



## Nord Stream 2 – in der neuen Gaswelt überwiegen die Vorteile

24. Mai 2018

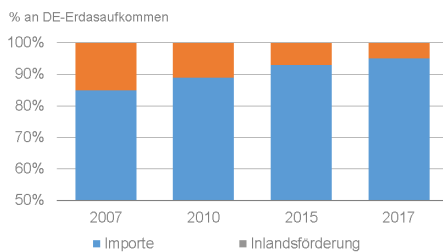
Autor  
Josef Auer  
+49(69)910-31878  
josef.auer@db.com

www.dbresearch.de

Deutsche Bank Research Management  
Stefan Schneider



### Deutschlands Gasbedarf: Importe immer wichtiger



Quelle: BDEW

Der soeben gestartete Bau des dritten und vierten Pipelinestrangs für russische Gaslieferungen durch die Ostsee nach Greifswald/Deutschland, unter dem Terminus „Nord Stream 2“ bekannt, verdoppelt die bisherige Transitzkapazität von Nord Stream 1. Noch immer ist das Projekt äußerst umstritten, gilt als möglicher Spaltpilz in Europa, findet Ablehnung seitens der USA und stellt eine ernste Herausforderung für das Zieldreieck der Energie-, Umwelt- und Sicherheitspolitik dar. Der sich – auch aufgrund deutscher Initiative – abzeichnende Weitertransport russischer Gasmengen nach Auslaufen der Altverträge 2019 durch die Ukraine ist ein Fortschritt, der die Akzeptanz von Nord Stream 2 fördern könnte. Angesichts der zuletzt neuformierten globalen Gashandelswelt läge das im Interesse (fast) aller Beteiligten.

Auf den ersten Blick sind die Hauptprofiteure von Nord Stream 2 der Anteilseigner, die russische Gazprom, sowie die fünf westlichen Finanzinvestoren Engie, OMV, Shell, Uniper und Wintershall. Jenseits politischer Erwägungen sind die Ostseepipelines die russische Antwort auf Konflikte mit den bisherigen Transitländern, insbesondere, aber nicht nur der Ukraine, die im Kern aus den unterschiedlichen Vorstellungen bezüglich der Höhe der Transitgebühren resultiert. Ohne Zweifel ermöglicht Nord Stream 2 künftig Kosteneinsparungen im Gastransport und verbessert insofern die Bilanz des Lieferanten. Im Lichte der zuletzt wieder stark gestiegenen Ölpreise wäre die früher übliche Ölpreisindexierung für Russland heute sehr ertragreich und verbesserte die Bilanz noch mehr.

Aber aufgrund der europäischen Gasmarktliberalisierung sowie der dank verflüssigtem Erdgas (LNG) mittlerweile weltweit zusammengewachsenen Regionalmärkte (also neben Europa insbesondere auch Asien, Australien und Amerika) kann die russische Seite heute nur noch Marktpreise realisieren. Sollten in der neuen globalen Gaswelt die Marktpreise für Gas, deren Grenzpreis letztlich vom Wettbewerb um die Endkunden resultiert, irgendwann sehr niedrig liegen, wären die Nord Stream 2-Investoren die Hauptbetroffenen; sie tragen damit mehr Risiko als in den alten Gaszeiten.

Im Nord Stream 2-Kontext wird oft übersehen, dass Russland seit einigen Jahren selbst auf mehr Wettbewerb und Diversifizierung im Gasvertrieb setzt. Dazu ist Nord Stream 2 nur ein Baustein. Russland weicht immer mehr das Exportmonopol der Gazprom auf. Dank des Aufbaus einer leistungsfähigen Flüssigerdgasinfrastruktur, der Fertigung selbst für arktische Gebiete geeigneter LNG-Tanker sowie der Erlaubnis für den heimischen Wettbewerber Novatek LNG von der sibirischen Yamal-Halbinsel am Polarmeer zu exportieren, entsteht mehr



## Nord Stream 2 – in der neuen Gaswelt überwiegen die Vorteile

---

Wettbewerb und – so die Hoffnung – auch Effizienz in der russischen Gaswirtschaft.

Die Meldung, dass Russland auch künftig die Ukraine als Transitland nutzt, relativiert sich etwas, wenn man die normative Kraft des Faktischen stärker gewichtet. Die Kapazitäten von Nord Stream 1 und 2 reichen keineswegs aus, einen bis zuletzt drohenden Totalausfall der Ukraine zu kompensieren. Eine Rolle spielen auch die reichlichen Gasspeichervorkommen in der Ukraine. Deren Weiternutzung wäre im Extremfall gefährdet, sie sind aber für das Management des Spitzenbedarfs bzw. -transits im Winter in Europa bis dato unverzichtbar.

Projektgegner (u.a. das Gaslieferland Norwegen und die neben der Ukraine ebenfalls wichtigen osteuropäischen Transitländer Polen, die Slowakei sowie die baltischen Staaten) behaupten, dass Nord Stream 2 die Versorgungssicherheit mindert. Tatsächlich ist wohl das Gegenteil der Fall: Bereits seit mehr als 40 Jahren liefert Russland unterbrechungsfrei Gas nach Westeuropa. Dies also bereits zu Zeiten des Eisernen Vorhangs, die zeitweise ähnlich unterkühlt waren wie jetzt angesichts des EU/USA-Russland-Konflikts rund um die Krim. Da der neue Gastransport nur noch wenige Länder tangiert, ist er noch sicherer als in der jüngsten Vergangenheit.

Nord Stream 2 führt nicht zu der mancherorts befürchteten Gasmarktteilung zwischen Ost- und Westeuropa. Von Greifswald aus können mit Fertigstellung der EUGAL 2020 bis zu 50 Mrd. Kubikmeter Gas über Tschechien Richtung Osten verteilt werden, was dort die Sicherheit steigert. Hinzu kommt, dass sich in Europa infolge künftig absehbar sinkender heimischer Gasproduktion (u.a. in den Niederlanden) eine Versorgungslücke auftut. Die großen russischen Gasvorkommen und die Pipes sind bestens geeignet, einen signifikanten Beitrag zur Schließung dieser Lücke zu leisten.

Das mancherorts bemühte Wettbewerbsargument des Entstehens von zu viel russischer Marktmacht überzeugt angesichts der aus Wettbewerbssicht mittlerweile notwendigen Neudefinition des relevanten Marktes nicht mehr. Alle namhaften Energieinstitute (z.B. die IEA) prognostizieren global steigende Gasmenngen und -anteile in den kommenden Dekaden, und dies aus sehr unterschiedlichen Regionen. Weltweit gibt es bereits 19 LNG-Exportländer. So differente Adressen wie Katar, Indonesien, das immer wichtiger werdende Australien und neuerdings die USA balancieren die Weltgasmärkte aus und steigern die Versorgungssicherheit.

Nicht nur in Deutschland wird Erdgas aufgrund der zuletzt enttäuschenden Klimabilanz als Brückenenergie immer beliebter. Selbst China setzt verstärkt auf Gas und tätigt enorme Investitionen für seine Energietransformation weg von der Kohle. 2017 stiegen Chinas LNG-Importe um 46%. Europa sollte froh sein, dank der Ostseepipelines etwas weniger dem scharfen Wettbewerb seitens der energiehungrigen asiatischen Wachstumsländer ausgesetzt zu sein.



## Nord Stream 2 – in der neuen Gaswelt überwiegen die Vorteile

---

Gelegentlich wird argumentiert, die USA verfolgten mit der Ablehnung von Nord Stream 2 nicht die Stabilisierung der Ukraine, sondern unterstützten die wirtschaftlichen Interessen der US-Gaswirtschaft. Der Verzicht auf die Pipeline, so die Argumentationslinie, führe zu höheren Gaspreisen in Europa. Dies würde die US-Gaswirtschaft gleich doppelt begünstigen: Erstens durch die höheren LNG-Exporteinnahmen in Europa, zweitens dadurch, dass Mengen vom reichlich versorgten US-Gasmarkt fern blieben und damit höhere heimische Preise erzielbar wären. Richtig daran ist sicherlich, dass die USA ihre Energiepolitik neu justieren, sich als Energiesupermacht und künftig auch Netto-Energieexporteur sehen. Der neue Weltgasmarkt hat aber eigene Gesetze. Impulsgeber für künftige US-LNG-Lieferungen nach Europa werden deshalb nicht Russlandsanktionen bzw. der Verzicht auf Nord Stream 2 sein, sondern die für jeden ehrbaren Kaufmann geltenden Gesetze der Ökonomie. Die in den letzten Jahren massiv aufgebaute LNG-US-Exportinfrastruktur wird künftig immer dann für Europalieferungen genutzt werden, wenn die Preis-Spreads zwischen den europäischen Handelsmärkten (z.B. TTF, NBP) und dem amerikanischen Henry Hub eine akzeptable Rendite (freilich inklusive der Kosten für Verflüssigung, Ferntransport und Regasifizierung) ermöglichen.

Dank der sich abzeichnenden Weiternutzung ukrainischer Transitrouten für russisches Gas, die immer eine deutsche Bedingung für Nord Stream 2 war, landen künftig noch mehr Liefermengen in Europa als 2017, das das neue Spitzenjahr für russische Gasexporte nach Europa war. Große bzw. steigende Mengen sorgen für Margendruck im europäischen Gashandel. Davon wiederum sollten die typischen Gasabnehmer – also die Verbraucher, Industriekunden und Gaskraftwerksbetreiber – begünstigt werden. Für all jene, die Gas als Übergangsenergie nicht ganz grundsätzlich ablehnen, sollte dies eine gute Nachricht sein. Es bleibt zu wünschen, dass Russland sich künftig wieder in die Staatengemeinschaft einfindet. Die gestiegene Flexibilität im Gaskonflikt setzt ein erstes Zeichen der Hoffnung.



## Nord Stream 2 – in der neuen Gaswelt überwiegen die Vorteile

---

© Copyright 2018. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.