

# Gaskrise: Øget sandsynlighed for dansk stagflation

Sandsynligheden for vores hovedscenarie med en dansk konjunkturedgang, måske som stagflation, er steget på grund af endnu højere gaspriser. Omvendt er risikoen for en meget dyb krise som følge af gasrationering faldet. I vores regneeksempel har Danmark 23,5 mio. MWh naturgas frem til slutningen af april og et forbrug på 20 mio. MWh.

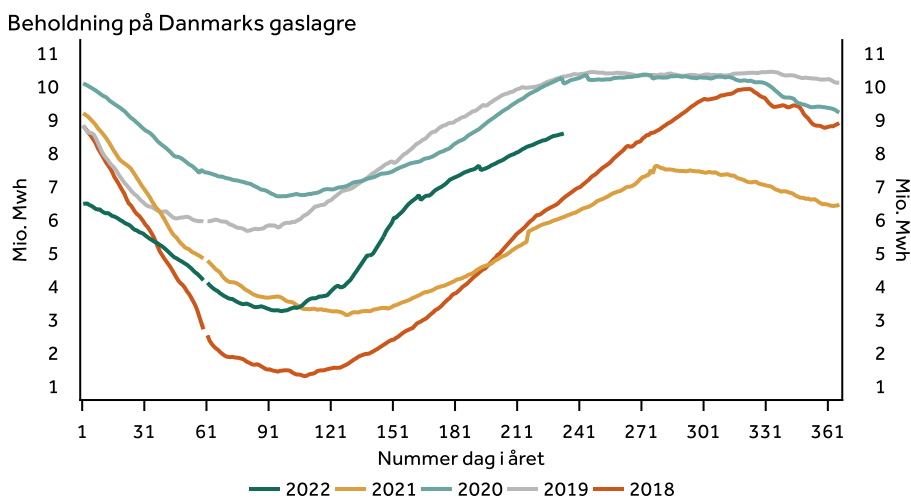
- Gasrationering kan måske undgås, men høje gaspriser rammer
- Vi sparer på gassen
- Tilstrømningen er indtil videre nogenlunde intakt
- Inflation på 10 % vil udløse en konjunkturedgang

## Gasrationering kan måske undgås, men høje gaspriser rammer

Naturgasleverancerne fra Rusland til Europa er faldet hen over sommeren. Før Ruslands invasion af Ukraine udgjorde russisk gas ca. 40 % af gasforsyningen til EU. Vi vurderer, at andelen er nede på ca. 10 % i dag.

Vi har for nyligt nedjusteret vores vækstudsigter for euroområdet til en mild recession på baggrund af højere gas- og elpriser, se [her](#). I forvejen har vi i prognosen for dansk økonomi (se [her](#)) ligeledes en konjunkturedgang. Sandsynligheden for, at vendingen i Danmark får karakter af stagflation, hvor inflationen er høj og stigende, samtidig med at væksten er negativ, er nu forhøjet. Stagflation vil kunne betyde en forlænget og langvarig afmatning.

**Figur 1: Gaslagrene er ved at være godt fyldte**



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Strategy and Macro Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S

Chieføkonom  
Niels Rønholt  
+45 89 89 72 06  
niels.roenholt@jyskebank.dk

Vigtig investorinformation:  
Se materialets sidste sider.

Gassituationen er både forværret og forbedret. Den er forværret fordi, at de lavere leverancer fra Rusland har ført til mere end en fordobling af gaspriserne fra et i forvejen ekstremt højt niveau. Og den er forbedret, fordi vi positivt overrasket kan konstatere, at gaslagrene både i Danmark og i Europa som helhed er fortsat med at vokse støt på trods af mindre gas fra Rusland, se figur 1. Det kan ikke mindst tilskrives en stor stigning i importen af flydende LNG naturgas fra USA og Qatar til Europa.

Inden sommerferien beskrev vi, hvordan en brat nedgang i gasforsyningen fra Rusland vil kunne føre til en hurtig og dyb økonomisk nedgang i BNP på flere procentpoint i Danmark og blandt andet også i Tyskland, se [her](#) og [her](#).

Vi vurderer nu, at risikoen for en meget dyb krise som følge af udbredt gasrationering er faldet. Med den aktuelle gastilgang til Danmark og en mærkbar forbrugsnedgang er vi i et udgangspunkt, hvor der er en realistisk mulighed for, at Danmark kan undgå et decideret rationeringsscenario, selv hvis den sidste gas fra Rusland også forsvinder. Men det er en tæt balance. Og en meget kold vinter kan gøre forskellen. Usikkerheden er derfor naturligvis stor.

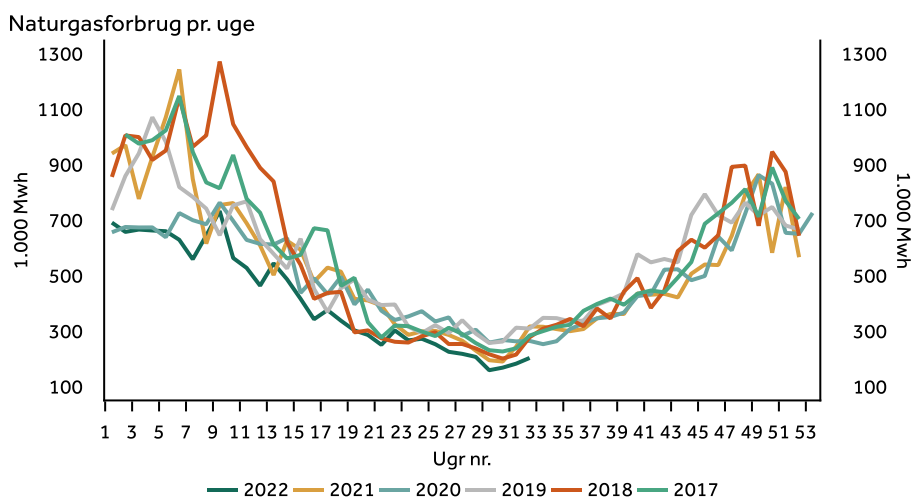
Hvis gastilgangen til Danmark fortsætter på samme niveau som i de seneste uger, vil det frem til ultimo april 2023 give en tilførsel på ca. 15 mio. MWh. Tillagt lagerbeholdningen på 8,5 mio. MWh er det et samlet udbud på 23,5 mio. MWh. Forbrugt af gas hen over samme periode i 2021/2022 var på ca. 20 mio. MWh.

Rationering kan (i hvert fald teoretisk) også blive aktuelt, hvis eksempelvis Tyskland kommer i så stor gasmangel, at ikke bare tyske virksomheder, men også tyske husholdninger mangler gas. Så har EU-landene aftalt at dele gas solidarisk, men der eksisterer ingen rammer for, hvordan sådan en solidaritet skal iværksættes på et gasmarked, der i dag er fuldt kommercielt med frie markeds kræfter.

## Vi sparer på gassen

Når man kan tillade sig at være lidt mindre bekymret for risikoen for et dansk rationeringsscenario end for især de tyske udfordringer, så er det blandt andet, fordi at vi tilsyneladende er gode til at spare på gassen.

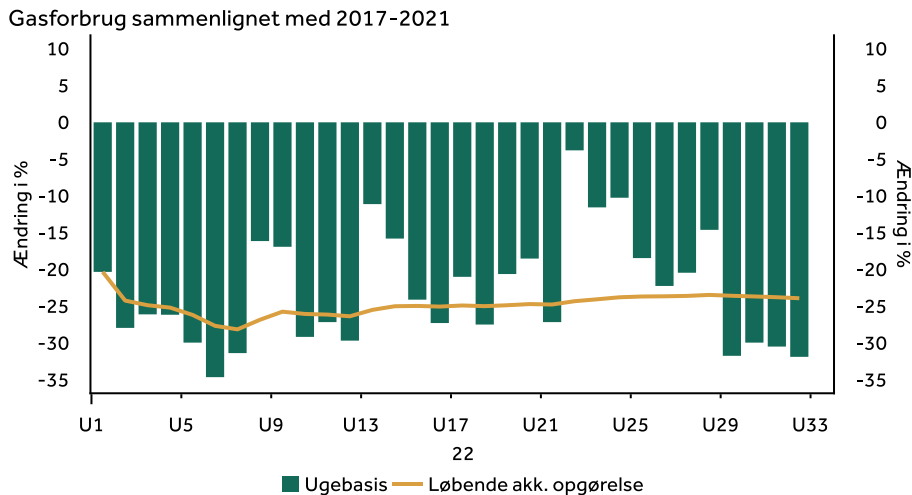
**Figur 2: Der bliver sparet på naturgassen**



Tal fra Energinet viser, at gasforbruget i Danmark i perioden fra årets start og frem til starten af august har været 25 % mindre end det gennemsnitlige forbrug i samme perioder fra 2017-2021, se figur 2 og 3. En relativt mild vinter gav gode muligheder for at spare, men også efterfølgende har forbruget været lavere end normalt.

Frem til starten af august er der i 2022 i Danmark brugt ca. 4 mio. MWh mindre naturgas end i samme periode i 2021. Det er den primære årsag til, at lagerbeholdning af naturgas er større nu end på samme tidspunkt sidste år, selvom niveauet i januar var lavere end i januar 2021.

**Figur 3: Naturgasforbruget er reduceret med 20-30 %**

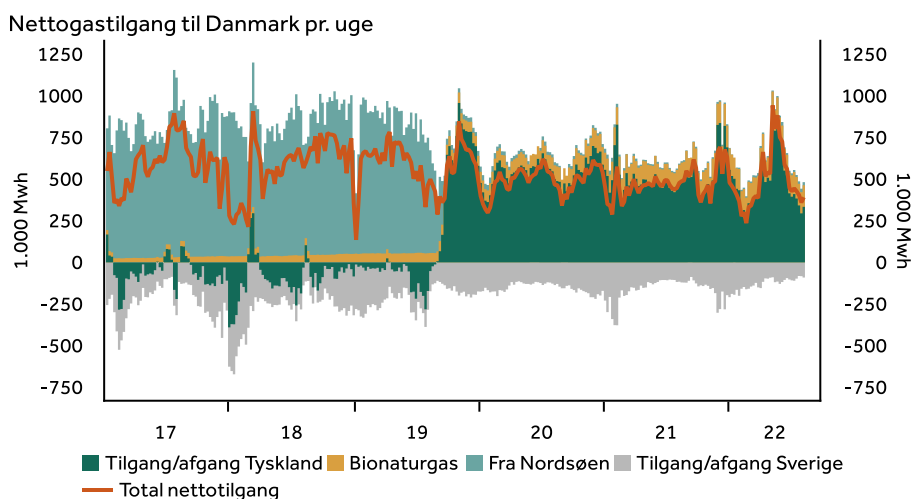


Kilde: Macrobond, Energinet og Jyske Bank

### Tilstrømningen er indtil videre nogenlunde intakt

Men opbygningen af lagerbeholdningen har samtidig kun kunnet lade sig gøre, fordi at tilgangen af gas til Danmark indtil videre har været nogenlunde intakt. I de seneste uger har nettotilgangen været på ca. 400.000 MWh pr. uge, se figur 4.

**Figur 4: Hovedparten af dansk gasforsyning kommer via Tyskland**



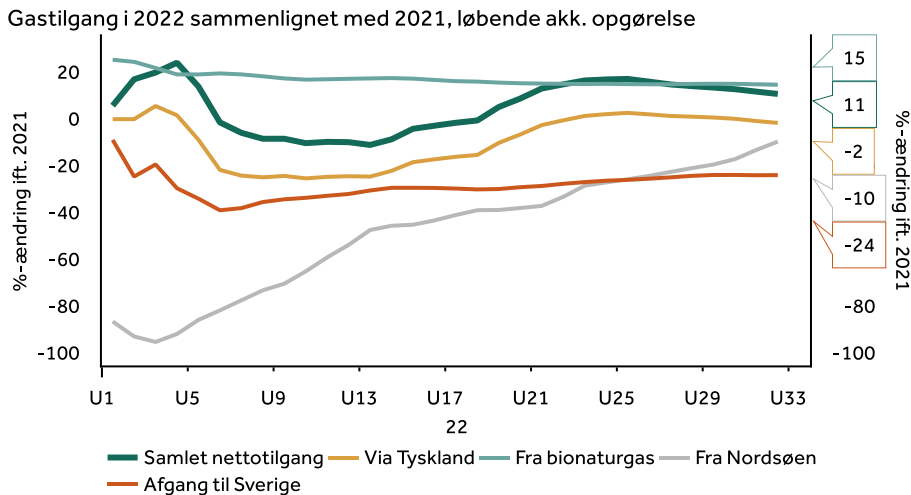
Kilde: Macrobond, Energinet og Jyske Bank

Langt størstedelen af gassen til Danmark i 2022 er kommet ind via Tyskland (78 %). Herudover kommer den indenlandske produktion af opgraderet biogas (20 %) og en lille tilgang fra udvinding i Nordsøen (2 %). Af den samlede bruttotilgang er 21 % sendt videre til Sverige, der får gas via Danmark.

Samlet har nettotilgangen af gas til Danmark indtil videre i 2022 været 1,5 mio. MWh større end i samme periode i 2021, hvilket svarer til en stigning på 11 %, se

figur 5. Det dækker over et ekstra bidrag fra den opgraderede biogas på 0,5 mio. MWh og en nedgang i flowet til Sverige på godt 1 mio. MWh. Det store flow fra Tyskland er stort set uændret for året som helhed, men er dog faldet på det seneste.

**Figur 5: Nettogasforsyningen til DK er steget 11 % ift. 2021**



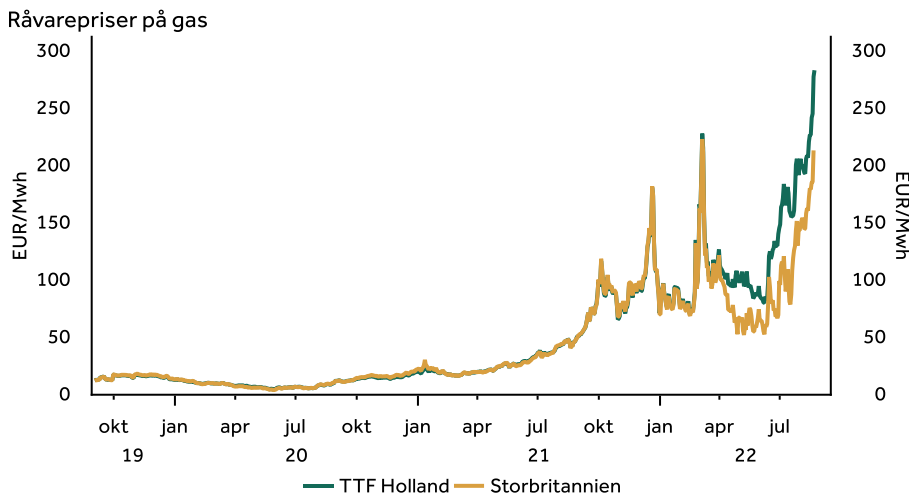
Genåbningen af det danske Tyra-felt i Nordsøen er for nyligt udskudt fra sommeren 2023 til formentlig starten af 2024. Det er klart, at den danske forsyningsikkerhed som udgangspunkt havde været væsentligt forbedret, hvis Tyra var aktiv. Et plaster på såret er det dog, at Danmark får en ny kilde til gas, når Baltic Pipe forbindelsen fra Norge og ned igennem Danmark og videre til Polen åbner omkring årsskiftet.

### Inflation på 10 % vil udløse en konjunkturedgang

Selvom vi måske undgår et egentligt rationeringsscenarie, så har den europæiske gaskrise allerede nu en væsentlig negativ påvirkning på dansk økonomi via markant højere priser. Råvareprisen på gas er som nævnt mere end fordoblet siden juni, og stigningerne vil blive overvæltet på forbrugerne og virksomhederne, se figur 6 og 7.

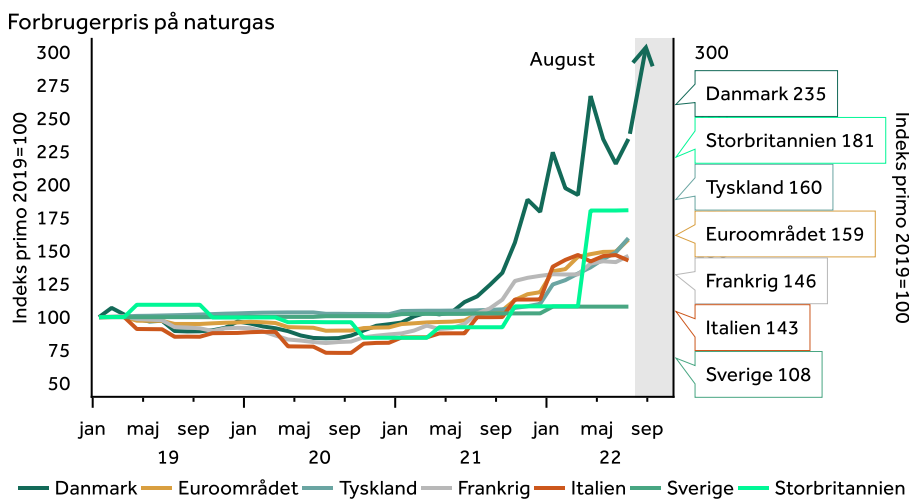
Pristigningerne på gas er samtidig med til at sende elpriserne op, fordi gas bliver brugt i en del af elproduktionen. Inflationen i Danmark var 8,7 % i juli. Heraf kan 1,2 %-point tilskrives elpriser, mens knap 0,5 % skyldes højere gaspriser. De bidrag vil stige yderligere i august og september, hvilket kan sende inflationen i Danmark op omkring 10 %. Danskernes købekraft vil dermed blive yderligere forværret, og derfor forventer vi, at vi ser starten på en konjunkturedgang i de kommende måneder.

Det er værd at bemærke, at gennemslaget fra råvareprisen på gas til forbrugerprisen på gas har været betydeligt større i Danmark end i mange andre lande. I juli var forbrugerprisen i Danmark steget 135 % i forhold til et normalt niveau fra januar 2019. Men i Tyskland var stigningen kun 60 % og i Sverige 8 %, selvom forsyningselskaberne i begge lande i store træk indkøber til samme råvarepriser som i Danmark. Forskellen kan blandt andet skyldes fastprisaftaler for forbrugerne og offentlig prisregulering, men vi mangler gode konkrete forklaringer.

**Figur 6: Råvareprisen på gas er skudt endnu mere i vejret**

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Normalt ligger råvarepriserne på gas meget tæt på hinanden hen over Europa. Men i den nye situation, hvor gassen nu i højere grad skal flyde fra vest mod øst, og ikke den anden vej som tidligere, så er gassen blevet dyrere i Holland, Tyskland og Danmark end i eksempelvis Storbritannien, se figur 6. Det skyldes, at man i Storbritannien har lettere adgang til gas fra Norge og til LNG gas via havnene, samtidig med at gasinfrastrukturen i Europa ikke er bygget til at sende gas fra vest mod øst, hvilket giver fysiske begrænsninger på mængden af gas, der kan flyttes.

**Figur 7: Dansk forbrugerpris på gas er steget mere end i andre lande**

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Netop fysiske begrænsninger i gasdistributionen betyder også, at det muligvis ville have mærkbar effekt på råvareprisen på gas i Danmark, hvis Tyra-feltet var aktivt, og Danmark dermed havde nem og kort adgang til meget store gasmængder.

## 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.

### 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. Analyser er ikke blevet forelagt udstederen forud for offentliggørelse (medmindre andet er angivet).

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

<https://jyskebank.com/da/investinfo>

### Opdatering af analysen

Analyser, anbefalinger og ad hoc publikationer opdateres ikke. I stedet offentliggøres en ny publikation, når og hvis Jyske Bank finder det nødvendigt. Se forsiden for dato for analysens første offentliggørelse.

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

### Risiko

Investering kan være 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. Handles værdipapirer i en anden valuta end investors base valuta, påtager investor sig en valuta-kursrisiko.

### 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.