

Energianalyse

Presset stiger for accept af mere russisk gas

Uge 7, 2025

2. Brent råolie

Brent olieprisen faldt endnu en uge og priser, at Donald Trump opnår succes på alle fronter. USA's geopolitiske modstandere vil ultimativt modsætte sig en sådan succes, og det fysiske oliemarked indikerer, at olie-flowet fra både Rusland og Iran er under tiltagende pres. Vi venter en højere Brent-pris omkring \$80 i 1. halvdel af 2025, mens mere olie i 2. halvdel sender Brent tilbage mod bundniveauet \$70.

3. Diesel

Dieselpriisen fremstår nu lav ift. de seneste 3 år, og oliemarkedet priser, at Donald Trump opnår succes på alle fronter. Udbudsrisici relateret til Rusland og Iran er derimod undervurderet i vores øjne. Vi anbefaler derfor, at risikoafdækningen for 1. halvdel af i år blive løftet til normal. I 2. halvår kan oliebalancen ændre sig til et overskud, og derfor anbefaler vi her en risikoafdækning under normal.

4. Naturgas

En nødvendig større LNG-import lader vente på sig, og det betyder tiltagende pres på europæiske myndigheder for at acceptere en større importandel fra Rusland. Derfor bliver USA's fredsplan for Ukraine på weekendens sikkerhedskonference i München særdeles vigtig. Vi forventer yderligere stigning i gasprisen mod €57. Fasthold en høj risikoafdækning af gasforbruget gennem 2025.

5. Energiprognoser

6. Ugekalender

7. Strategisk energianalyse mod år 2030

8. Kontaktpersoner

Brent råolie

Vurdering: Brent olieprisen faldt endnu en uge og priser, at Donald Trump opnår succes på alle fronter. USA's geopolitiske modstandere vil ultimativt modsætte sig en sådan succes, og det fysiske oliemarked indikerer, at olie-flowet fra både Rusland og Iran er under tiltagende pres. Vi venter en højere Brent-pris omkring \$80 i 1. halvdel af 2025, mens mere olie i 2. halvdel sender Brent tilbage mod bundniveauet \$70.

Kommentarer:

Brent er nu faldet tilbage fra \$82,63 til \$74,15, og faldet indikerer, at finansmarkedet er fokuseret på en succesfuld amerikansk strategi om at "sænke oliepriserne og inflationen", mens en udbudseffekt af USA's seneste omfattende sanktioner mod russisk olie og "Maximum Pressure" på Iran ignoreres. Danmark vil også presse russiske olietankere ([her](#)).

Højfrekvente data for det fysiske oliemarked udfordrer dog prisfaldet i vores øjne: 1) russisk olie på tankskibe stiger atypisk meget, se øverste figur, 2) den globale mængde lagret på olietankere viser en stigende tendens, som kommer af russisk og iransk olie, se nederste figur, og 3) overprisen for Murban-olie fra UAE til erstatning for tilsvarende russisk olie kvalitet er igen begyndt at stige (pt. +\$2,43 ift. Brent).

Hvad kan vi udlede af situationen? **Markedet priser, at USA's præsident Donald Trump opnår succes på alle fronter.** Altså, at Trump får presset både Rusland og Iran til snarligt at makke ret, så presset på det fysiske oliemarked ikke eskalere samtidig med, at opråbet om "Drill-Baby-Drill" til de amerikanske olieproducenter også bliver indfriet uden, at OPEC+ svarer igen med en lavere produktion.

Vi vurderer samlet for 2025: Der er ingen garanti for succes på det geopolitiske skatbræt. Trumps geopolitiske modstandere vil ultimativt svare igen... ellers er USA igen eneheriker, og det er den verdensorden Kina, Rusland, Iran mfl. ønsker at ændre! Vi fastholder, at oliebalancen i **1. halvår** vil være tæt på balance, som indikerer en Brent omkring \$80. For **2. halvdel af året** kan oliebalancen skifte til overskud, lagerstigning og et prisfald til de seneste 2 års bundniveau nær \$70.

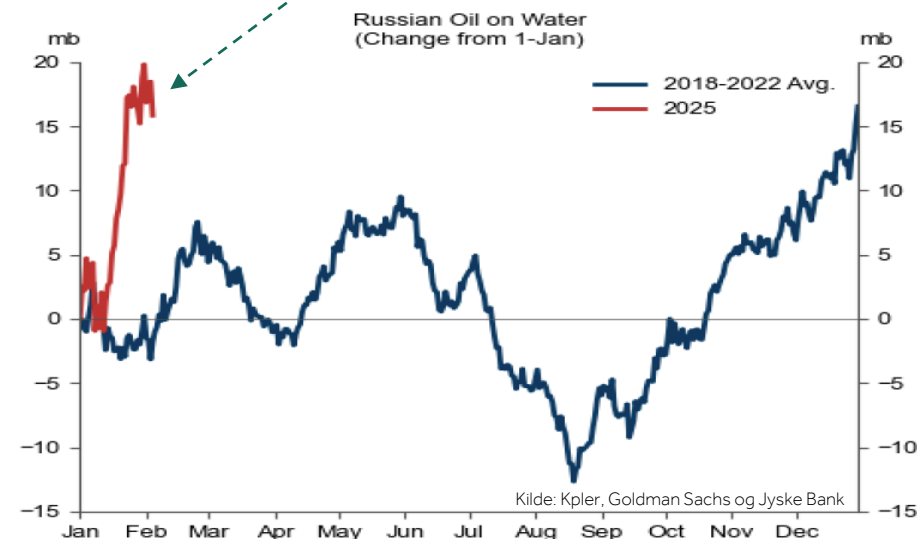
Risici for højere råoliepriser:

- Sanktionspresset på Rusland er skruet op, "Maximum Pressure" på Iran og landets olieeksport er genindført, og Indien og delvist Kina signalerer overholdelse af amerikanske sanktioner. Kina kan svare igen på Trumps told med efterspørgselsstimulanser.
- OPEC+ fremstår ufortrødent parat til at tilpasse produktionsplanen med intentionen at beskytter det brede prisinterval mellem Brent \$70 - \$95.

Risici for lavere råoliepriser:

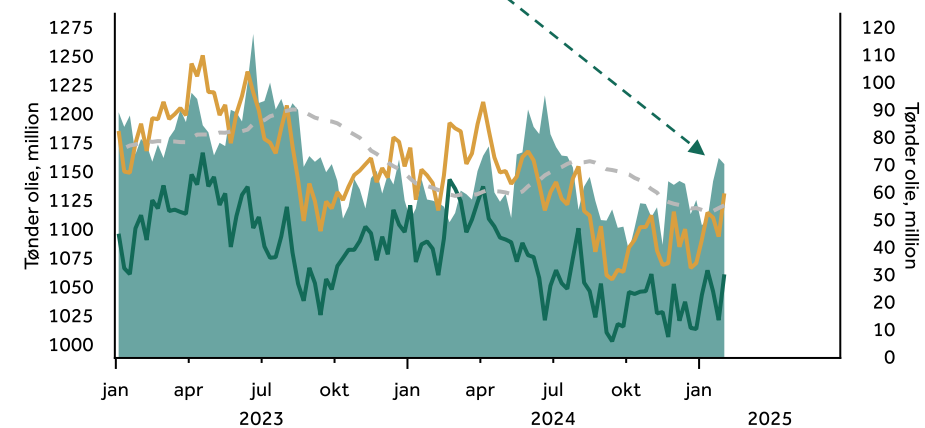
- OPEC+ tilpasser ikke længere olieproduktionen til forskellen mellem global efterspørgselsvækst minus produktionsvækst uden for OPEC+ (dvs. især USA, Canada, Brasilien og Guyana). Så stiger olielagrene og olieprisen falder mod \$50-\$60.
- Deregulering ([Trump valgløfte](#)) sænker producenternes breakeven-pris, som igen kan løfte USA's produktionsvækst.
- Told/handelskrig, inflation og en stærk US dollar kan mindske olieefterspørgslen.

Ny tendens: atypisk stor mængde af russisk olie på tankskibe



Ny global tendens: til stigende mængder olie lagret på tankskibe

Olie på tankskibe. Seneste ugedata fra 31. januar 2025.



Note: Omfatter råolie og kondensater, men ikke produkter. Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Diesel

Anbefaling: Dieselpriisen fremstår nu lav ift. de seneste 3 år, og oliemarkedet priser, at Donald Trump opnår succes på alle fronter. Udbudsrisici relateret til Rusland og Iran er derimod undervurderet i vores øjne. Vi anbefaler derfor, at risikoafdækningen for 1. halvdel af i år blive løftet til normal. I 2. halvår kan oliebalancen ændre sig til et overskud, og derfor anbefaler vi her en risikoafdækning under normal.

Kommentarer:

Vurdering af diesel crack: USA's "Maximum Pressure" på Iran og omfattende sanktionspakke mod russisk olie giver svagt stigende fragtrater for produkttankere, den internationale skibstrafik gennem Suez og Bab el-Mandeb Strædet stiger ikke trods Houthi'ernes fredssignaler, ny sæsonhøjde for naturgasprisen, mens stagnationen i Europa endnu fastholder solide europæiske diesellagre. Men sæsonen for vedligeholdelse af raffinaderier vil nu være tiltagende indtil ultimo marts. **Vi vurderer, at crack'et for 1. halvår bør være nær \$20.**

For det samlede oliemarked vurderer vi, at markedet priser, at Donald Trump opnår succes på alle fronter, mens udbudsusikkerheden er undervurderet. USA's geopolitiske modstandere vil svare igen på Donald Trumps tiltag for at genetablere USA som verdens eneheriker (Kina, Rusland, Iran mfl. søger en multipolar verdensorden).

I det lys forventer vi højere dieselpriiser gennem 1. halvdel af året, mens et globalt olieoverskud i 2. halvdel har gode odds for at lede til et yderligere prisfald på diesel.

Vores anbefalede strategi for risikoafdækning: Dieselpriisen kan i 1. halvdel af i år stige mod DKK 4,84 per liter mod i dag omkring DKK 4,28. Er risikoafdækningen for 1. halvdel af i år lavere end normal, anbefaler vi at løfte den til normal. **Mod ultimo 2025** prises terminkurven over vores prognose, og her kan vi derfor anbefale en risikoafdækning under normal ift. finanspolitikken.

Risici for et højere diesel crack-spænd:

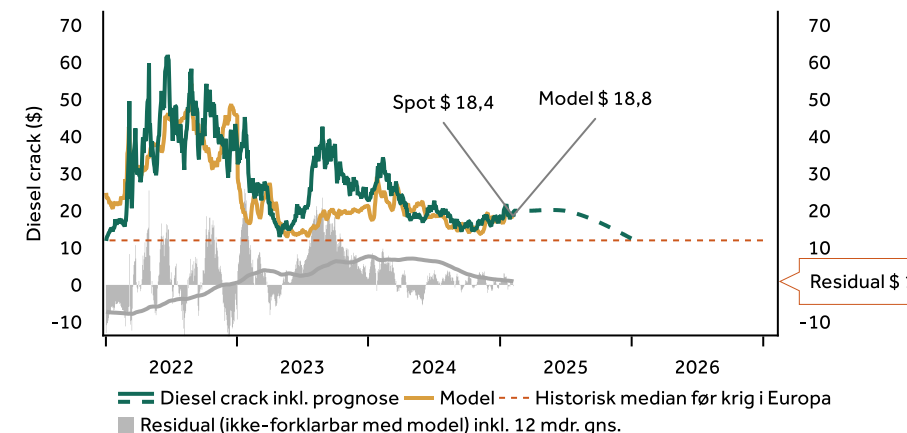
- Sæsonperioder med vedligeholdelsestop hos raffinaderierne (marts-maj & september-oktober) giver lagertræk og højere crack.
- Russiske sanktioner & maksimalt pres på Iran kan stramme oliebalancen og løfte fragtraterne, som løfter crack'et.
- Uventede produktionsnedbrud og geopolitiske konfrontationer er en risiko.
- En højere vækst i olieefterspørgslen end vækst i raffineringsskapaciteten kan løfte udnyttelsesgraden og crack-spændet.

Risici for et lavere diesel crack-spænd:

- Økonomisk stagnation sænker raffinaderiernes kapacitetsudnyttelse og skaber et nedadgående prispres på crack.
- Geopolitisk afspænding (Rusland-Ukraine, Det Røde Hav og Iran) vil sænke fragtrater og derigennem crack'et.
- Faldende naturgaspriser i Europa vil sænke raffinaderiernes inputomkostninger og derigennem crack'et
- Den grønne energiomstilling kan mindske industriens og transportsektorens efterspørgsel efter dieselproduktet

Ingen misprisering mellem spot og Fair Value-model af crack

Fair Value spotmodel af diesel crack-spænd (R2 70%).



Note: Model variable er naturgaspris, fragtrater, olielagre og spekulanter positionering.
Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Forbrug mod sommeren = normal risikoafdækning Forbrug mod ultimo 2025 = under normal risikoafdækning

Dieselpriis per liter i DKK



Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

Naturgas

Anbefaling: En nødvendig større LNG-import lader vente på sig, og det betyder tiltagende pres på europæiske myndigheder for at acceptere en større importandel fra Rusland. Derfor bliver USA's fredsplan for Ukraine på weekendens sikkerhedskonference i München særdeles vigtig. Vi forventer yderligere stigning i gasprisen mod €57. Fasthold en høj risikoafdækning af gasforbruget gennem 2025.

Kommentarer:

Endnu en uge med en ny sæsonhøjde for den europæiske gaspris. Og mens Kinas retur-told på importen af LNG fra USA næppe får væsentlig betydning (omdirigering af LNG med en swap), så kan vi desværre stadig konstatere, at den daglige import af LNG til Europa er alt for lav til at bremse presset på Europas gaslagre. Selv et normalt gastræk de resterende 2 måneder af vinteren vil lede til, at Europas gaslagre slutter sæsonen nær meget lave 36%

Prisniveauet i Europa udkonkurrerer nu Asien, dvs. det er mere profitabelt at omdirigere LNG tiltænkt Asien. **Men, hvis LNG-importen ikke snart tager til i Europa, så stiger det politiske pres for at revurdere køb af naturgas fra Rusland. Det rejser spørgsmålet, om Europas forsyningssikkerhed i myndighedernes øjne kan acceptere en større andel end i dag?**

I 2024 importerede vi op mod 20% (rørledning & LNG) fra Rusland, og mens det niveau sandsynligvis er for højt, så kan en større importandel end i dag **potentielt vise sig acceptabel i en forhandlet fredsftale mellem Ukraine-Rusland og USA, hvor USA afgiver sikkerhedsgarantier for Ukraine (og Europa/Nato)**. Vi har naturligvis ingen indsigt i myndighedernes tanker og strategi, og derfor bliver det meget vigtigt, når **USA's repræsentant for Ukraine, Keith Kellogg, forventeligt fremlægger USA's plan for en fredsftale på sikkerhedskonferencen i München næste weekend ([her](#))**.

Vores hovedscenarie er uændret: Gasfundamentalerne fremstår stramme, og vi venter højere gaspriser mod €57 denne vinter. Priserne for næste vinter forbliver også høje, så længe LNG-importen forbliver svag. Vi anbefaler derfor at fastholde en høj afdækningsgrad af forbruget gennem 2025.

Risici for højere priser:

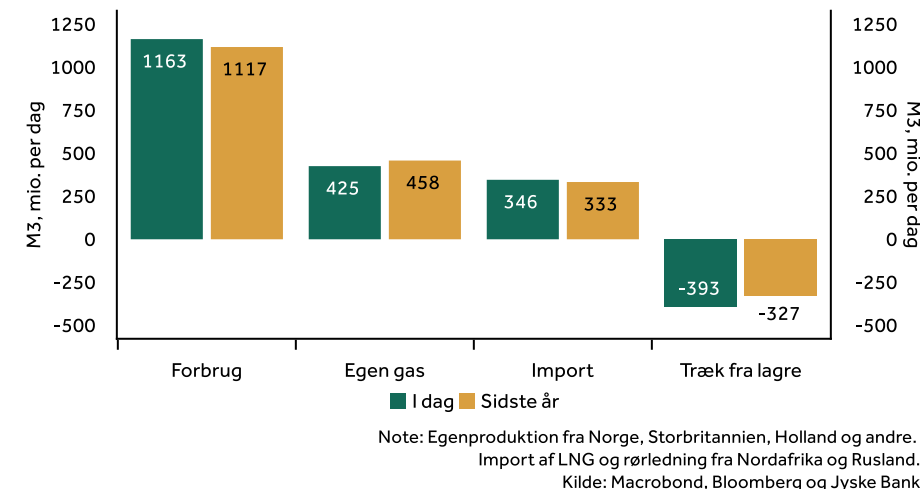
- Stoppet for russisk gas via Ukraine øger behovet for endnu større import af LNG. Det sker i konkurrence med den asiatiske benchmark, JKM, og den lave LNG-import indikerer nødvendigheden af en højere TTF-pris.
- En uventet kold februar-marts, uventede LNG-leverancestop og forsinket LNG-eksportkapacitet vil løfte prisen mod niveauet €57-€77 før, et skifte fra gas-til-fyringsolie (€57) og -diesel (€77) bliver rentabel og sænker brugen af gas.

Risici for lavere priser:

- En potentiel gasswapaftale med Aserbajdsjan
- Europas myndigheder accepterer en større importandel fra Rusland, som sænker behovet for LNG-import og sender TTF retur mod €35 efter vintersæsonen 2024/2025. Potentielt en delaftale af en fredsftale mellem Ukraine og Rusland.
- Strukturelt lavere europæisk naturgas efterspørgsel møder stigende global LNG-eksportkapacitet fra 2026/2027.

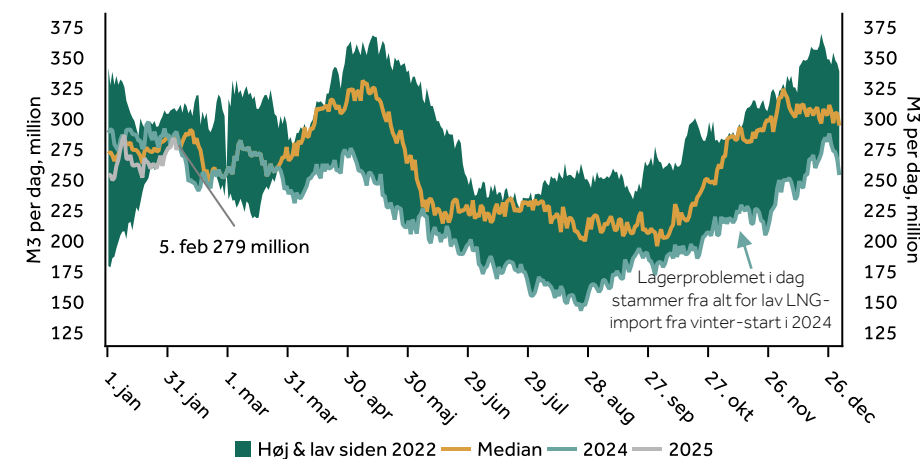
Alle forbrugskilder er større end sidste år

Integrerede gasmarkeder i Europa: gasbalance



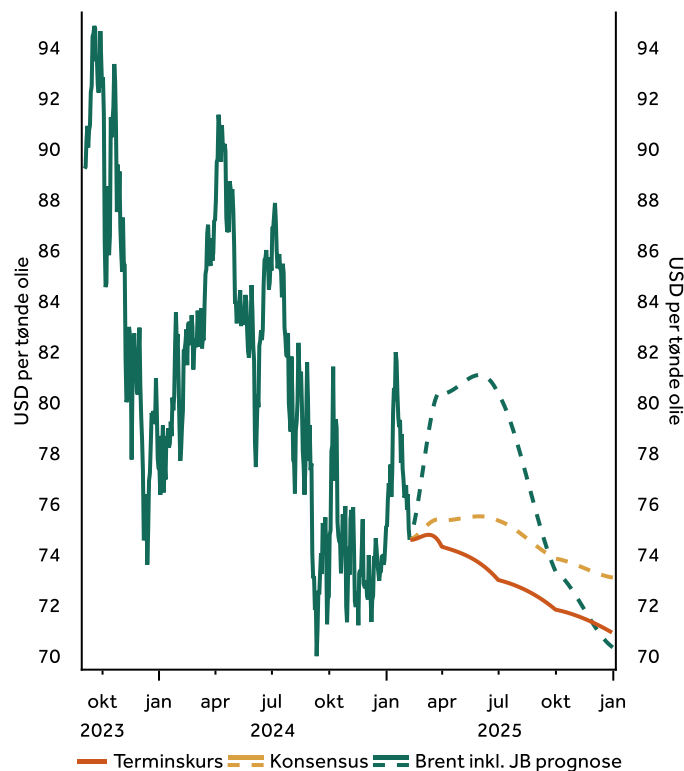
Sæsonnormal LNG-import er alt for lav til at bedre Europas pressede gaslagre

Sæsonudsving: LNG-import i NWE & Østeuropa. Seneste data fra 5. februar 2025.



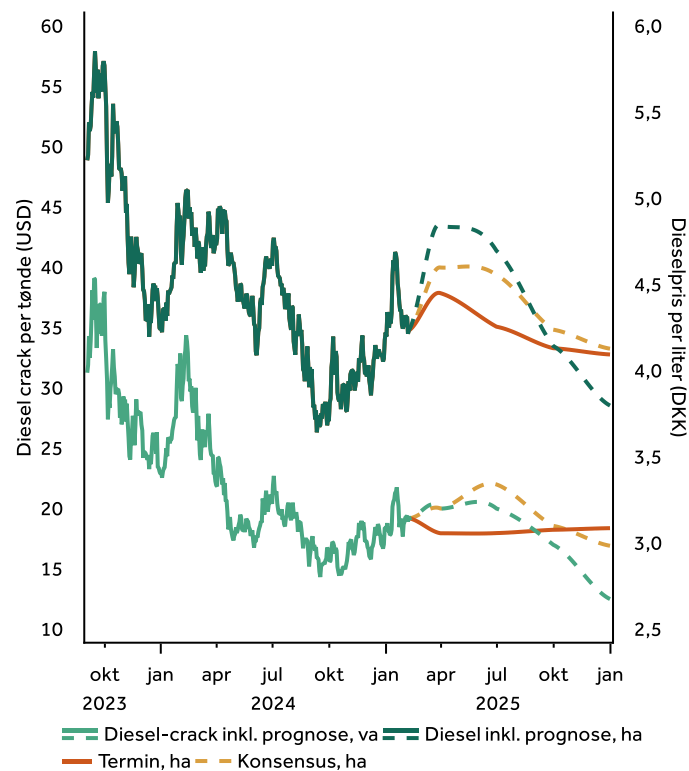
Energiprognooser

Brent råolie



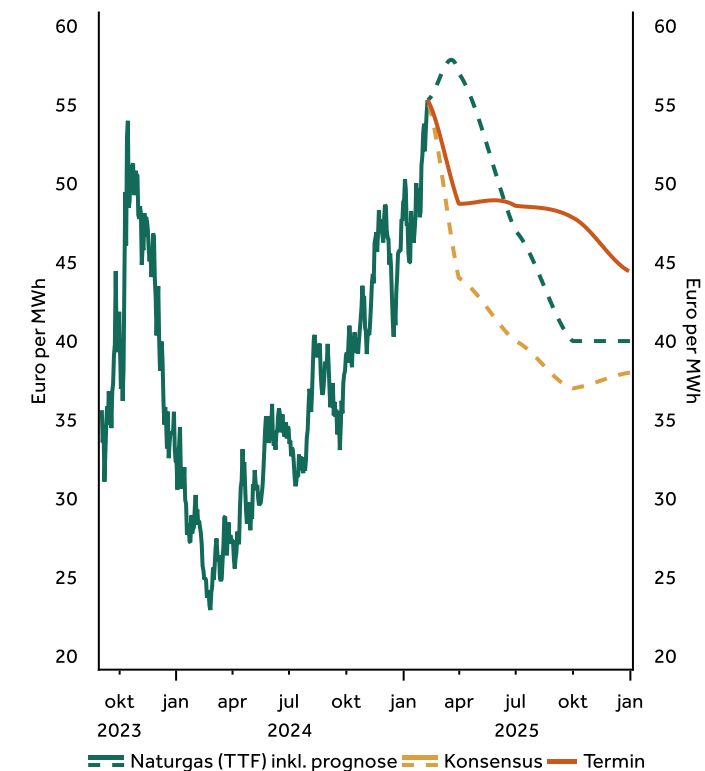
Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

Diesel og crack-spænd



Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

Naturgas (TTF)



Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

Ugekalender

Begivenhed		Dag	Note
Kina	Told træder i kraft på US varer	Mandag	
USA USA	Månedsrapport fra EIA (STEO) Olielagre (API)	Tirsdag	
OPEC EU USA	Månedsrapport fra OPEC (MOMR) Råolielagre i ARA Olielagre (EIA)	Onsdag	
IEA EU USA	Månedsrapport fra IEA (OMR) Produktolielagre i ARA Naturgaslagre (EIA)	Torsdag	
Tyskland EU USA USA	USA fremlægger Ukraine-plan på <u>MSC</u> Futures positionering (ICE) Borerigge (Baker Huges) Futures positionering (CoT)	Fredag	Læs også under naturgas
		Lørdag	
		Søndag	

Strategisk energianalyse

- en stresstest for danske virksomheders nuværende finanspolitik



- Til bestyrelse, direktion og beslutningstagere omkring virksomhedens finanspolitik
- Om drivkræfterne, som bestemmer prisen for råolie, diesel og naturgas
- Se de strategiske konsekvenser for vejen mod år 2030
- **Er virksomhedens finanspolitik modstandsdygtig over for fremtidens udsving?**
- Læs den fulde analyse [her](#)

Kontaktpersoner i Jyske Markets



Lars Tragstrup,
Vice President

Email: Lars.Tragstrup@jyskebank.dk
Telefon: +45 8757 8216
Mobil: +45 2280 7826



Anders Hald Svendsen,
Sales Manager

Email: asve@jyskebank.dk
Telefon: +45 8757 8266
Mobil: +45 2114 2371



Mogens Pilgaard Sørensen,
Senior Sales Manager Commodities

Email: mogs@jyskebank.dk
Telefon: +45 8757 8268
Mobil: +45 2374 7998

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.

Analysen og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

Analysen og anbefalinger er investeringsanbefalinger medmindre andet er anført. Analyserne udarbejdes 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.

Kvantitative anbefalinger på enkeltstående baseret på Jyske Quant modeller bygger på en kvantitativ metode. Det sikrer, at der ikke opstår interessekonflikter, da anbefalingen i analysen dannes på baggrund af den samlede Quant score.

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:

- Sempel regressionsmodel, f.eks. hvor olien værdiansættes via variabler som f.eks. udviklingen i lagre, udbudssituationer, efterspørgsels indikatorer, råvarepriser og volatiliteter.
- Jyske Markets økonomiske forventninger til vækst, inflation, pengepolitik indgår i modelvariabler.
- Positionering, markedspsykologiske vurderinger, spilteoretisk scenarioanalyse og mønstergenkendelsesteknik indgår i vurderingsmaterialet.

For uddybning af vores anvendte modeller klik [her](#).

Anbefalingsbegreber

Prismål

Prismål afspejler den retning, som prisen 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 prisen på den angivne horisont. Prismålet bør derfor ikke betragtes som et præcist minimum eller maksimum for prisen 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

Analysen, anbefalinger og ad hoc publikationer opdateres ikke. I stedet offentliggøres en ny publikation, når og hvis Jyske Bank finder det nødvendigt. Kvantitative anbefalinger på enkeltfondskoder opdateres løbende. Se analysens forside for dato og tidspunkt for offentliggørelse.

Risiko

Investering kan være behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger kan være forbundet med risiko. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger kan ikke ses som udtømmende. Handles værdipapirer i en anden valuta end investors basisvaluta, så påtager investor sig en valutarisiko. Er der tale om en ADR eller lignende, er valutarisikoen forbundet med den valuta, som moderselskabet handles i.

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 vurdering.

Tidligere afkast og kursudvikling kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidig 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.

Alle oplyste kurser er seneste lukkekurser før analysens offentliggørelse, medmindre andet er anført.

Skat

Den skattemæssige behandling af investeringer kan være fra kunde til kunde. Kontakt din skatterådgiver for de skattemæssige konsekvenser af dine investeringer.

Flere informationer

I analyser og anbefalinger kan der blive henviset til andre analyser og anbefalinger. I sådanne tilfælde vil der være et link, hvor der kan findes fyldestgørende oplysninger omkring den specifikke anbefaling.

Læs mere omkring vigtig investorinformation i forhold til Jyske Banks analyser og anbefalinger på [jyskebank.dk/investorinformation](https://www.jyskebank.dk/investorinformation).