


Russisk naturgas til Europa ebber ud

- fra fornægtelse, vrede, forhandling, fortvivelse og til accept

Europa er forandret for altid. Rusland har bekendt kulør, og Europa er på vej væk fra russisk kul, olie og gas. EU's olieembargo var et aggressivt træk, og et vitalt spørgsmål er nu, om Putin leverer et modsvar. Indicierne peger desværre i retningen ad, at Putin er begyndt at lukke ned for naturgassen.

- Indicierne tager til for et russisk naturgasstop
- Misinformation og motivationen
- Vejen mod kommende vinter fyldt med ofre

| | | |
|---|---|---|
| Risikomærkning |  | X |
| Kompleks | | X |
| Ikke-kompleks | | |
| Se venligst de sidste sider for forklaring. | | |

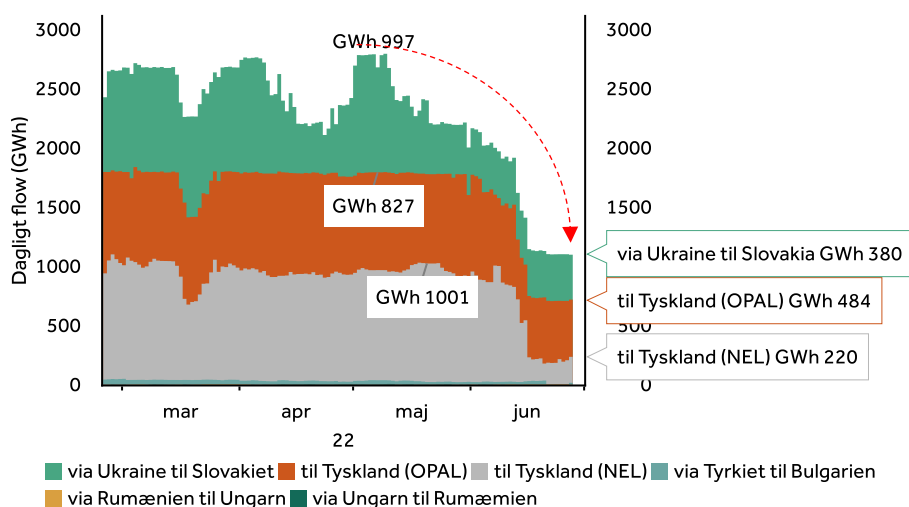
Indicierne tager til for et russisk naturgasstop

Europa og især Tysklands Ostpolitik er fuld gang med at gennemleve Kübler-Ross' faser for bearbejdning af sorg: fornægtelse, vrede, forhandling, fortvivelse og til sidst accept. I den aktuelle og konkrete situation handler det om sammenbruddet i Europas omfavnelser af Rusland efter murens fald i 1989 og opbygningen af en europæisk afhængighed af russisk fossil energi. **Det samliv er nu terminalt, og vejen fremad går stejlt opad.**

I den terminale fase mellem Europa og Rusland er **ingen beslutninger på forhånd givne**, og der hersker i vores øjne ingen tvivl om, at alle veje hos begge parter bliver afsøgte, før især Europa ultimativt går fra fornægtelse til endelig accept. Europa har med olieembargoet truffet et aggressivt træk over for Rusland, og et **essentielt spørgsmål for energisystemet og Europas økonomiske aktivitet er nu, om Rusland trækker sit es og laver et fuldt stop for naturgassen til Europa.**

Det er vores vurdering, at indicierne tager til for et russisk stop for naturgaseksport til Europa. Faktuelt har Europa siden maj 2022 oplevet at modtage mindre naturgas fra Rusland, jf. figur 1.

Figur 1: Russisk naturgaseksport til Europa er på vej nedad



Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S
Valuta-, rente- og oliestrateg,
Jan Bylov
+45 89 89 71 68
jan.bylov@jyskebank.dk

Vigtig investorinformation:
Se materialets sidste sider.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Misinformation og motivationen

Det er velkendt fra historiens uendeligt mange konfrontationen mellem nationer, at sandheden altid er den første taber. **Misinformation foregår fra alle parter, og det er vanskeligt at skelne mellem støj og signal.**

Netop nu ved vi, at flere europæiske lande ikke længere modtager nogen gas fra Rusland (Polen, Bulgarien, Finland, Holland og Danmark).

Til gengæld hersker der usikkerhed om, hvordan de seneste ugers kraftige fald i den russiske naturgaseksport skal fortolkes:

1. Rusland/Gazprom har meddelt, at faldet i gas-flow skyldes, at de endnu **ikke har modtaget en reservedel retur**, som var i Canada til reparation. Dette er bekræftet af Canada med henvisning til sanktioner mod Rusland. **Den håbefulde/optimistiske fortoldning er**, at alt nok skal blive godt igen, når Rusland finder en anden reservedel og løser denne tekniske udfordring.
2. Der eksisterer også **en anden mindre optimistisk fortolkning af det pludselige fald i det russiske gas-flow kort tid efter EU's olieembargo**. "Reservedelsforklaringen" kan meget vel udtrykke russisk FSB-misinformation, som er rettet mod at skabe en ønsket forvirring hos de europæiske beslutningstagere, om Rusland er eller ikke er i fuld gang med lukke for naturgassen til Europa.

"We mustn't delude ourselves: cutting gas supplies is an economic attack on us by [Russian President Vladimir] Putin", said German economy minister Habeck

Kilde: CNBC ([link](#))

Østrig, Holland, Sverige, Tyskland og Danmark har aktiveret dele af landenes nødprocedurer for energiforsyning. I vores øjne kan der – ikke overraskende – næppe konkluderes endeligt, men 1) **indiciene hober sig op i retningen af et russisk modsvar i form af et gasstop**, og det er samtidigt værd at minde sig selv om, at det 2) **spilteoretisk er mest rationelt at forvente, at Rusland trækker sit es og lukker for naturgassen til Europa**.

EU's olieembargo vil berøve Rusland for enorme eksportindtægter, mens konsekvensen for den europæiske økonomi er af mindre omfang. Derimod vil et russisk gasstop til EU ramme vores økonomier meget hårdt, mens det russiske tab af eksportindtægter er langt mindre end olietabet.

"Naturgaschok vil give lavere vækst, renter og aktier"

Kilde: Jyske Bank ([her](#))

Figur 2: Efter EU's olieembargo kan Rusland kun opnå "uafgjort" via et gasstop

| | | Rusland | |
|----|-----------------------------------|---------------------------|----------------------------|
| | | Reducér eksport af energi | Fasthold eksport af energi |
| EU | Reducér import af energi NU | 2,2 | 3,1 |
| | Reducér import af energi OVER TID | 1,3 | 4,4 |

Kilde: BCA og Jyske Bank

I en spilteoretisk beslutningsmatrice, jf. figur 2, betyder EU's olieembargo, at der nu kun eksisterer et "rationelt" modtræk for Rusland. Og det er **et stop for naturgassen til Europa for blot at opnå "uafgjort"** i konfrontationen omkring Europas energifafhængighed af Rusland. De **øvrige tre kombinationer af udfald er ikke længere mulige efter EU's olieembargo.**

Det er absolut relevant at reflektere over, **hvad Putins motivation skulle være**, for at tilføre sig selv et yderligere eksporttab, hvis han lukker for naturgassen til Europa. Trods alt, så har Rusland (og Vesten) har brug for enorme kapitalsummer, for vedvarende at supportere den nødvendige industrielle base, som skal levere krigens enorme krav til massive mængder ammunition, militært materiel og mad etc.

"The winner in a prolonged war between two near-peer powers is still based on which side has the strongest industrial base. A country must either have the manufacturing capacity to build massive quantities of ammunition or have other manufacturing industries that can be rapidly converted to ammunition production."

Kilde: RUSI ([her](#)) og Jyske Bank

Ultimativt, så slutter alle militære konflikter gennem fredsforhandlinger. Det betyder også, at optakten hen mod fredsforhandlinger drejer sig om at stå stærkest mulig, for at kunne presse modstanderen mest mulig.

I dette spidsfindige spil kan **Rusland potentielt vurdere, at de fremstår stærkere, såfremt Europa står med en svag økonomi.** Står Europa med en svag økonomi, kan EU ønske at presse på for en tidligere forhandlingsløsning end optimalt for Ukraine. **En situation, som Putin kan se som fordelagtig**, og derigennem motivationen for selv at påføre Rusland et yderligere eksporttab.

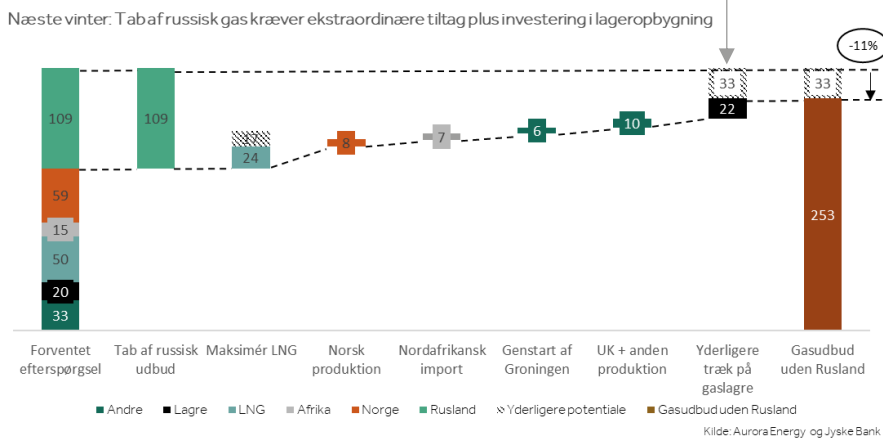
Vejen mod kommende vinter fyldt med ofre

Europa er i fuld gang med at forberede sig på den kommende vinters forventede gasefterspørgsel (ca. 286 milliarder m³, mm³). Både politikere, myndigheder og virksomheder er gået i gang med at forberede sig på gasmangel pga. et potentielt fuldt stop for russisk naturgas. Er alle vores forberedelser ikke tilstrækkelige, så forsvinder markedsbalancen (gasunderskud), hvorved **enten prisen alene eller myndighedsgodkendt gasrationering skal fjerne en tilstrækkelig mængde efterspørgsel...** for at genskabe balancen mellem tilgængelig gasmængde og efterspørgsel.

Det potentielle tab af russisk gas (ca. 109 mm³) skal dækkes ind af en ligning med mange kendte, men ukontrollable variable, jf. figur 3. Europa skal importere mere LNG fra især **USA, Norge og Nordafrika** skal sende mere gas til Kontinentaleuropa via rørledninger, **Holland** (Groningen) og **Storbritannien** skal øge den indenlandske produktion. **Men selv disse ekstraordinære tiltag og ofre** (eks. Holland risikerer jordskælv, såfremt de presser gasproduktionen ved Groningen) **er ikke nok.**

Gasbalancen ser således kun ud til ultimativt at gå op under et fuldt russisk gasstop, såfremt der er muligt med **et yderligere træk fra de gaslagre, som skal bygges op hen mod vinteren 2022/23.** Prognosen peger mod, at Europa kan få en manko på omkring 33 mm³, og det ekstraordinære træk kræver, at myndighederne medvirker til at finansiere en investering i denne yderlige lageropbygning. **En investering, som kan løbe op i mere end EUR 60 mia. regnet med tidens naturgaspriser.**

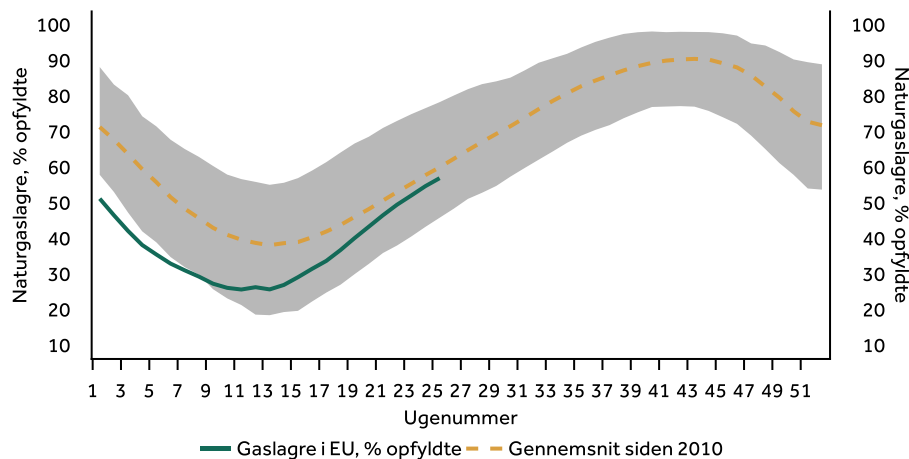
Figur 3: Yderligere lageropbygning nødvendig før vinterens ekstra træk



Udfordringen er, at de europæiske gaslagre er lavere end den sæsonmæssige norm, jf. figur 4, at Rusland allerede har skruet kraftigt ned for gasflowet til Europa og at de sæsonkorrigerede lagre skal nå op over 90% af kapaciteten inden november 2022.

Figur 4: Europas gaslagre SKAL fyldes til +90% inden den kommende vinter

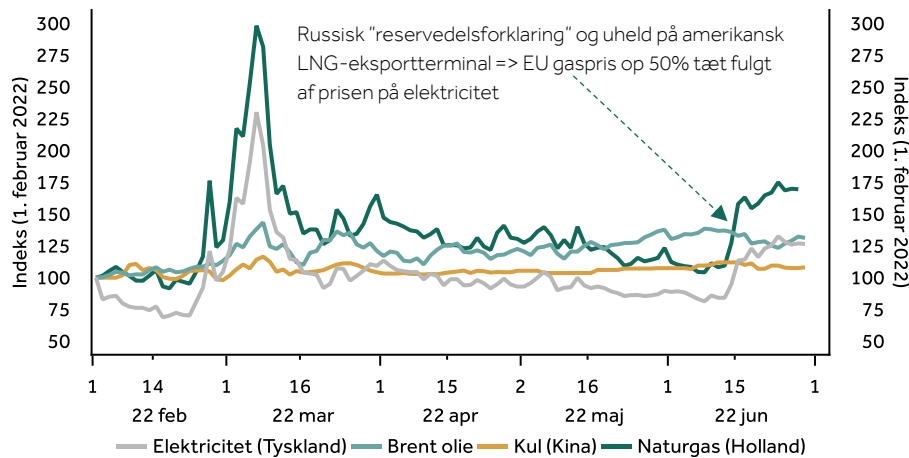
Naturgaslagre i EU. Sæsonudsving siden 2010



Det europæiske gasmarked fremstår i vores øjne meget presset på vejen mod den kommende vinter. En følsomhed, som også ses på gasprisens reaktioner, når markedet møder ny information. Den europæiske naturgaspris sprang således omkring 50% højere på de seneste nyheder omkring den manglende russiske reservedel og uheldet på en amerikansk LNG-eksportterminal. Det er vores vurdering, at prisrisikoen for naturgas ufortrødent er på opsidet selv på trods af dagens udgangspunkt i EUR 138 MWh. – det højeste daglige niveau siden panikken tidligt i marts måned.

Figur 5: Energifiserne presset af en meget stram fysisk markedsbalance

Priser for naturgas, kul, elektricitet og olie (indekseret til 1. februar 2022)



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Det er vores samlede vurdering, at indiciene tager til mod, at Putin svarer igen på EU's olieembargo med et helt eller delvis gasstop. Intet er sikkert, men svarer Putin igen, så er det **ikke givet**, at Europa, på trods af mange initiativer og ofre over sommeren, kan nå at opbygge tilstrækkelige gaslagre for at tilfredsstille en normal europæisk vinter (og slet ikke en hård vinter). Med en høj sandsynlighed vil konsekvensen så blive, at **et efterspørgselstab er nødvendig, før der igen er balance mellem udbud og efterspørgsel**. I det lys er det ikke overraskende at Europas myndigheder er i gang med at udrulle nødplaner for den kommende vinter. Kort sagt, stopper Putin gassen til Europa, så skal vi alle være forberedte på gasrationering, meget høje energipriser og efterspørgselstab.

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://www.jyskebank.dk/produkter/investering/investeringsinfo>

Modeller

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

Rente

- Regressionsmodeller med input fra økonomiske og finansielle data – herunder også Jyske Banks forventninger til disse (fx forventninger til vækst, inflation og pengepolitik).
- Rentekurveanalyse, herunder rentekurvehældning og kurvatur.
- Positionering, markedspsykologiske vurderinger, spilteoretisk scenarionalyse og mønstergenkendelsesteknik indgår i vurderingsmaterialet.
- Danske realkreditobligationer modelleres ud fra en egenudviklet model baseret på RIO (realkreditmodel udviklet af ScanRate) bestående af en stokastisk rentestrukturmodel til at estimere fremtidig renteutvikling, og en statistisk konverteringsmodel kalibreret til låntagernes historiske konverteringsadfærd. I udarbejdelsen af analyser lægges vægt på f.eks. den relative prisfastsættelse, udbud/efterspørgsel, debitorsammensætning og parametre fra Jyske Banks realkreditmodel.

Valuta

- Simple regressionsmodel, hvor valutakrydset værdiansættes via variabler som f.eks. forskelle i realrenter, rentekurvehældning, kurvatur, råvarepriser og volatiliteter.
- Principal komponentanalyse-model, hvor valutakrydset værdiansættes via variabler som f.eks. forskelle i reale og nominelle swaprenter, rentekurvehældning og kurvatur.
- Jyske Markets økonomiske forventninger til vækst, inflation, pengepolitik indgår i modelvariabler.
- Positionering, markedspsykologiske vurderinger, spilteoretisk scenarionalyse og mønstergenkendelsesteknik indgår i vurderingsmaterialet.

Anbefalingsbegreber

Kursmål

Kursmål afspejler den retning, som valutakursen forventes at bevæge sig i over en given horisont (retning og styrke). Kursmålet er et skøn for, hvor vi med overvejende sandsynlighed forventer at se valutakursen på den angivne horisont. Kursmålet bør derfor ikke betragtes som et præcist minimum eller maksimum for valutakursen i den pågældende periode.

Rentepronose

Rentepronosen afspejler den forventede retning for renter over en given horisont. Rentepronosen er et skøn for, hvor vi med overvejende sandsynlighed forventer at se renten på den angivne horisont. Rentepronosen bør derfor ikke betragtes som et præcist minimum eller maksimum for renten 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

Rente

Rentepronosen laves månedligt med forskellige horisonter ud til to år. Anbefalinger og strategier udsendes og opdateres på ad hoc basis.

Valuta

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 Realkredits hjemmeside 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.