

# Energianalyse

USA's sanktionshammer rammer russisk olieindustri

Uge 3, 2025

- 2. Brent råolie**  
Konsensus-forventningen om et solidt olieoverskud og lavere oliepriser i 2025 blev i sidste uge sat under yderligere pres. En ny betydelig sanktionspakke mod Ruslands olieindustri træder i fuld kraft fra marts, og både Indien og delvist Kina signalerer, at de ønsker at overholde de amerikanske sanktioner. I vores øjne er der ikke udsigt til olieoverskud, og vi løfter Brent-prognosen til \$80 for både 1. og 2. kvartal.
- 3. Diesel**  
Ny omfattende sanktionspakke mod den russiske olieindustri leder til en opdeling af året i 2 halvdele. Fraværet af et globalt olieoverskud, fragtrater løftet af nye sanktioner og større accept af sanktioner fra Indien og Kina løfter dieselpriisen i 1. halvår, mens et strammere oliemarked aftager til efteråret. Vi anbefaler at udnytte terminskurven med en høj risikoafdækning af forbruget i 1. halvdel i år.
- 4. Naturgas**  
Efter en ny højeste sæsonpris på €51 er gasprisen faldet 16% tilbage. Vi vurderer, at gasfundamentalerne ikke har set nogen vedvarende sæsonbedring. Vi venter, at TTF-prisen stabiliserer sig og i de kommende uger igen stiger mod €51 og €57 for at øge importen af LNG og skabe en lagerbedring. I det lys anbefaler vi at fastholde en høj risikoafdækning af forbruget gennem 2025.
- 5. Energiprognoser**
- 6. Ugekalender**
- 7. Strategisk energianalyse mod år 2030**
- 8. Kontaktpersoner**

# Brent råolie

**Vurdering:** Konsensus-forventningen om et solidt olieoverskud og lavere oliepriser i 2025 blev i sidste uge sat under yderligere pres. En ny betydelig sanktionspakke mod Ruslands olieindustri træder i fuld kraft fra marts, og både Indien og delvist Kina signalerer, at de ønsker at overholde de amerikanske sanktioner. I vores øjne er der ikke udsigt til olieoverskud, og vi løfter Brent-prognosen til \$80 for både 1. og 2. kvartal.

## Kommentarer:

Sent fredag annoncerede det amerikanske finansministerium en **ny omfattende sanktionspakke mod Ruslands olieindustri, forsikringsselskaber, tankskibe, oliehandlere, serviceselskaber og individer**. Eksisterende olietransaktioner skal være afviklet mellem 27. februar – 12. marts, hvorefter den fysiske effekt rammer oliemarkedet dvs. i 2. kvartal. Brent steg fredag til \$80, og stigningen bliver understøttet af vores Fair Value-model, som nu indikerer en pris på ca. \$85, jf. øverste figur. **Indien og uafhængige kinesiske raffinaderier og Shandong Port (kinesisk oliehavn) signalerer, at de ønsker at overholde US sanktioner**. Ruslands modtræk er at finde nye ikke-sanktionerede skibe, eller at overholde G7-landenes maks. \$60 oliepriseniveau. Konsensus om olieoverskud i 2025 er fortsat på tilbagetog, og vi ser nu en lav sandsynlighed for et overskud af olie i både 1. og 2. kvartal 2025. **Som en konsekvens heraf løfter vi Brent-prognosen til \$80 for både 1. og 2. kvartal (tidl. \$75 og \$70).**

USA's kommende præsident Trump har senest indikeret, at en realistisk våbenhvile mellem Rusland og Ukraine (og potentiel sanktionslempelse) vil tage 6 måneder, og "Maximum Pressure" på Iran og landets olieproduktion hænger uforløst over oliemarkedet. Trumps valgløfte om lavere oliepriser og Drill-Baby-Drill opråbet til den amerikanske olie- og gasindustri kræver minimum 1) et lavere omkostningsniveau for skiferolieindustrien og 2) geopolitisk succes (våbenhvile & ny atomafale med Iran). Med en udvandet OPEC+ produktionsplan i mente, så er det næppe længere sandsynligt, at 2025 bliver domineret af et solidt olieoverskud, som konsensus længere har ventet... og især promoveret af [IEA](#).

**Vores hovedscenarie for 2025 er, at verdens oliemarked vil være tættere på balance end konsensforventningen om et solidt olieoverskud. Vores Brent-prognose er justeret hertil, og først i 2. halvår 2025 ser vi mulighed for olieoverskud, lageropbygning og en svagere Brent mod \$70 ultimo 2025.**

## Risici for højere råoliepriser:

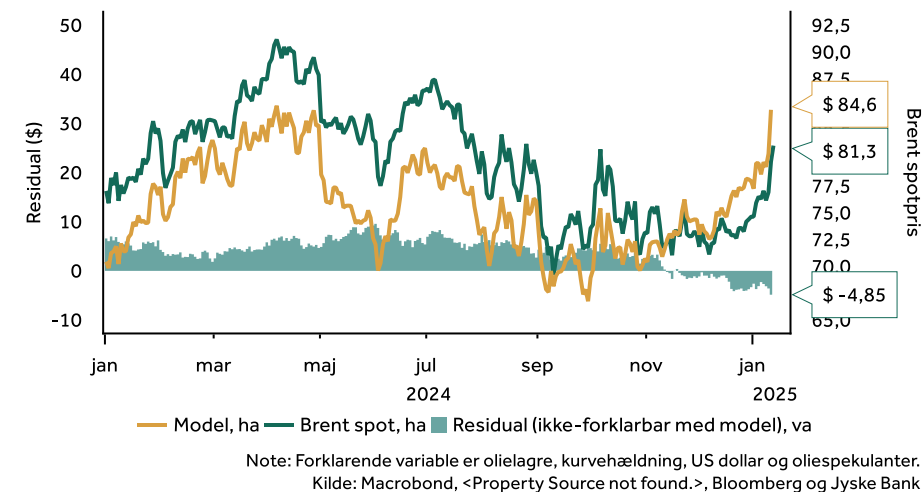
- Sanktionspresset på Rusland er skruet op, og Indien og delvist Kina signalerer overholdelse af amerikanske sanktioner. Donald Trump kan igen indføre "Maximum Pressure" på Iran og mindske landets olieproduktion i 2025, og Kina kan svare igen på Trumps toldruster med efterspørgselsstimulanser.
- OPEC+ fremstår ufortrødet parat til at tilpasse sin produktionsplan med den forventede intention at beskytter det brede prisinterval mellem Brent \$70 - \$95.

## Risici for lavere råoliepriser:

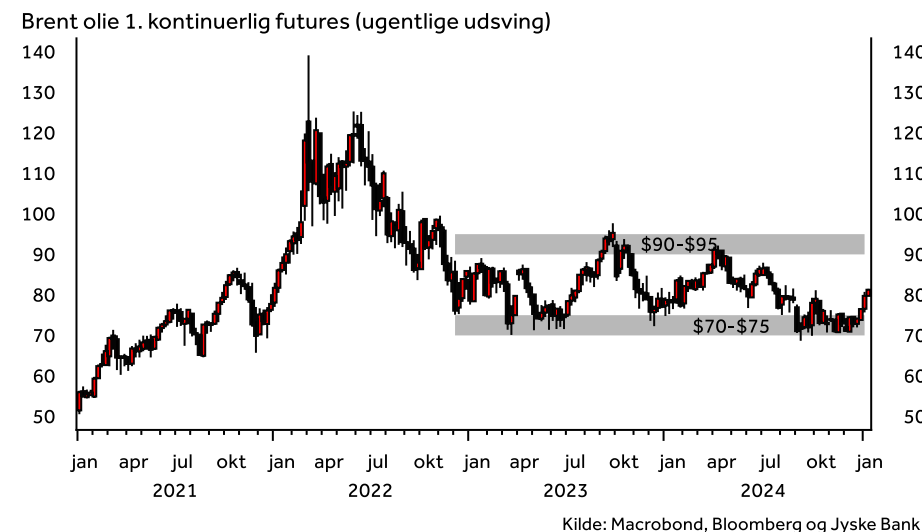
- OPEC+ begynder at øge olieproduktionen, eller svarer ikke igen på solid produktionsvækst hos ikke-OPEC+ lande.
- Deregulering ([Trump valgløfte](#)) sænker producenternes breakeven-pris, som igen kan løfte USA's produktionsvækst.

Brent spotpris er næppe overvurderet... her og nu

Fair Value spot-model af Brent (R2 89%). Seneste data fra 10. januar 2025.



Prognose for 1. halvdel 2025 løftet til centrum af interval nær \$80



# Diesel

**Anbefaling:** Ny omfattende sanktionspakke mod den russiske olieindustri leder til en opdeling af året i 2 halvdele. Fraværet af et globalt olieoverskud, fragtrater løftet af nye sanktioner og større accept af sanktioner fra Indien og Kina løfter dieselprisen i 1. halvår, mens et strammere oliemarked aftager til efteråret. Vi anbefaler at udnytte terminkurven med en høj risikoafdækning af forbruget i 1. halvdel i år.

## Kommentarer:

Solide europæiske diesel-lagre og tilbagefaldet i naturgasprisen kunne fredag ikke modstå presset efter USA's nye omfattende sanktionspakke mod den russiske olieindustri. Efterspørgslen efter ikke-sanktionerede tankskibe (både til råolie og produkter) vil tage til og løfte fragtraterne, og diesel crack-spændet brød over de seneste måneders højeste niveau nær \$19. Samtidig signalerer kommende præsident Trump, at en potentiel våbenhvile mellem Rusland og Ukraine har en mere realistisk tidslinje på 6 måneder. **Sandsynligheden for et lavere crack er nu udskudt til 2. halvår 2025, og vores crack-prognose for 1. halvår er løftet til \$20.**

**Konsensusforventningen om et solidt globalt olieoverskud i 2025 fortonede sig yderligere i sidste uge med USA's omfattende sanktionspakke mod russisk olie. Og Indien og delvist Kina signalerer overholdelse af sanktioner mod Rusland.** Presset på Trump tager derfor til for at overbevise USA's skifterolieindustri om en større produktionsvækst, og Trump har brug for succes på den geopolitiske front i både Europa og Mellemøsten for ikke at stramme olieudbuddet.

I vores hovedscenarie venter vi ikke et olieoverskud i 1. halvdel af 2025, og sammen med udsigten til et højere crack vil den samlede dieselpris stabilisere sig på et højere niveau, se nederste figur. Til efteråret ser vi potentiale til lavere priser via et muligt olieoverskud og Trumps potentielle geopolitiske succeser.

**Vores anbefalede risikoafdækning af dieselforbruget i 2025 deler sig derfor. Udnyt terminkurven med en høj risikoafdækning af forbruget i 1. halvdel af året, hvorimod vi kan anbefale en normal risikoafdækning for 2. halvår.**

## Risici for et højere diesel crack-spænd:

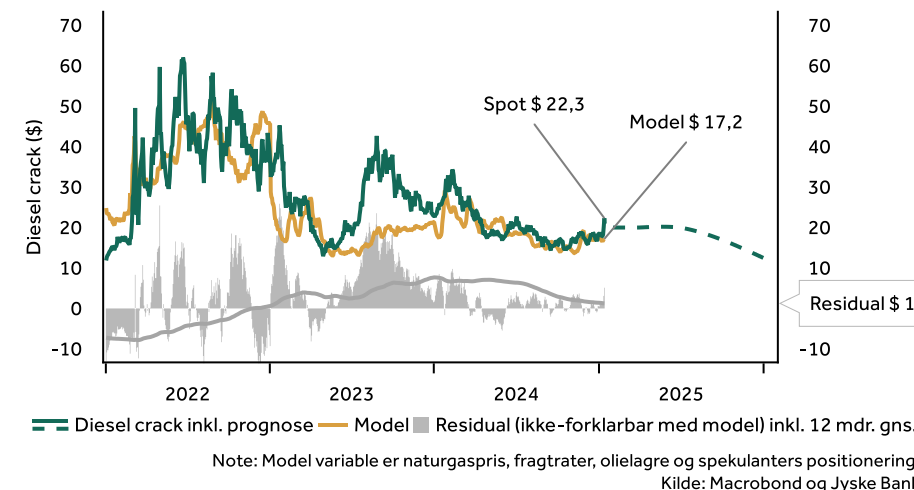
- Sæsonperioder med vedligeholdelsestop hos raffinaderierne (marts-maj & september-oktober) giver lagertræk og højere crack.
- Nye russiske sanktioner kan presse oliebalancen og løfte fragtraterne, som igen løfter crack-spændet.
- Uventede produktionsnedbrud og geopolitiske konfrontationer er en risiko.
- En højere vækst i olieefterspørgslen end vækst i raffineringsskapaciteten kan løfte udnyttelsesgraden og crack-spændet.

## Risici for et lavere diesel crack-spænd:

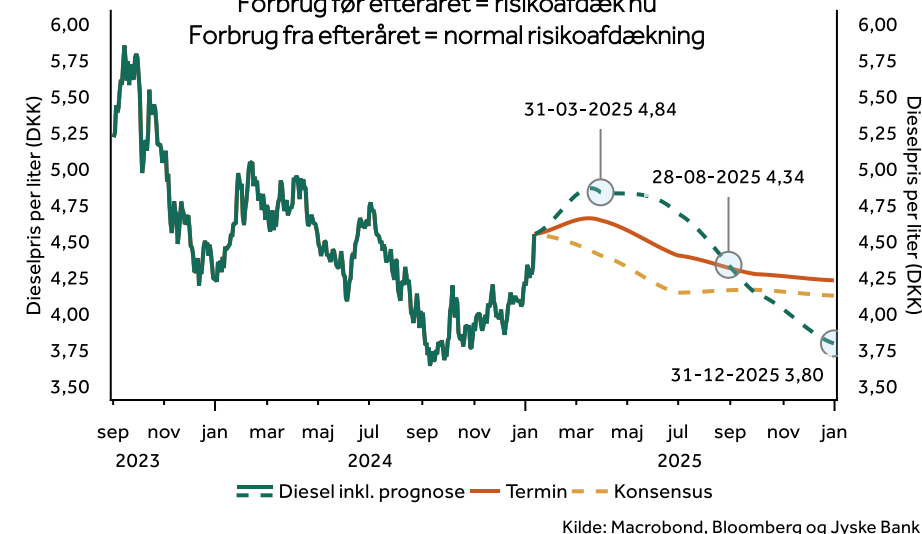
- Økonomisk stagnation sænker raffinaderiernes kapacitetsudnyttelse og skaber et nedadgående prispres på crack.
- Geopolitisk afspænding (Rusland-Ukraine, Det Røde Hav og Iran) vil sænke fragtrater og derigennem crack'et.
- Den grønne energiomstilling kan mindske industriens og transportsektorens efterspørgsel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

Ingen stor misprising mellem spot og Fair Value-model af crack

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



Forbrug før efteråret = risikoafdæk nu  
Forbrug fra efteråret = normal risikoafdækning



# Naturgas

**Anbefaling:** Efter en ny højeste sæsonpris på €51 er gasprisen faldet 16% tilbage. Vi vurderer, at gasfundamentalerne ikke har set nogen vedvarende sæsonbedring. Vi venter, at TTF-prisen stabiliserer sig og i de kommende uger igen stiger mod €51 og €57 for at øge importen af LNG og skabe en lagerbedring. I det lys anbefaler vi at fastholde en høj risikoafdækning af forbruget gennem 2025.

## Kommentarer:

Siden gaspriserne begyndte at stige tilbage i februar 2024 (fra €22) er opturen gentagne gange blevet afbrudt (konsolidering) kort tid efter at have handlet på en ny højde... nøjagtig som vi nu oplever det efter en ny højde (€51,00 per 2. januar). Tilbagefald i enhver pris-optur er altid en ekstra grund til at udfordre, om de fundamentale præmisser bag opturen reelt har ændret sig, eller ej.

**Det er ikke vores vurdering, at sæsonens stramme gasfundamentaler er mindsket:** Mens det er korrekt, at vejret om få dage igen bliver mindre koldt - og resten af sæsonens vejrudsigt indikerer varmere end normalt vejr, jf. øverste figur - så er Europas lagersituation ufortrødent meget strammere end sidste år (pt. 67% mod 83%), jf. nederste figur, hvilket i absolutte termer svarer til, at lagrene er 16 mia. m3 lavere, som **igen svarer til 2 måneders ekstra LNG-import.**

Kernen til at slutte denne vintersæson med gaslagrene på et langt mere attraktivt niveau end risikoscenariet (se nederste figur) går derfor via en tiltagende import af LNG. **Udfordringen er, at den asiatiske gaspris handler højere end gasprisen i Europa.** I vores øjne et signal om, at det europæiske prisniveau denne sæson næppe toppede i €51 den 2. januar. **Højere priser end i dag ser vi nødvendige for at tiltrække mere LNG oprindeligt tiltænkt Asien og/eller for at sænke vores forbrug.** TTF-prisen må i vores øjne søge højere mod €51 og til gas-til-fyringsolie switching-niveauet nær €57 for at kunne øge tempoet i LNG-importen og forbedre lagersituationen. **Et uventet prisfald under €39 og vi må genoverveje analysen.**

**Hovedscenarie: Gasfundamentalerne fremstår uændret stramme, og vi venter højere gaspriser mod €57 denne vinter. Vi anbefaler derfor at fastholde en høj afdækningsgrad af forbruget gennem 2025.**

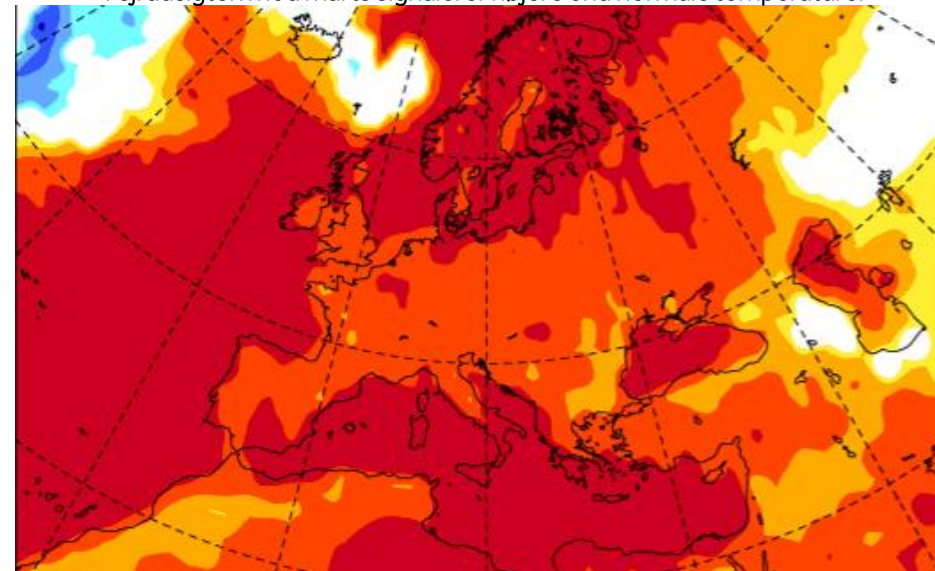
## Risici for højere priser:

- Tabet af russisk gas via Ukraine øger kravet om en større import af LNG. Dette sker i konkurrence med den asiatiske benchmark, JKM, som stadig er priset mere attraktiv end TTF => TTF må stige yderligere for at udkonkurrere JKM.
- En kold vinter, uventede LNG-leverancestop og forsinket LNG-eksportkapacitet kan i kombination løfte prisen mod niveauet €57-€77 før, et skifte fra gas-til-fyringsolie (€57) og -diesel (€77) bliver rentabel og sænker gasforbruget.

## Risici for lavere priser:

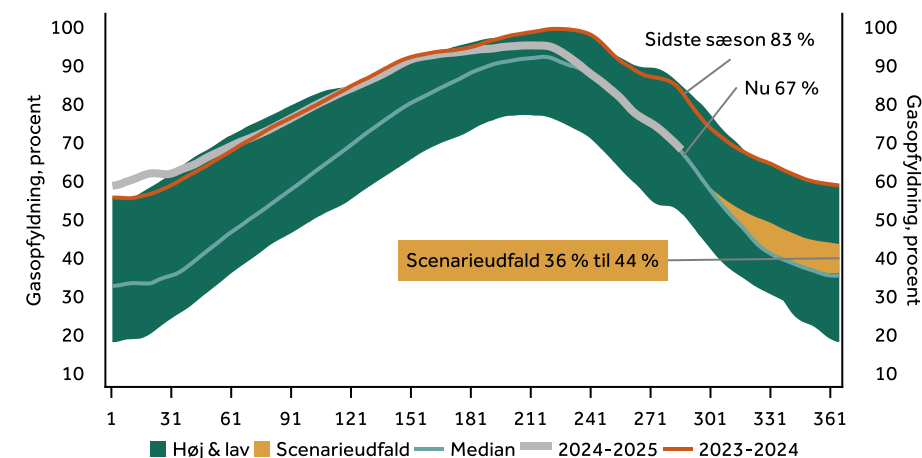
- En potentiel gasswapaftale mellem EU/Aserbajdsjan/Rusland/Ukraine kan mindske behovet for en større LNG-import og sende TTF retur mod €35 efter vintersæsonen 2024/2025.
- Det er driftsøkonomisk favorabelt at udskifte gas med kul fra en TTF-pris over €40/43-niveauet.
- Strukturelt lavere europæisk naturgas efterspørgsel møder stigende global LNG-eksportkapacitet nu først i 2026.

Vejrudsigten mod marts signalerer højere end normale temperaturer



Stram lagersituation & for lav LNG-import = høje priser stadig nødvendig

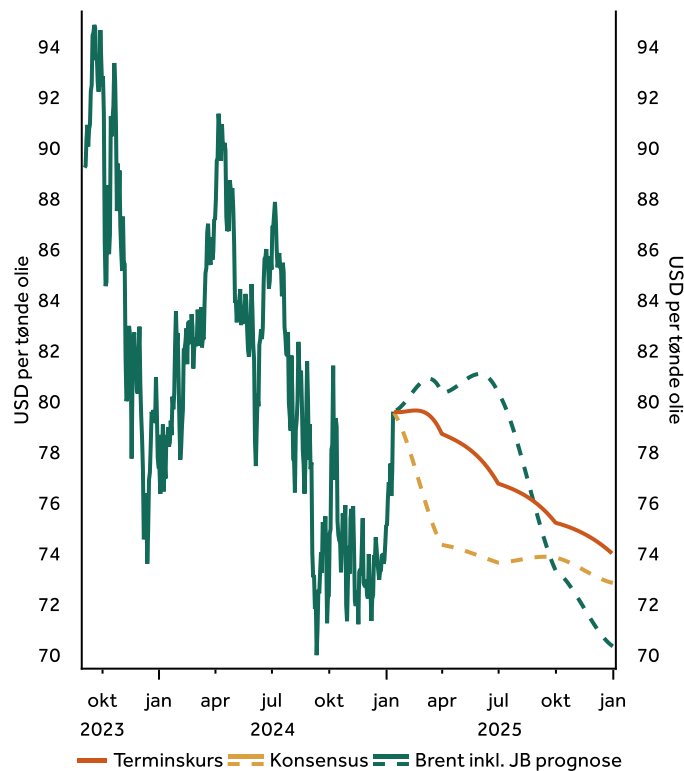
Sæsonkorrigerede lagre i EU (AGSI) siden 2016.



Note: Sæson fra 1. april til 31. marts. Kilde: Macrobond, GIE og Jyske Bank

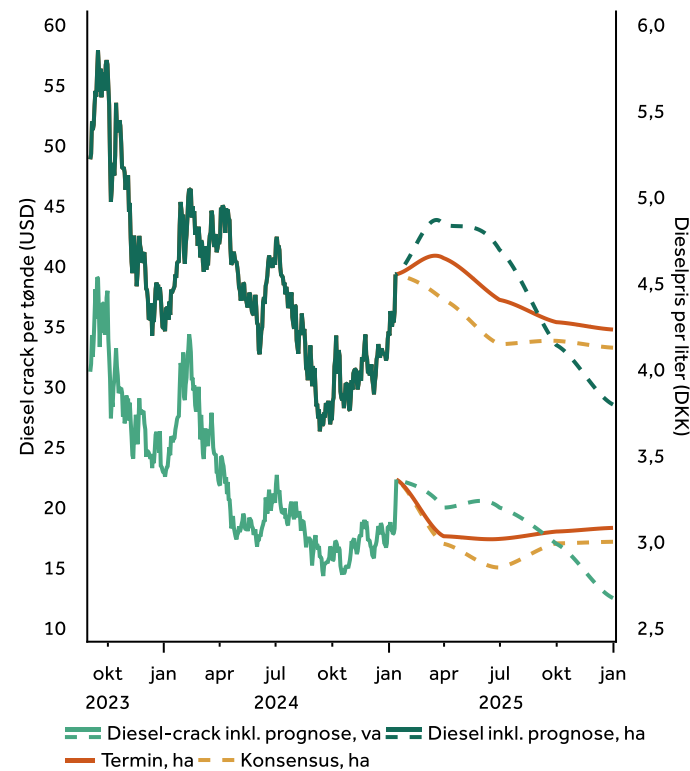
# Energiprognoser

## Brent råolie



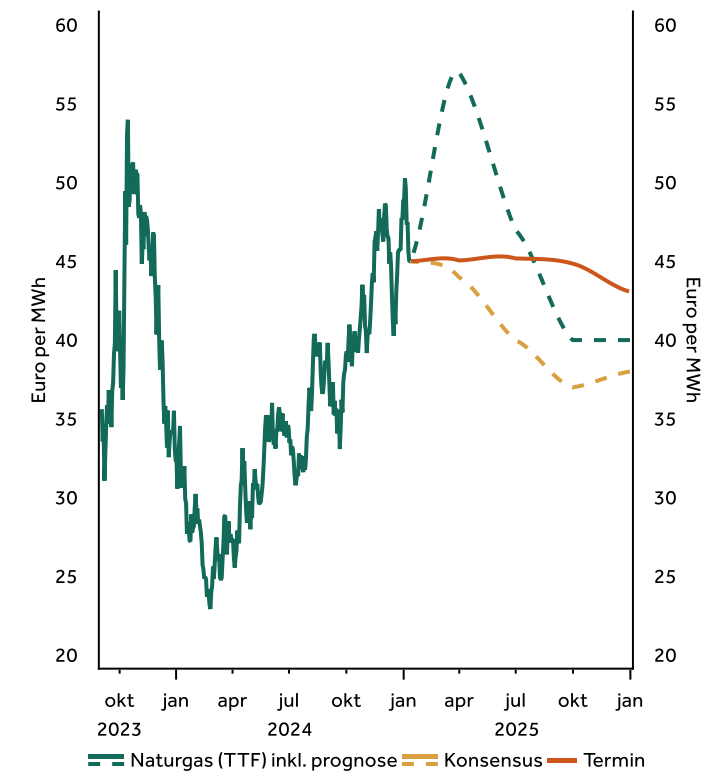
Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

## Diesel og crack-spænd



Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

## Naturgas (TTF)



Kilde: Macrobond, Bloomberg og Jyske Bank

# Ugekalender

Begivenhed		Dag	Note
Kina	Importtal for bl.a. olie og gas	Mandag	
USA USA	Månedsrapport fra EIA (STEO) Olielagre (API)	Tirsdag	
Europa OPEC EU USA USA	Månedsrapport fra IEA (OMR) Månedsrapport (MOMR) Råolielagre i ARA Referat fra Feds renteannoncering Olielagre (EIA)	Onsdag	
Norge Tyskland EU USA	Årlig rapport om olie- & gasinvesteringer Høring (Scholz og Habeck) om stop for atomkraft Produktolielagre i ARA Naturgaslagre (EIA)	Torsdag	
Kina EU USA USA USA	BNP Futures positionering (ICE) Jobrapport Borerigge (Baker Huges) Futures positionering (CoT)	Fredag	
		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](mailto:Lars.Tragstrup@jyskebank.dk)  
Telefon: +45 8757 8216  
Mobil: +45 2280 7826

Foto afventer



**Anders Hald Svendsen,**  
Sales Manager

Email: [asve@jyskebank.dk](mailto:asve@jyskebank.dk)  
Telefon: +45 8757 8266  
Mobil: +45 2114 2371

**Mogens Pilgaard Sørensen,**  
Commodities Manager

Email: [mogs@jyskebank.dk](mailto: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).