



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

18. August 2022

Deutschland und seine Energieversorgung: Der perfekte Sturm

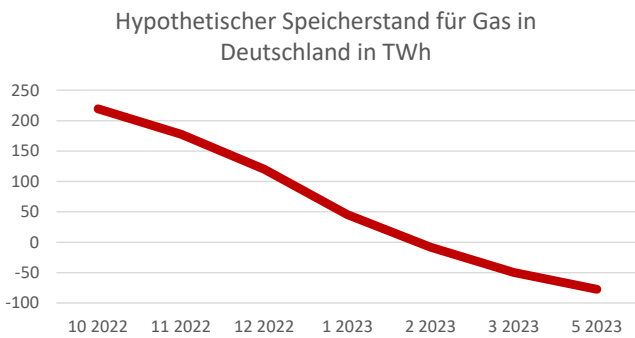
Wer zu Beginn des Jahres den Suchbegriff „Energiekrise“ bei Google eingab, wurde auf die Energiekrisen der 70er Jahre verwiesen. Das ist inzwischen anders. Vermutlich keiner hätte sich zum Jahreswechsel vorstellen können, dass Deutschland und auch Teile Europas in eine veritable neue Krise hineinschlittern, die von den Ausmaßen und Problemen das übertrifft, was wir in den 70er Jahren erlebt haben. Und dabei waren schon die beiden Krisen der 70er Jahre nicht ganz ohne Dramatik und haben sich in das kollektive Gedächtnis der älteren Generation eingebrannt. Auch der Autor dieser Zeilen erinnert sich, als kleiner Junge an einem autofreien Sonntag mit dem Vater den langen Fußweg zur Oma angetreten zu haben – über gespenstisch leere Straßen und die Autobahn. Auslöser für die damalige Krise war der Angriff Ägyptens und Syriens auf Israel, der zum sog. Jom-Kippur-Krieg führte. Als Folge kam es im arabischen Raum zu einer dramatischen Reduktion der Ölfördermenge mit entsprechenden Folgen für die europäische Ölversorgung.

Wie sich die Zeiten doch ähneln. Damals stürzte ein Krieg gegen Israel Europa in eine kritische Energieknappheit, nun ist es der Krieg Russlands gegen die Ukraine. Doch während damals nur das Öl knapp wurde, gilt dies jetzt (in unterschiedlicher Ausprägung) auch für Gas, Kohle und sogar Uran-Brennstäbe. Hätte der leider gerade verstorbene große Regisseur Wolfgang Petersen nach einer Inspiration für einen neuen Katastrophenfilm gesucht, wäre die aktuelle Gemengelage dafür durchaus geeignet gewesen. Nun sollte man den Teufel natürlich nicht an die Wand malen; gerade die letzten Monate ha-

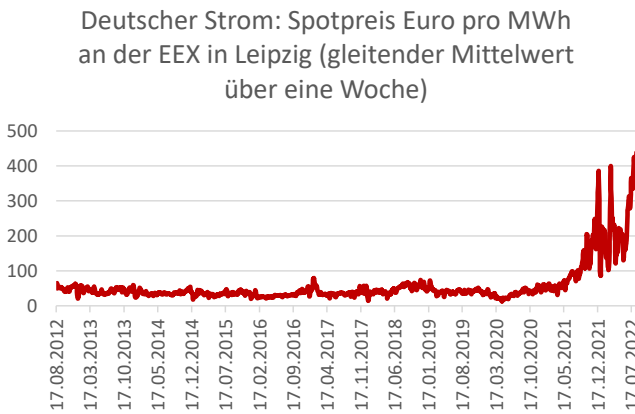
ben eindrucksvoll bewiesen, wie gerade marktwirtschaftliche Wirtschaftssysteme auf fast bewundernswerte Weise mit Herausforderungen und Knappheiten umgehen können. Niemals sollte man unterschätzen, wie resilient (um mal ein Modewort zu nutzen) frei agierende Unternehmen sein können, auch wenn ihnen der Wind direkt in das Gesicht bläst. Nur Schönreden sollte man die Situation auch nicht. Es ist ein wenig wie bei Menschen. Ein gut trainierter Mensch mag eine Erkrankung wegstecken, eine zweite vielleicht auch noch, aber irgendwann wird es dann doch zu viel, vor allem wenn alles gleichzeitig passiert. Und genau das ist das Problem. Fangen wir an mit dem Gas. Europa hat es auf erstaunliche Art geschafft, den Gasfluss aus Norwegen zu erhöhen und den Import von LNG deutlich auszuweiten. Trotzdem könnte es aus deutscher Sicht im kommenden Winter sehr eng werden. Wir haben dazu einmal selbst nachgerechnet. Deutschland ist in der glücklichen Lage, über gewaltige Gasspeicher zu verfügen. Die brauchen wir allerdings auch, da selbst zu normalen Zeiten der Gasfluss nicht ausreicht, den hohen Gasbedarf im Winter abzudecken. Und wir erleben derzeit wahrlich keine normalen Zeiten. Wir haben berechnet, was mit dem Speicherstand der deutschen Gasspeicher passiert, wenn folgende Prämissen eingehalten werden: (1) Der Gasverbrauch folgt exakt dem saisonalen Muster der letzten Jahre, (2) der Gasimport wird auf dem ganz aktuellen Niveau gehalten, (3) die Gasexporte entsprechen dem Umfang der letzten Jahre und (4) es gelingt, die Speicher vor Beginn der Heizsaison nahezu vollständig zu füllen. Unter diesen Prämissen zeigt unsere Rechnung (siehe Gra-

Konjunktur und Strategie

fik), dass das Gas in den Speichern im Februar die Nullgrenze erreicht und damit die Gasversorgung in Deutschland zusammenbrechen würde. Soweit muss es natürlich nicht kommen; es existieren einige Stellschrauben, die das verhindern würden. Die vielleicht wichtigste Stellschraube sind die erheblichen deutschen Gasexporte. Könnten diese gedrosselt werden, würde das Gas in den Speichern nicht schon im Februar auf Null fallen. Gleichzeitig kann Gas eingespart und der Import über LNG weiter erhöht werden. In dieser Kombination könnte es gelingen, das Schlimmste zu verhindern.



Dummerweise sind damit noch nicht alle Probleme gelöst – eine nächste kritische Situation bahnt sich in der Stromversorgung an. Ablesbar ist das an der schon fast absurden Steigerung der Strompreise in Deutschland und anderer europäischer Länder. Der aktuelle Spotpreis für Strom an der EEX in Leipzig liegt in etwa auf dem zehnfachen (!) Niveau des Durchschnitts der Jahre 2012-2021.



Die Gründe für diese fast unglaubliche Preisexplosion sind vielschichtig. Ein dominanter Grund ist sicher die bevorstehende Gasknappheit, jedoch würde es zu kurz greifen, wenn man sich bei den Erklärungen darauf beschränken würde. So liegt in Frankreich derzeit eine Sonder-situation vor: viele Kernkraftwerke befinden sich in der Wartung, so dass Frankreich nicht wie sonst gewohnt Strom nach Deutschland exportieren kann. Denn zur

Wahrheit gehört auch, dass der fehlende deutsche Atomstrom für die Grundlast normalerweise zu einem Teil durch Atomstromimporte aus Frankreich ersetzt wird, wobei die französischen Brennelemente zu allem Überfluss primär mit russischem Uran arbeiten – hier bahnt sich eine weitere potenzielle Knappheit an. Zudem ist durch die geringen Niederschläge das Wasserkraftpotenzial beschränkt, und das Niedrigwasser auf dem Rhein behindert die Belieferung von Kohlekraftwerken mit Kohle. Und wo wir gerade von Kohle sprechen: Seit einigen Tagen wird keine russische Kohle mehr nach Europa importiert, so dass auch hier latente Engpässe bestehen. Zwar lässt sich Kohle deutlich leichter ersetzen als Gas, jedoch müssen auch diese Lieferströme zunächst einmal etabliert werden, zumal der deutsche Bedarf an Kohle steigen wird – schließlich muss die im kommenden Jahr vermutlich nicht mehr verfügbare Atomkraft in Deutschland durch Kohle ersetzt werden, da Gas als Substitut zunächst ausfallen dürfte. Außerdem darf nicht vergessen werden, dass in den kommenden Jahren der Strombedarf nochmal deutlich steigen wird; die Stichwörter sind hier Elektroautos, Wärmepumpen, Elektroöfen, Wasserstoff und Industrieprozesse. Ein Mehrbedarf an Kohle ist hier fast zwangsläufig vorprogrammiert. Und als wenn das nicht genug wäre, ist auch beim Thema Diesel und Heizöl ein kritischer Blick angebracht. Bisher war Russland ein wichtiger Lieferant für fertig raffiniertes Diesel und Heizöl. Nun könnte man argumentieren, dass dies doch kein größeres Problem sein sollte, da man ja selbst in verstärktem Umfang Rohöl zu Diesel und Heizöl raffinieren könne. Das ist aber kaum möglich, denn die deutschen Raffinerien sind schon jetzt so ausgerichtet, dass sie die technisch maximal mögliche Menge an Diesel und Heizöl produzieren. Mehr geht chemisch und physikalisch bedingt nicht mit den bestehenden Kapazitäten. Nicht hilfreich ist sicher auch die Tatsache, dass die Eigentumsverhältnisse der deutschen Raffinerien pikant sind. Knapp 12% des deutschen Raffineriepotenzials liegt in russischer Hand, wobei eine besonders wichtige Raffinerie zu allem Überfluss fast ausschließlich Zugang zu russischem Öl hat und damit nicht mehr produzieren kann, selbst wenn sie wollte. Wie man es auch dreht und wendet – seit dem Ende des zweiten Weltkrieges hat es in Deutschland zu keinem Zeitpunkt eine so angespannte Versorgungslage im Energiebereich gegeben. Es ist ein wenig verwunderlich, wie entspannt die Öffentlichkeit mit dieser Situation umgeht. Und selbst wenn alles noch gerade so eben gut geht – die Inflation wird auf jeden Fall weiterhin sehr hoch bleiben.

Marktdaten

	Stand 18.08.2022 16:15	Veränderung zum					
		29.07.2022 -1 Woche	04.07.2022 -1 Monat	04.05.2022 -3 Monate	04.08.2021 -12 Monate	23.02.2022 Kriegsbeginn	31.12.2021 YTD
Aktienmärkte							
Dow Jones	33887	3,2%	9,0%	-0,5%	-2,6%	2,3%	-6,7%
S&P 500	4265	3,3%	11,5%	-0,8%	-3,1%	0,9%	-10,5%
Nasdaq	12885	4,0%	15,8%	-0,6%	-12,8%	-1,2%	-17,6%
Russell 2000	1985	5,3%	14,9%	1,8%	-9,6%	2,1%	-11,6%
DAX	13676	1,4%	7,1%	-2,1%	-12,9%	-6,5%	-13,9%
MDAX	27519	0,6%	7,9%	-7,3%	-22,5%	-13,7%	-21,7%
TecDAX	3127	0,1%	8,5%	2,0%	-16,9%	-0,4%	-20,2%
EuroStoxx 50	3764	1,5%	9,0%	1,0%	-9,2%	-5,3%	-12,4%
Stoxx 50	3677	0,4%	5,9%	0,7%	2,1%	0,5%	-3,7%
SMI (Swiss Market Index)	11155	0,1%	2,5%	-6,1%	-8,4%	-6,6%	-13,4%
FTSE 100	7526	1,4%	4,1%	0,4%	5,6%	0,4%	1,9%
Nikkei 225	28942	4,1%	10,7%	7,9%	4,9%	9,4%	0,5%
Brasilien BOVESPA	113685	10,2%	15,3%	4,9%	-6,7%	1,5%	8,5%
Russland RTS	1155	2,3%	-7,5%	3,7%	-29,6%	-4,0%	-27,6%
Indien BSE 30	60298	4,7%	13,3%	8,3%	10,9%	5,4%	3,5%
China CSI 300	4180	0,2%	-7,0%	4,1%	-16,0%	-9,6%	-15,4%
MSCI Welt	2823	2,8%	9,9%	-1,5%	-8,5%	-3,0%	-12,7%
MSCI Welt SRI	2688	0,6%	8,7%	-3,4%	-9,4%	-4,6%	-17,0%
MSCI Emerging Markets	1016	2,2%	2,3%	-4,5%	-22,1%	-15,8%	-17,6%
Zinsen und Rentenmärkte							
Bund-Future	154,12	-352	501	94	-2282	-1187	-1725
Bobl-Future	125,97	-190	154	-98	-947	-501	-727
Schatz-Future	109,51	-63	27	-62	-287	-219	-252
3 Monats Euribor	0,35	44	93	94	89	88	94
3M Euribor Future, Dez 2022	1,25	14	18	0	179	1	2
3 Monats \$ Libor	2,83	4	51	143	271	233	262
Fed Funds Future, Dez 2022	3,41	17	15	0	333	2	3
10-jährige US Treasuries	2,85	21	-7	-7	166	86	135
10-jährige Bunds	1,08	31	-26	10	161	88	126
10-jährige Staatsanl. Japan	0,19	7	-3	-4	19	0	12
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,50	6	-43	-37	91	21	63
US Treas 10Y Performance	631,40	-0,3%	2,3%	3,3%	-11,2%	-5,6%	-9,6%
Bund 10Y Performance	611,62	0,2%	5,8%	2,4%	-10,6%	-4,3%	-7,7%
REX Performance Index	460,46	-1,7%	0,7%	-0,2%	-7,8%	-4,2%	-6,2%
IBOXX AA, €	1,81	0	-77	-7	172	73	133
IBOXX BBB, €	2,96	-3	-88	21	251	122	208
ML US High Yield	7,62	-9	-129	39	293	177	272
Wandelanleihen Exane 25	6748	0,0%	8,8%	-5,2%	-19,1%	-10,5%	-17,6%
Rohstoffmärkte							
S&P Commodity Spot Index	649,47	-6,2%	-9,8%	-15,8%	24,4%	-1,4%	15,7%
MG Base Metal Index	387,43	-1,2%	-2,6%	-20,1%	-11,5%	-22,0%	-16,0%
Rohöl Brent	95,51	-13,2%	-16,2%	-13,4%	35,4%	-1,5%	21,8%
Gold	1765,09	0,0%	-2,4%	-5,5%	-2,4%	-7,4%	-3,1%
Silber	20,15	-0,5%	1,5%	-11,2%	-20,8%	-17,8%	-13,4%
Aluminium	2408,26	-3,8%	-1,8%	-17,5%	-6,0%	-27,5%	-14,2%
Kupfer	7720,20	-2,7%	-3,5%	-18,5%	-18,3%	-22,1%	-20,7%
Eisenerz	105,51	-1,6%	-7,8%	-26,2%	-42,2%	-26,2%	-6,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	1394	-26,4%	-35,4%	-43,9%	-58,0%	-37,9%	-37,1%
Devisenmärkte							
EUR/ USD	1,0126	-0,7%	-3,1%	-3,8%	-14,6%	-10,7%	-10,6%
EUR/ GBP	0,8432	0,6%	-2,0%	-0,1%	-1,0%	1,0%	0,4%
EUR/ JPY	136,78	0,3%	-3,3%	0,0%	5,8%	4,7%	4,9%
EUR/ CHF	0,9659	-0,9%	-3,8%	-6,4%	-10,0%	-7,4%	-6,5%
USD/ CNY	6,7875	0,6%	1,3%	2,7%	5,0%	7,5%	6,8%
USD/ JPY	132,87	-0,3%	-2,1%	2,9%	21,4%	15,5%	15,4%
USD/ GBP	0,8330	1,4%	0,9%	4,1%	15,9%	12,9%	12,8%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49403282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Mark Simon Landt
+49 40 3282-2988
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.