

Tema:

Avklingande energikris

Minskade risker på fortsatt stram marknad

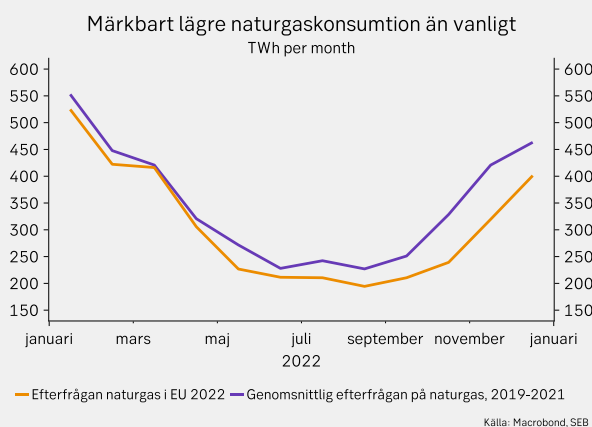
Priserna på olja, kol och inte minst naturgas i EU sjönk kraftigt under andra halvåret i fjol. Riskerna för ransonering av naturgas i EU denna och nästa vinter är nu nära noll. Den globala marknaden för fossila bränslen blir dock fortsatt stram. Vi förväntar oss lägre naturgaspriser i EU i år än 2022, men högre än nu eftersom det krävs för att hålla efterfrågan dämpad. Vi förväntar oss samtidigt att oljepriserna blir högre än i fjol när Kina återansluter till världen samtidigt som oljeförsörjningen från Ryssland dämpas.

Nedkylningen av den globala ekonomin, med minskad efterfrågan och nedstängningar i Kina, gjorde att priserna på olja, kol och naturgas föll kraftigt under slutet av fjolåret. EU lyckades också anpassa sig till energikrisen förvånansvärt bra. Skyhöga naturgaspriser i EU gav ett kraftigt uppsving för importen av LNG (Liquefied natural gas), samtidigt som efterfrågan i oktober och november sjönk omkring 26 procent under genomsnittet 2019-2021 på grund av det för årstiden varma vädret, höga priser och olika typer av anpassningar som energibesparings- och effektivitetsåtgärder. Tyskland lyckades exempelvis installera en ny LNG-importterminal i rekordfart under sista kvartalet i fjol. EU:s gaslager är nu 16 procent över det normala och därmed är risken för naturgasbrist och ransonering för återstoden av denna vinter, och även nästa, närmast obefintlig. Marknadskrafterna har nu tre kvartal på sig att säkerställa att lagren ligger på tillfredsställande nivåer i oktober 2023. Frågan är dock om inte nuvarande naturgaspriser är för låga? Vi ser redan en ökad efterfrågan på naturgas och en minskad LNG-import på grund av de mycket lägre priserna.



Stor oro efter förlorad rysk naturgasförsörjning.

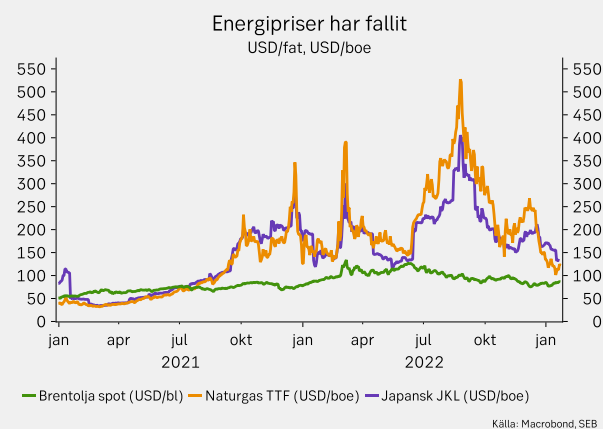
Farhågorna att EU:s ekonomi skulle kollapsa var stora när exporten av rysk naturgas till EU sjönk till endast 10-20 procent av det normala i mitten av 2022 och sedan stannade på den låga nivån. Resultatet blev att naturgaspriserna rusade till 1500 procent över det normala i slutet av augusti. Men höga priser är samtidigt botemedlet mot höga priser. Efterfrågan sjönk med omkring 26 procent i oktober och november jämfört med snittet 2019-2021. LNG-importen, som var hög redan under det första halvåret, steg ännu mer eftersom de europeiska naturgaspriserna var mycket högre än i resten av världen och därmed lockade enorma inflöden av LNG-laster till Europa. Naturgasproduktion och export från Norge till övriga Europa fick också ett lyft då naturgaspriserna var mycket högre än oljepriserna.



Anpassningen inom EU, som svar på de höga naturgaspriserna, var snabb och bred. Efterfrågan på alternativa energikällor ökade, delar av energiintensiv industri stängdes ned och man köpte i stället in halvfabrikat från andra delar av världen där energikrisen inte var lika allvarlig. Hushållen drog sitt strå till stacken genom olika åtgärder, både direkt minskad förbrukning och energieffektivisering. Tysk industriproduktion sjönk endast med 1 procent under året, och i slutet av 2022 såg en tredjedel av de tyska företagen fortfarande potential att minska naturgasförbrukningen ytterligare. Dessutom har vintern hittills varit ovanligt varm i Europa, vilket också bidrog till efterfrågeminskningen på naturgas under senhösten. Covid-nedstängningen innebar att Kina efterfrågade mindre olja och gas, vilket också underlättade krisen i EU.

Lägre naturgaspriser och av klingande marknadskrafter. Även om väderomständigheterna och marknadskrafterna gjort mycket av jobbet ska EU ändå hyllas för sin hantering av energikrisen. Med naturgaslager-nivåer cirka 16 procent över det normala är krisen i det närmaste avblåst och risken för naturgasransonering

vintern 2023/24 i stort sett noll. Naturgaspriset (TTF-gaspriset i Amsterdam) är förvisso fortfarande tre gånger högre än normalt, men det är långt under de 15 gånger normalpriset som var nivån i slutet av augusti i fjol. Terminspriset för TTF-naturgas (februari) är för närvarande 63 EUR/MWh eller 107 USD/fat oljeekvivalenter. Under 2022 låg snittpriset runt 132 EUR/MWh, och hade under andra halvåret en premie på 30 EUR/MWh jämfört med japanska LNG-priser. Det höga priset fick efterfrågan att falla i både Europa och Asien, och premien gjorde att naturgasen i större utsträckning strömmade till Europa än till Asien. TTF-priset är nu nästan hälften av vad det var förra året och handlas nu med rabatt mot japansk LNG.



Kina har släppt sina Covid-restriktioner och öppnar successivt upp mot resten av världen, vilket kommer öka efterfrågan på både olja och gas (redan nu köper Kina betydligt mer olja). När det gäller dieselprierna i EU ligger de nu på 126 USD/fat, vilket är dyrare än TTF-priset på naturgas på 107 USD/fat oljeekvivalenter. Vi vet inte hur mycket av naturgasen som ersattes av diesel när man sökte billigare alternativa energikällor, men vi kan konstatera att med nuvarande priser kommer valet att falla på naturgas igen. De marknadskrafter som starkt bidrog till att lösa den akuta energikrisen i Europa har nu avsevärt minskat. EU:s totala efterfrågan på gas minskade bara med 16 procent i december, 10 procentenheter lägre än under oktober och november. LNG-importen till EU ser också ut att vika något. Hittills i år ligger importen på i genomsnitt 3,7 TWh/dag jämfört med ett genomsnitt på 5,1 TWh/dag i december 2022. Vi förväntar oss en återhämtning av naturgaspriserna från nuvarande nivåer, eftersom högre priser behövs för att hålla energiproblem i schack.

Vi har fortfarande en stram marknad för fossil energi där vi har förlorat cirka 2,5 miljoner fat oljeekvivalenter per dag rysk naturgas som inte längre levereras till EU. Västerländska sanktioner och begränsningar av rysk råoljeexport har haft mindre effekt eftersom det är

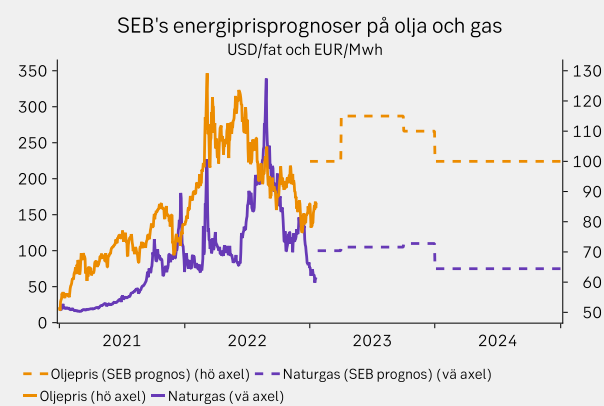
möjligt att omdirigera rysk olja till andra platser. Den ryska råoljeproduktionen uppskattas idag till 9,8 miljoner fat per dag, vilket är 0,7 miljoner fat per dag under Rysslands produktionstak. Den ryska oljeproduktionen förväntas falla med upp till 1,6 miljoner fat per dag ytterligare under andra kvartalet i år enligt amerikanska Energy Information Administration (US EIA) på grund av bristen på västerländska sofistikerade oljetjänster. Totalt kan förlusterna av rysk fossilproduktion uppgå till någonstans mellan 3-5 miljoner fat oljeekvivalenter per dag, vilket gör att vi förväntar oss en stram global marknad för fossil energi och stigande priser även 2023.

Förra året plågades världen av en dieselkris som vi inte upplevt sedan 2008. Den globala raffineringkapaciteten minskade 2021 för första gången på 30 år. Efterfrågan på diesel utanför Kina återhämtade sig när världen öppnade igen efter pandemin, men sedan kom invasionen av Ukraina, vilket förvärrade läget betydligt. Ryssland exporterar normalt 3 miljoner fat oljeprodukter per dag, där en stor del går till Europa. Dessa oljeprodukter är viktig del av den europeiska marknaden för raffinerade oljeprodukter. Inte minst genom råvaror som VGO (vacuum gas oil) som används i framställningen av diesel. I år kan sanktioner och återöppning i Kina igen förvärra dieselbilden.

Från den 5 februari kommer EU och Storbritannien inte längre att importera sjöburna oljeprodukter från Ryssland när nya sanktioner träder i kraft. G7-länderna har också sagt att de kommer att införa ett pristak för ryska oljeprodukter precis som man gjorde för rysk råolja den 5 december förra året. Det sistnämnda har hittills tryckt ner priset på rysk råolja på den globala marknaden eftersom asiatiska köpare har fått större inflytande och har kunnat förhandla fram lägre priser när EU och G7 inte längre köper. Marknadens aktörer oroar sig ännu inte alltför mycket över de nya sanktionerna, men de kanske borde. Det kan mycket väl visa sig vara svårare att omdirigera dessa ryska produkter till Asien än det var att omdirigera den ryska råoljan. Dieselmarginalerna gentemot Brentolja har stärkts sedan början av december och diesel handlas idag med en premie på 40 USD/fat till Brentolja, att jämföra med normalnivån runt 15 USD/fat. Ett återöppnat Kina som återgår till att flyga internationellt och de nya sanktionerna har potential att driva dieselpremierna tillbaka till topparna på över 60 USD/fat som vi såg 2022.

Högre reala och nominella oljepriser framöver. Råoljepriset (Brent) steg på kort tid till 138,3 USD/fat i mars 2022 direkt efter Rysslands invasion av Ukraina. Snittpriset för 2022 landade på 99,9 USD/fat, drygt 70

procent över snittet 2015-2019 på 58 USD/fat. Inflationjusterat var dock priset samma period 70 USD/fat, vilket innebär att snittpriset 2022 snarare var 45 procent högre än snittet 2015-2019. Drar vi ut tidsperioden och tittar på snittpriset 2008-2021 var det nominella priset 77 USD/fat, medan det reala låg på 98 USD/fat. Det innebär att fjolårets 99,9 USD/fat endast var 4 procent över det reala genomsnittet sedan 2008. Det är viktigt att notera att perioden 2015-2019 var en speciell lågprisperiod. USA:s produktion av skifferolja ökade okontrollerat, samtidigt som produktionen utanför OPEC och USA också ökade kraftigt när investeringar gjorda åren dessförinnan började betala sig. Under de kommande fem åren förväntar vi oss en dämpad tillväxt i produktionen av amerikansk skifferolja på grund av konsolidering av sektorn. Det finns också tecken på att merparten av de rikaste amerikanska skifferoljeresurserna nu har utvunnits, vilket kan skapa viss motvind för ytterligare expansion.



OPEC har haft en utmanande period sedan 2014, då produktionstillväxten utanför OPEC varit mycket stark. Nu är vår bedömning att marknadsmakten flyttat tillbaka och kommer ligga i OPEC:s händer de kommande fem åren. Det innebär betydligt högre oljepriser än 70 USD/fat. Detta, tillsammans med omfattande sanktioner mot Ryssland som har lett till betydande utbudsförluster av olja och gas, gör att vi förväntar vi oss att priset på råolja (Brent) kommer att vara i genomsnitt 110 USD/fat i år och 100 USD/fat 2024.