

Energiemonitor

Hans van Cleef, Sr. Energie-econoom

Tel.: 020 343 46 79 / hans.van.cleef@nl.abnamro.com

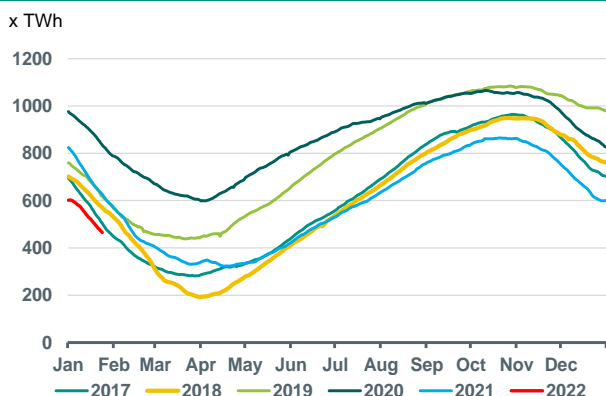
Rusland – Oekraïne: scenario's voor energiemarkten

- ▶ **De spanningen tussen Rusland enerzijds en Oekraïne, de VS en Europa anderzijds lopen op**
- ▶ **Gezien het belang van Rusland als energieleverancier heeft dit vragen doen rijzen over de mogelijke gevolgen van de situatie voor de energiemarkten, vooral gezien de huidige krappe markten als uitgangspunt**
- ▶ **Wij hebben vier verschillende scenario's vastgesteld: van positief tot zeer negatief, met het hoogste waarschijnlijkheidsniveau voor een status-quo-scenario**

De spanningen lopen op

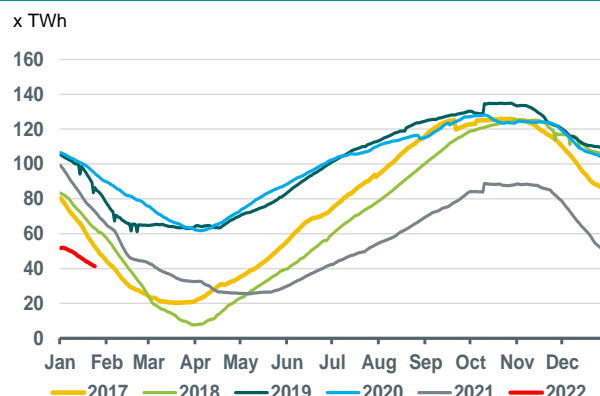
De spanningen tussen Rusland aan de ene kant en Oekraïne en de NAVO-landen aan de andere kant lopen op. Europa en de VS maken zich zorgen over de toenemende aanwezigheid van het Russische leger dicht bij de grens van Oekraïne, die wordt gezien als een bedreiging voor een mogelijke invasie. Intussen maken de Russische leiders zich zorgen over het feit dat zo'n belangrijke voormalige Sovjetstaat lid wil of kan worden van de NAVO. Terwijl de diplomatieke gesprekken om de situatie te de-escaleren worden voortgezet, zijn de markten het risico van een escalatie van de situatie beginnen in te prijzen. Om de risico's van een dergelijke escalatie in te schatten, hebben wij verschillende scenario's opgesteld, waarvan het meest negatieve uitgaat van een stopzetting van de Russische uitvoer van energieproducten zoals aardgas, vloeibaar aardgas (LNG) en/of olie.

Gasvoorraden in Europa



Bron: GIE

Gasvoorraden in Nederland



Bron: GIE

Huidige situatie op de energiemarkt

Het uitgangspunt voor deze potentiële crisis is niet gunstig, aangezien de aardgasmarkten in Europa nu al krap zijn. Dit is niet per se het gevolg van de spanningen tussen Rusland en Oekraïne, maar van een combinatie van factoren, zoals:

- een relatief strenge winter in 2020-2021 die tot lage voorraden heeft geleid;
- een late start van de voorraadopbouw als gevolg van een koud voorjaar en dus een hoger gasverbruik;
- lage windopbrengsten, met als gevolg een groter gebruik van gas- en kolengestookte elektriciteitscentrales voor de opwekking van elektriciteit, waardoor de opbouw van gasvoorraden werd getemperd;
- een lagere lokale gasproductie;
- minder langlopende aardgascontracten, waardoor de afhankelijkheid van de spotmarkthandel toeneemt;
- Rusland dat niet aan de extra vraag naar gas voldoet zoals het normaal zou doen, waardoor de Europese markt met tekorten blijft zitten

De prijzen voor aardgas zijn in december naar een recordhoogte gestegen alvorens enigszins te dalen als gevolg van de toegenomen invoer van LNG. De prijs van het *Title Transfer Facility* (TTF) contract is in december gestegen tot bijna 185 EUR/MWh (front-maand contract). Ter vergelijking: de gemiddelde TTF-gasprijs in 2019 bedroeg EUR 14,55/MWh. De gemiddelde prijs in heel 2021 liep al op tot EUR 47,38/MWh.

Tot dusver heeft Rusland steeds zijn verplichtingen nagekomen met betrekking tot de contractuele gasleveringen aan Europa - zelfs na de annexatie van de Krim en de sancties die Rusland naar aanleiding daarvan zijn opgelegd. Dat de uitvoer naar Europa dit jaar is gedaald, komt vooral doordat sommige langetermijncontracten zijn afgelopen en vanuit Europa niet zijn verlengd of vernieuwd. Europa is daardoor steeds meer afhankelijk geworden van gas op de spotmarkten, die voornamelijk gerelateerd zijn aan de markten voor vloeibaar aardgas (LNG). Met de opkomst van LNG in het afgelopen decennium zijn de gasmarkten getransformeerd van regionale naar mondiale markten. Als gevolg daarvan vraagt Europa steeds meer naar het niet-gecontracteerde beschikbare aardgas op de mondiale spotmarkten. Met andere woorden, Europa concurreert voor zijn gas met Aziatische verbruikers. In lijn met de hogere gasprijzen zijn ook de elektriciteitsprijzen in heel Europa de afgelopen maanden gestegen. Veel landen zijn voor hun elektriciteitsproductie afhankelijk, of worden zelfs steeds afhankelijker, van gasgestookte elektriciteitscentrales. Door de toenemende interconnectie tussen landen vertonen de prijsontwikkelingen in Europa vergelijkbare patronen, ongeacht de lokale elektriciteitsmix.

TTF tegenover JK LNG-prijzen (maandcontract)



Bron: Bloomberg

Vier mogelijke scenario's

Wat de spanningen tussen Rusland en Oekraïne en de gevolgen daarvan voor de energiemarkten betreft, hebben wij vier mogelijke scenario's vastgesteld: een positief scenario (de-escalatie met als gevolg meer gasexport van Rusland naar Europa), een status-quo-scenario (voortzetting van de huidige situatie), een negatief scenario (getroffen gasmarkten) en een zeer negatief scenario (naast gasmarkten ook getroffen oliemarkten). Wij beschrijven deze scenario's hieronder in volgorde van het waarschijnlijkheidsniveau.

Scenario 1 - De status-quo (75% waarschijnlijkheid)

In dit scenario verwachten wij dat de situatie op de energiemarkten ongewijzigd blijft. Rusland zal blijven voldoen aan zijn verplichtingen om gas te exporteren in overeenstemming met de bestaande gascontracten, zoals het in het verleden altijd heeft gedaan. Zelfs in een situatie waarin de spanningen afnemen of waarin de spanningen blijven bestaan en er over en weer sancties worden opgelegd. Niettemin blijven de aardgasprijzen in dit scenario langere tijd hoog omdat de markten krap blijven, ten minste tot het voorjaar van 2023, zoals aangegeven in onze basisscenario's voor de TTF-gasprijs.

In dit scenario, met lage voorraden en een relatief zachte winter, zou Europa echter in staat moeten zijn onderbrekingen in de fysieke gasleveringen aan zijn consumenten (huishoudens, MKB en grote industrieën) te vermijden. Europa kan het gat dat is ontstaan doordat a) het een afnemend aantal langetermijngascontracten met Rusland heeft en b) Rusland dit gat niet opvult met gasleveringen op korte termijn / spotcontracten, grotendeels zelf opvullen. Om de invoer van LNG op te voeren, concurreert Europa met Aziatische verbruikers om het beschikbare LNG op de spotmarkt. De beschikbaarheid is echter beperkt aangezien een aanzienlijk deel van de LNG-markt reeds via langetermijncontracten wordt verkocht.

In het geval van een strenge winter, hetzij in Europa, hetzij in Azië, hetzij in beide gevallen, zou de druk op de LNG-markten verder toenemen. De consumenten zouden bereid zijn nog meer te betalen om de beschikbaarheid van aardgas veilig te stellen. Een periode van extreem koud weer zou het risico van fysieke tekorten aan aardgas doen toenemen en zou leiden tot sterke prijsstijgingen. Deze extra prijsstijgingen zullen echter waarschijnlijk verdwijnen zodra de koude periode voorbij is. De prognoses voor de gasprijzen in ons basisscenario zijn gebaseerd op een gemiddelde winter.

Prognoses gasprijzen (basisscenario)

Eind van de periode	28-Jan	Mar-22	Jun-22	Sep-22	Dec-22	Mar-23	Jun-23	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24	Dec-24	
TTF *	EUR/MWh	51.30	50	40	35	35	45	40	30	25	28	26	22
Gemiddelde	2021	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	2022	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024	
TTF	EUR/MWh	31.34	55	45	38	35	43	40	43	35	28	37	26

* Brent, WTI en Henry Hub: actieve maandcontract; TTF: komend kalenderjaar

Scenario 2 - Een de-escalatie die leidt tot een normalisering van de markten (waarschijnlijkheid van 15%)

Bij een de-escalatie van de huidige gespannen situatie zouden de energiemarkten zich beginnen te normaliseren. Een akkoord tussen Rusland, Oekraïne, de VS en Europa over de NAVO-grenzen zou de weg kunnen vrijmaken voor een de-escalatie. De-escalatie zal ook leiden tot meer gasexport van Rusland naar Europa, hetzij via de bestaande pijpleidingen (inclusief die door Oekraïne), hetzij via de opening van de NordStream2-pijpleiding. Hoe dan ook zal er in de loop van 2022 voldoende gas beschikbaar zijn voor de consumenten in Europa. De aardgasprijzen zouden zich in de loop van het jaar normaliseren tot het niveau van vóór 2021, laag in de EUR 20/MWh of zelfs lager, zodra de huidige krappe marktomstandigheden voor deze winter voorbij zijn.

Scenario 3 - De spanningen lopen op, Rusland stopt de export van gas naar Europa (waarschijnlijkheid 5-10%)

Bij een verdere escalatie van de situatie - zoals een Russische militaire operatie in (delen van) Oekraïne - leggen Europa en de VS zware sancties op aan Rusland. Duitsland en de Europese Commissie zouden de start van de NordStream2 pijpleiding niet goedkeuren. Als vergelding stopt Rusland alle gasexport naar Europa. Dit zou niet alleen de uitvoer via de pijplijn door Oekraïne omvatten, maar ook de uitvoer naar Zuid-Europa en de LNG-transporten. Wij achten dit scenario zeer onwaarschijnlijk, aangezien het voor het eerst zou zijn en de belangen van geen van de hoofdrolspelers zou ondersteunen.

In dit scenario zou Europa zich meer inspinnen om meer LNG in te voeren of de vraag naar gas te verminderen. Zelfs als alle LNG-importterminals volledig operationeel zouden zijn, zou dat slechts 2/3 van de gecontracteerde Russische gasinvoer vervangen. En aangezien Europa zou concurreren met andere verbruikers, voornamelijk in Azië, is het aannemelijk dat Europa niet zijn volledige invoercapaciteit zou bereiken, vooral tijdens de wintermaanden. Meer hernieuwbare energie zou op korte termijn geen oplossing zijn, aangezien de expansie nu al zeer snel gaat en op technische beperkingen zou stuiten. De effecten van een verdere versnelling zouden pas over vele jaren merkbaar worden. Andere alternatieven zijn een toename van de lokale (hoofdzakelijk offshore) gasproductie. Het zou echter enkele jaren duren voordat die volledig operationeel is, en de plaatselijke bevolking zou zich er hoogstwaarschijnlijk tegen verzetten.

Aangezien er op korte termijn geen alternatieven zijn om de Russische gasexport naar Europa volledig te vervangen, zou de energievoorziening dus moeten worden gerantsoeneerd, met name voor de industrie. Bovendien zouden de aardgasprijzen aanzienlijk stijgen en nieuwe recordhoogten bereiken voor een groot deel van de termijncurve (d.w.z. zowel spotmarkten, maandcontracten als jaarcontracten). De maandcontracten van de TTF zouden gedurende een langere periode boven 200 EUR/MWh kunnen worden verhandeld, met aanzienlijk hogere piekprijzen. Als indirect effect zouden de elektriciteitsprijzen in heel Europa hoger springen. In verschillende landen is de elektriciteitsmix grotendeels afhankelijk van gasgestookte elektriciteitscentrales. Nu kernenergie en steenkool geleidelijk worden afgeschaft, zijn sommige landen zelfs bezig hun afhankelijkheid van hernieuwbare energie in combinatie met aardgas te vergroten.

Scenario 4 - Een nog grotere escalatie zou ook gevolgen hebben voor de oliemarkten (waarschijnlijkheid < 5%)

Dit laatste scenario beschrijft een situatie met nog grotere gevolgen dan die van scenario 3, en is nog minder waarschijnlijk. Naast een stopzetting van de Russische gasexport naar Europa, zoals beschreven in het vorige scenario, zou Rusland ook besluiten de olie-export naar Europa stop te zetten. Ruwweg 50% van de Russische olie- en condensaatexport gaat naar Europa. De drie grootste importeurs zijn Duitsland, Nederland en Polen. Maar zelfs in het geval van een exportverbod naar Europa, zullen de gevolgen volgens ons minder groot zijn dan voor aardgas. Zowel de markt voor ruwe aardolie als die voor condensaten zijn wereldmarkten. Dit zou Rusland in staat stellen andere afnemers te vinden, waarschijnlijk in Azië, terwijl Europa zijn ruwe olie en condensaten uit andere delen van de wereld zou kunnen invoeren. Een dergelijke verschuiving op de oliemarkten zou niettemin tot hogere olieprijsen leiden. Dit zou zowel het gevolg zijn van een stijging van de risicopremie als van een tijdelijke wanverhouding tussen vraag en aanbod. De olieprijsen zouden dan boven 100 USD/bbl noteren en in geval van ernstige bezorgdheid over het aanbod zelfs op weg zijn naar een nieuwe test van het hoogste niveau aller tijden (149 USD/bbl). Door de krappere marktomstandigheden zou deze situatie voor de rest van het jaar kunnen aanhouden.

Tabel met verschillende scenario's

	Scenario 1 - status quo (75%)	Scenario 2 - Positief (15%)	Scenario 3 - Negatief (5-10%)	Scenario 4 - Erg negatief (<5%)
Sancties	Onveranderd of meer	minder sancties	meer sancties	meer sancties
Russie export van gas naar Europa	onveranderd ten opzichte van nu	verhoogd	volledige stop van gas RU => EU	volledige stop van gas RU => EU
Russie export van olie naar Europa	onveranderd ten opzichte van nu	onveranderd ten opzichte van nu	onveranderd ten opzichte van nu	volledige stop van olie RU => EU
Gasprizen	blijven hoog t/m voorjaar 2023	daling in voorjaar 2022	sterke stijging en langer hoog	sterke stijging en langer hoog
Elektriciteitsprijzen	blijven hoog t/m voorjaar 2023	daling in voorjaar 2022	sterke stijging en langer hoog	sterke stijging en langer hoog
Olieprijzen	onveranderd ten opzichte van nu	onveranderd ten opzichte van nu	enige stijging als gevolg van risicopremie	sterke stijging en langer hoog

DISCLAIMER

Dit document is opgesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend tot doel financiële en algemene informatie over de economie te verstrekken. ABN AMRO behoudt zich alle rechten voor met betrekking tot de informatie in het document en het document wordt u uitsluitend ter informatie aangeboden. Het is niet toegestaan dit document (geheel of gedeeltelijk) te kopiëren, te verspreiden of door te geven aan derden of het voor enig ander doel te gebruiken dan hierboven is aangegeven. Dit document is uitsluitend bedoeld ter informatie en vormt geen aanbod van effecten aan het publiek, noch een uitnodiging tot het doen van een aanbod.

U dient niet om welke reden dan ook te vertrouwen op de informatie, meningen, schattingen en veronderstellingen in dit document of op de volledigheid, juistheid of nauwkeurigheid daarvan. Door of namens ABN AMRO, haar bestuurders, functionarissen, agenten, geleerde ondernemingen, groepsmaatschappijen of werknemers wordt geen enkele garantie, expliciet of impliciet, gegeven terzake van de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document en wordt geen enkele aansprakelijkheid aanvaard voor enige schade die direct of indirect voortvloeit uit het gebruik van deze informatie. De hierin neergelegde opvattingen en meningen kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO is niet verplicht de in dit document opgenomen informatie na de datum van dit document te actualiseren.

Voordat u in een product van ABN AMRO belegt, dient u zich op de hoogte te stellen van de verschillende (financiële) risico's en de mogelijke beperkingen die de toepasselijke wet- en regelgeving aan u en uw beleggingen stelt. Als u na het lezen van dit document overweegt om in een product te beleggen, raadt ABN AMRO u aan om een dergelijke belegging met uw relatiebeheerder of persoonlijk adviseur te bespreken, om nader te beoordelen of het betreffende product - rekening houdend met alle mogelijke risico's - geschikt is voor uw beleggingen. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor om wijzigingen aan te brengen in dit materiaal.

Alle rechten voorbehouden © Copyright 2022 ABN AMRO Bank N.V. en geleerde ondernemingen ("ABN AMRO")