er meget energitung. På figuren herunder har jeg ekstrapoleret tal for hhv. globalt elforbrug og elektricitet genereret af fornybare energikilder.

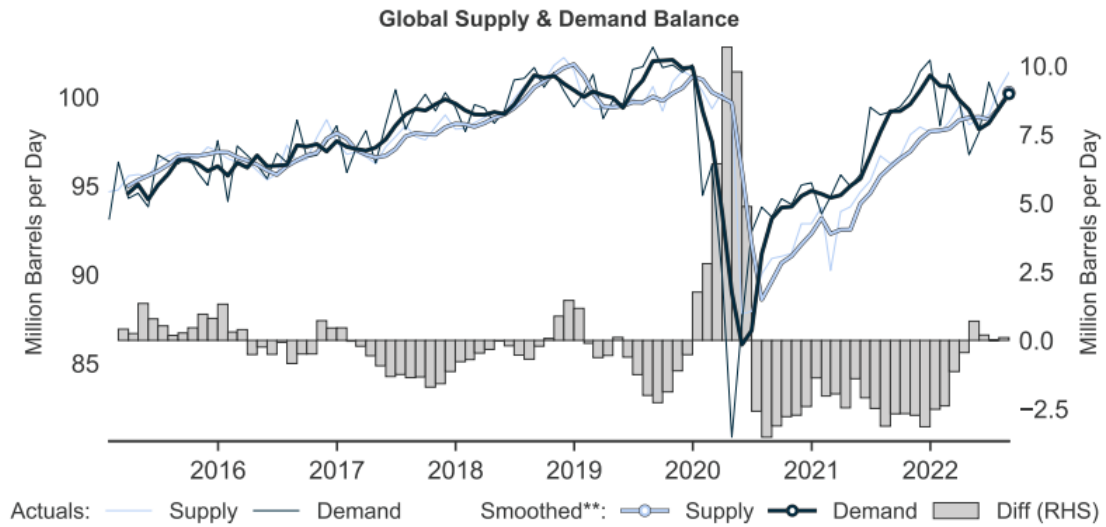


Figuren viser fornybar energis andel det totale energiforbrug.

Som man kan se på figuren, så skal der et gearskifte til, for at udfase de fossile brændsler, der skal muliggøre en grøn omstilling på et eller andet tidspunkt

Balance

Gennemsnittet af den globale olieproduktion, ytd, ligger på 99,3 mbpd (million barrels per day), forbruget/efterspørgslen, ytd, ligger på 99,4 mbpd. Dvs. der er et meget lille overskud i produktionen, hvilket er årsagen til den store volatilitet der har været i olieprisen i år.



Ser man i afsnittene om udbud og efterspørgsel, så er der rigtigt meget der kan gå galt, og verden er ikke gået i gang med at sikre en meningsfuld fremtidig produktion endnu.

EIA er kendt for notorisk at undervurdere den virkelige efterspørgsel, og gælder det også i 2023, så skal der ikke meget til for at man fortsat må trække på de globale olielagre. Det betyder at der også til næste år kan forventes en stram balance mellem udbud og efterspørgsel.

Oliepris

Priser på råvarer læses af producenter som signaler om balancen for råvaren, er der for meget, så falder prisen, og der investeres mindre i fremtidig produktion, og omvendt, er der for lidt så stiger prisen, og der investeres mere.

Nogle gange "overhøres" signalet, og så bevæger prisen sig til et ekstremniveau. Man skal passe på med at forveksle bevægelser i olieprisen, forårsaget af kapitalinvesteringer, med kortsigtede markedsforhold og -psykologi, som også kan flytte prisen til ekstreme niveauer.

Der er mange forstyrrelser på oliemarkedet lige nu, vi har Biden og hans regering, der desperat gør alt hvad de kan for at manipulere olieprisen ned, op til midtvejsvalget. Alle "våben" bliver taget i brug, fra brug af USA's strategiske olie lagre til udskamning af olieproducenter, raffinaderier og OPEC+.

Som tidligere nævnt, så forbruger Kina mindre olie end de plejer, og det er med til at lægge en stor dæmper på efterspørgslen, og dermed på olieprisen. Der er også en (velbegrunder) forventning om at flere lande får recession i 2023, det ligger en dæmper på mange investorers lyst til at satse på en "normal" efterspørgselsstigning i 2023.

Olie og USD

Olie afregnes i USD, og når dollaren er stærk ift. lokale valutaer, så bliver olien endnu dyrere, når de skal betale med deres "svage" valuta, og lige nu er dollaren meget stærk, og mange lande importerer meget energi, så de skal bruge mange USD.

På trods af den høje dollarkurs, så er olieprisen høj, og når dollaren en gang svækkes mere permanent, så burde det få en positiv indflydelse på olieprisen, men lige nu kan det betragtes som en modvind.

Prisloft på russisk olie

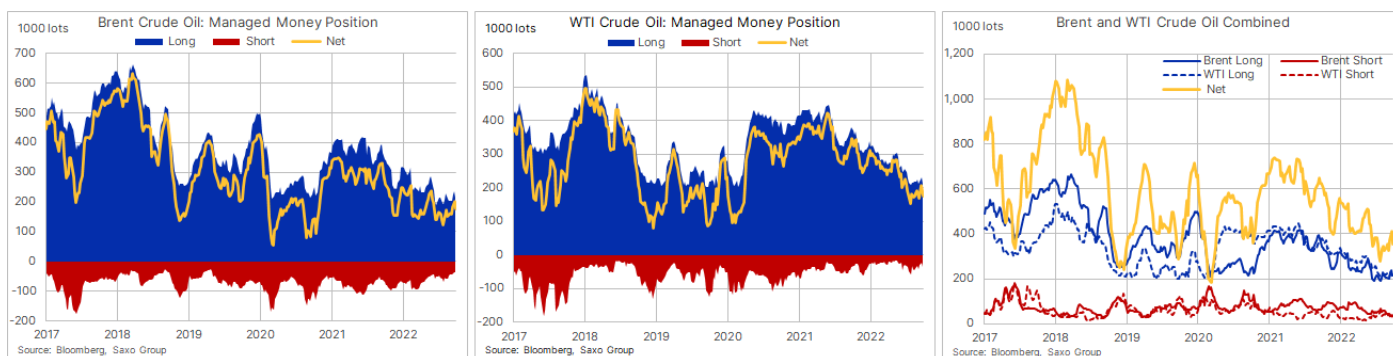
G7 landene sigter mod at have en prisloftmekanisme for russisk olieeksport på plads den 5. december, det bliver interessant at se hvordan de vil håndhæve prisloftet, et af de vigtigste håndhævelsesmekanismer er at nægte maritim forsikringsdækning for skibe, der transporterer den russiske olie. Der er risiko for markedsforstyrrelser omkring datoen.

OPEC

Der skrives meget om OPEC og årsagen til at de gør som de gør, min holdning er at de ønsker en stabil pris på et niveau hvor de tjener penge, dvs. ikke så meget politisk som mange gør det til. Hvis prisen falder under ca. 80-85 USD pr tønde, så tror jeg de vil begynde at reducere produktionen, så medmindre der kommer et stort fald i efterspørgslen, så tror jeg de sikrer en fornuftig bund i olieprisen.

Papirmarkedet

Papirmarkedet er større end det fysiske marked for olie, og dette marked domineres af hedgefonde og andre professionelle spekulanter. Hver uge udgives der tal for disse spekulanter positioner, og de er gode kortsigtede indikatorer, især fordi der altid er en køber og en sælger på hver side, og derfor giver de et godt billede af den aktuelle stemning. Dataene udgives én gang om ugen.



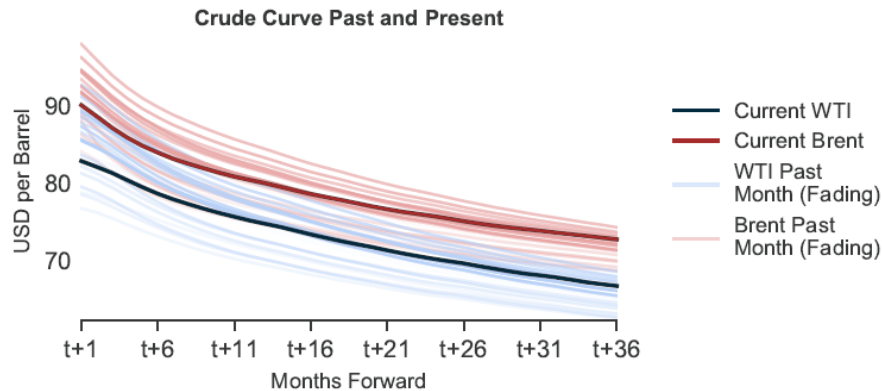
Figuren viser stemningen blandt professionelle spekulanter.

På figuren ser man long (blå) og short (rød), samt nettopositioner. Det der springer i øjnene er at antallet af lange positioner er på et meget lavt niveau, det indikerer at spekulanterne ikke tror på ret høje priser på kort sigt.

Markedsstemningen

Et andet godt værktøj til at lodde markedsstemningen er at se på forskellige futures-kurver, normalt har man "contango", dvs. prisen for fremtidig levering er højere end levering i spotmarkedet. Det giver også god mening, hvis man vil lagre olie, som skal leveres i fremtiden, så har man jo flere omkostninger, end hvis det skal leveres med det samme.

Nogle gange er "backwardation", det betyder at olie leveret i morgen er dyrere end olie leveret i fremtiden. Backwardation opstår når markedet er usikre på om der kan leveres olie nok i fremtiden.



Futures for forskellige perioder.

Figuren viser at der lige nu er backwardation, dvs. der er usikkerhed om fremtidig levering af olie.



Figuren viser spreadet mellem næste måneds future og den samme 12 mdr. senere – under nul er contango og over 0 er backwardation.

Jeg kan godt lide at se på spreadet mellem forskellige tidslængder, det giver en fornemmelse, i real time, om hvor bekymret markedet er. Man kan se at futures-markedet har været bekymret i lang tid, og bekymringen er stigende.

Slutspillet

Når prisen på en vare stiger meget over den "normale" pris, så er det et signal til leverandørerne om at sende mere, og et signal til brugerne om at bruge mindre. Når prisen er meget under det normale niveau, så er det et signal til leverandørerne om at der er rigeligt, og et signal til brugerne om at fylde lagrene.

Forholdet mellem udbud og efterspørgsel, og dermed prisen, er en god indikator der er med til at sikre en sund balance, og den skal man passe på med at forsøge at manipulere med. Vil man imidlertid gøre det, f.eks. fra politisk hold, så bør det kun være for at sikre at balancen genoprettes, hvis den er kommet for langt til den ene side.

Er prisen faldet så meget at producenter ikke tjener penge, så intensiveres de ikke til at sikre fremtidigt udbud, og så kan politikere evt. understøtte denne fremtidige produktion. Hvis prisen er alt for høj, så kan de forsøge at sænke efterspørgslen ved at lægge afgifter eller skatter på forbruget.

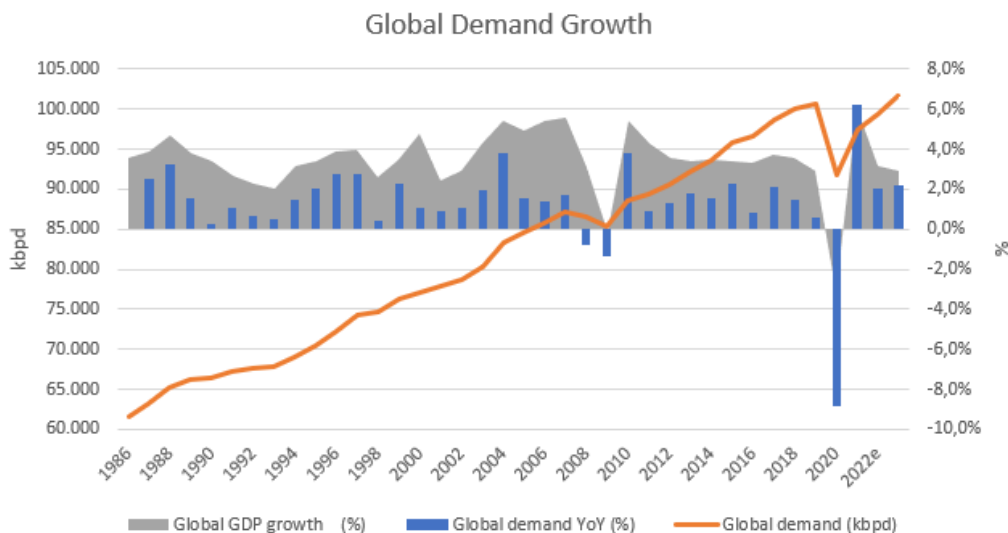
Lige nu er der knaphed på olie nu og i fremtiden, og politikere i Vesten gør det modsatte af hvad man skal gøre. De intensiverer ikke til fremtidig produktion, og fra man starter til der kommer meningsfuld produktion på markedet går der mindst 4-5 år. I stedet afslår og forsinker man de tilladelser der gør det muligt at få mere olie på markedet, samtidig med at de også ligger ekstra skat på selskabernes overskud, långivere ønsker ikke at finansiere projekter der handler om fossile brændsler, og endeligt så udskammes branchen af politikere og miljøorganisationer - det kan kun gå galt, dvs. markant højere oliepriser.

Kort-mellem sigt (op til 18 mdr.)

Den eneste måde hvorpå man kan få prisen ned på en råvare, er at sikre at der er overforsyning af den. Lige nu er der en stram balance, og havde det ikke været for Kinas Covid-19 politik, recessionsfrygten og OECD landenes frigivelse af olie fra deres kommercielle og strategiske lagre, så havde prisen været markant højere end den er nu. Uden disse 3 faktorer ville efterspørgslen være 3-4,5 mbpd højere, og det eneste sted man kunne hente olien ville være fra de globale olielagre, men med et så stort dagligt træk ville de ikke holde længe.

Nu har jeg skrevet det i datid, men det kan hurtigt blive til nutid, hvis bare Kina åbner op så har vi allerede problemet med et underskud, så kan man "håbe" på at recession vil fjerne så meget efterspørgsel at balancen genoprettes igen.

Ser man på recessioners betydning for efterspørgslen efter olie i et historisk perspektiv, så fører det typisk ikke til et fald, men en flad udvikling. Der er 2 undtagelser de sidste 30-40 år, og det var den store finanskrisen og Covid-19. I begge recessioner var der ikke en stram balance da man gik ind i recessionen – det er der nu.



Figuren viser global BNP vs. Global olieefterspørgsel.

Der var recession i 1990 – 1991, 2001, 2007-2009 og 2020, og som man kan se, så var det kun de sidste 2 der førte til et fald i efterspørgslen efter olie, og det var kun kortvarigt.

Elasticiteten for råvarer, og dermed hvornår der er akut mangel, er afhængig af forskellige faktorer som: hvor meget der er på lager raffinering/processering, kapacitet og flaskehalse. For olieprodukter (raffineret råolie) er denne elasticitet ikke stor, der går ikke lang tid fra produktion til at produkter kan købes, og kommercielle lagre er ikke store nok til at gøre en stor forskel i ret lang tid.

Det betyder at der ikke skal mange forstyrrelser til før olieprisen kan lave ekstreme spring i den ene eller anden retning, og med den stramme udbudssituation, så er det mere sandsynligt med store stigninger, end store fald.

Som tidligere nævnt, så er Kinas olieforbrug reduceret med 1-2 mbpd pga. spredte Covid-19 nedlukninger. Der går rygter om at der er nedsat en gruppe der skal finde en vej ud af den nuværende politik, sker det, så vil det føre til stigende efterspørgsel efter de fleste råvarer.

Normalt øges de globale olielagre i løbet af årets første seks måneder med 400.000 b/d og trækkes derefter med samme mængde over de sidste seks måneder, det har ikke været tilfældet i år.

Hvad betyder inflation for prisen på råvarer? Den får de råvarer der er mangel på til at stige. På udbudssiden gælder at det bliver dyrere at producere olie, det samme gælder for udforskning og udvikling af nye felter. Det fører til at olieproducenter holder igen med investeringer, og i stedet sender evt. overskud tilbage til aktionærene – lige som det sker nu. Det betyder at der ikke gøres noget for at modvirke knapheden nu og i fremtiden, og det fører til højere priser – der vil selvfølgelig være volatilitet undervejs.

På efterspørgselsiden skal prisen ret højt op før der sker demand destruction, det man hører fra de fleste branchekendere, er at det starter ved en oliepris pr tønde på 130 USD, og der er et stykke vej endnu, men selv på 80-100 USD pr tønde, der tjener de fleste olieproducenter styrtende med penge.

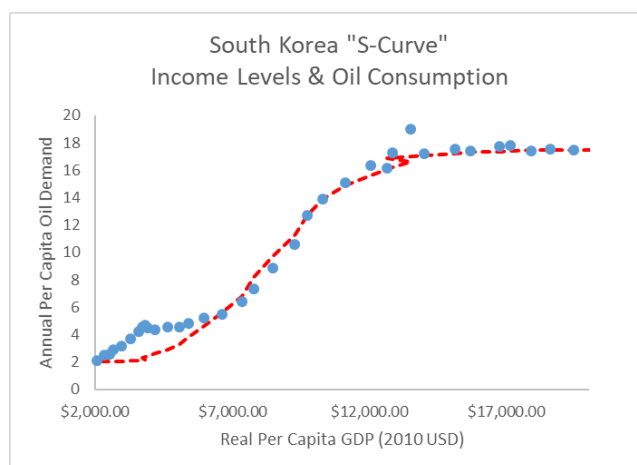
Man gør hvad man kan for at tale olien ned, det kan være det ændrer sig efter midtvejsvalget i USA ...

Balancen er hårfin, der er ikke plads til fejl, og der er rigtig meget der kan gå galt. Jeg er selv langsigtet investor, og håber ikke noget går galt, men jeg synes odds er imod at alt skal gå godt. Tager jeg fejl, så er det helt i orden, for på den lange bane, der tror jeg ikke verden er positioneret til at klare efterspørgslen.

Lang sigt (18+ mdr. - 2030)

Når jeg ser lidt længere ud i fremtiden, så tror jeg der vil være et stigende behov for olie, i længere tid end man forventer, af følgende årsager:

- Sikkerhedspolitik - verden er ved at blive 2-delt, det betyder at forsyningskæder ændres, det betyder større nationale lagre, ineffektiv fordeling af olien og konkurrence om olien mellem parterne.
- S-kurven – når et udviklingsland går fra meget lav til stigende indkomst. Figuren herunder viser S-kurven for Sydkorea, det samme skete for Kina, og hvorfor skulle det ikke ske for Indien?



Figuren viser S-kurven for Sydkorea.

Investering

Jeg foretrækker Nordamerikanske olieselskaber, der er mere at vælge i mellem, mange er underanalyserede og så er de meget billige, det skyldes blandt andet at fossile brændsler er no-go for mange kapitalforvaltere. Ændres det, så vil der formentlig ske en multipeludvidelse, dvs. investorer vil give en højere pris for disse selskaber.

Årsagen til at der er så mange olieselskaber i Nordamerika er, at i modsætning til de fleste andre lande, så er det lodsejeren der ejer ressourcer i undergrunden, normalt er det staten.

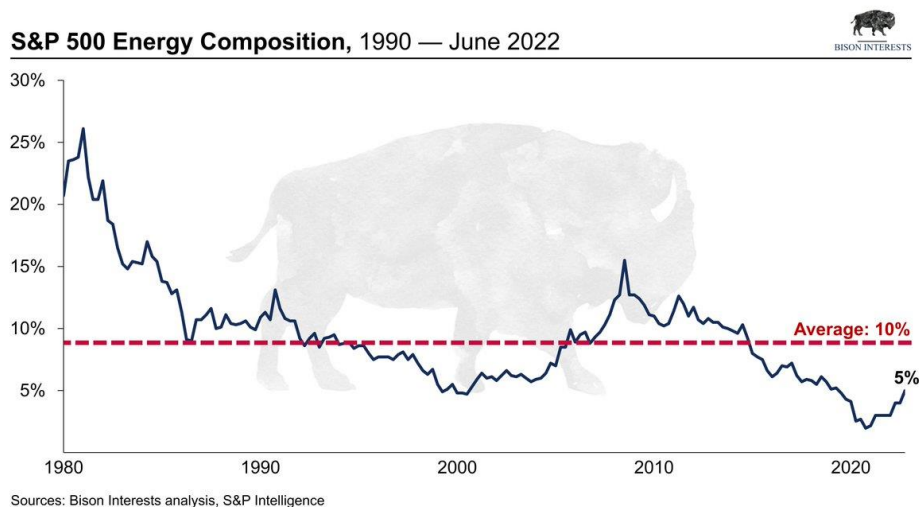
Skal jeg vælge mellem USA og Canada, så vælger jeg canadiske olie- og gasselskaber. Den store forskel er at i USA er det primært skiferolie, som er dyr at udvikle, er meget udsat for den aktuelle inflation, og så er levetiden meget kort. I Canada er det oil sands, som har en lange levetid, når feltet er udviklet, er det ikke så udsat for inflation, og den canadiske olie (WCE) sælges med en stor rabat ift. WTI.

Det plejer at skyldes at der ikke er så meget eksport kapacitet pga. begrænsninger i rørledninger, og eksporthavnene. Men lige nu er der en meget stor rabat på ca. 30 USD/tønne - dobbelt så stor som normalt, det skyldes at frigivelser af USA fra deres strategiske reserver (SPR). Årsagen til problemet er der er forskellige olie kvaliteter, man måler dem i viskositet og surhed, oil sands fra Canada er en meget tung og sur olie, og den har de amerikanske raffinaderier ikke brug for så meget af, mens de frigiver fra SPR.

Det er helt normalt at blande olie kvaliteter, man gør det for at få et råolieprodukt, der passer bedst muligt til de raffinaderier, som olien er tiltænkt. Raffinaderier er ret "følsomme" mht. den råolie man sender gennem dem, er raffinaderiet konfigureret til let og sød olie, så kan man ikke tilføje sur og tung olie, da det kan ødelægge anlægget.

De Canadiske olieselskaber har også fordel af at olien handles i USD, men deres udgifter betales i CAD.

Investering i energi er på et historisk lavt niveau, det skyldes blandt andet at fossile brændsler er no-go for mange kapitalforvaltere. Ændres det, så vil der formentlig ske en multipeludvidelse, dvs. investorer vil give en højere pris for disse selskaber.



Figuren viser andelen af energiselskaber i S&P500.

Som jeg ser det, så er de faktorer der tæller mod lavere efterspørgsel, nogle, der vil tage lang tid om at udspille sig. Verden er begyndt at begrænse ny produktion, og det er en fordel for nuværende producenter med store reserver, de kan bare læne sig tilbage, vedligeholde deres eksisterende felter, og indkassere et stort overskud hvert år, indtil overgangen væk fra olieprodukter til transport begynder at reducere efterspørgslen