

CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig
Chief Investment Officer ODDO BHF AG



01. April 2022

ÖKONOMEN-STREIT: WELCHE FOLGEN HAT EIN DEUTSCHES EMBARGO FÜR RUSSISCHE ENERGIE?

In den letzten zwei Jahren wurden die Märkte gleich von zwei schwerwiegenden Krisen getroffen: der COVID-Pandemie, die im Dezember 2019 ihren Anfang nahm, und dem völkerrechtswidrigen Überfall Putins auf die Ukraine am 24. Februar 2022. Zudem ist die Inflation zuletzt mit 7,9% in den USA und 5,9% in der Eurozone auf ein Niveau gestiegen, das wir seit den 1980er Jahren nicht mehr erlebt haben. Vor diesem Hintergrund diskutieren Ökonomen derzeit, welche Effekte ein Embargo für russische Gas-, Öl- und Kohle-Lieferungen auf Deutschland haben könnte.

Nun liegt mit der Studie von *Bachmann et al. (2022)* eine erste ökonomische Einschätzung der Folgen eines Energieembargos für Deutschland vor. Die neun Autoren dieser Studie schätzen, dass ein Stopp russischer Energieimporte zu einem Rückgang des deutschen Bruttoinlandsproduktes in Höhe von 0,5% bis 3% führen würde. Der Rückgang des Bruttoinlandsproduktes während der Pandemie im Jahr 2020 sei hierzulande mit 4,5% höher gewesen. In einer Ad-hoc Stellungnahme vom 8. März 2022, an der unter anderem Veronika Grimm mitgewirkt hat, die dem Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung angehört, kommt die *Leopoldina (2022)* zum gleichen Schluss wie *Bachmann et al. (2022)*: Ein kurzfristiger Lieferstopp von russischem Gas sei beherrschbar für die deutsche Volkswirtschaft.

Zunächst zu den Fakten: Das Statistische Bundesamt (*Destatis*) hat am 24. Februar 2022 berichtet, dass Deutschland im Jahr 2021 Güter im Wert von 33,1 Mrd. Euro aus Russland eingeführt hat – bei Exporten nach Russland in Höhe von 26,6 Mrd. EUR. Der größte Teil dieser Importe bestand aus Einfuhren von Öl und Gas (19,4 Mrd. EUR), Metallen (4,5 Mrd. EUR), Koks und raffiniertem Erdöl (2,8 Mrd. EUR) und Kohle (2,2 Mrd. EUR). Relativ zum deutschen Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2021 in Höhe von 3570 Mrd. EUR sind die Importe aus Russland in Höhe von 33 Mrd. EUR relativ gering (alle Daten: *Destatis*). Blickt man hingegen auf die Anteile der einzelnen Energieträger, die Deutschland aus Russland bezieht, dann kommt man zu dem Schluss, dass sich Deutschland in eine große Abhängigkeit zu Russland begeben hat: Deutschland bezog 55% des Erdgases im Jahr 2020 sowie 34% des Öls und 26% der Kohle im Jahr 2021 aus Russland (*Bachmann et al., 2022*).

Gute Volkswirtschaftslehre zeichnet sich dadurch aus, dass Wirkungszusammenhänge beschrieben werden. Unstrittig zwischen Ökonomen ist, dass wir es derzeit mit einem Angebotsschock infolge stark steigender Rohstoffpreise zu tun haben, der wie folgt wirkt: Die steigenden Rohstoffpreise führen, erstens, zu einem sprunghaften Anstieg der Inflation. Der Anstieg der Inflation wirkt, zweitens, wie eine „Ölsteuer“: Wer mehr an der Zapfsäule ausgibt, hat weniger Geld für den Kauf anderer Güter und Dienstleistungen verfügbar. Die hohe Inflation führt, drittens, früher oder später zu steigenden Zinsen. In den USA werden die Zinsen dieses Jahr vermutlich fünf bis sieben Mal angehoben. Steigende Zinsen führen, viertens, zu niedrigeren Investitionen und einer Wachstumsverlangsamung. Infolge eines Angebotsschocks steigt, fünftens, die Unsicherheit in der Wirtschaft, beispielsweise infolge steigender Inputkosten, Lieferkettenproblemen oder steigenden Kreditausfällen.

Eine mögliche weitere Folge ist, sechstens, eine Lohn-Preis-Spirale, wenn die Gewerkschaften einen Ausgleich für die steigende Inflation in Form höherer Löhne durchsetzen können. Während früher die Diskussion von Wirkungszusammenhänge im Vordergrund ökonomischer Analysen stand, versuchen Ökonomen heute anhand mathematischer Modelle, die Effekte politischer Maßnahmen wie einem Energieembargo möglichst präzise zu schätzen. Bachmann et al. (2022) nutzen drei Modelle, um zu analysieren, wie sich ein Angebotsschock infolge eines Embargos für russische Energieimporte auf die deutsche Volkswirtschaft auswirken könnte. Die Studie ist grundsätzlich zu begrüßen, da sie detailliert die Handelsbeziehungen vieler Länder und die Input-Output-Struktur auf Sektorebene berücksichtigt. Die Elastizität der Substitution von Inputfaktoren und Zwischenprodukten könnte in Krisenzeiten freilich weitaus niedriger sein, als die Autoren annehmen. Zudem hat ein Angebotsschock – wie oben ausgeführt – zahlreiche weitere Folgen, die die Studie bestenfalls unvollständig erfasst. Bachmann et al. (2022) gehen wenig realitätsnah davon aus, dass Nachfrageeffekte vollständig durch staatliches Handeln kompensiert werden und Zweitrundeneffekte ausbleiben. Realistische Szenarioanalysen, wie sich ein sprunghafter Anstieg der Preise auf das Nachfrageverhalten auswirken könnte, unterbleiben.

Es erstaunt, dass die Autoren in der Tabelle 2 ihrer Studie fast punktgenau für ihr erstes Modell einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von nur 0,2 bis 0,3%, für ihr zweites Modell einen Rückgang von 1,3% und für das dritte Modell einen Rückgang von 2,2% infolge eines Embargos angeben. Die Tabelle suggeriert eine Präzision mathematischer Modelle, die angesichts der Unsicherheit – die die Autoren ja im Text selbst einräumen – unangemessen erscheint. Der Nobelpreisträger William F. Sharpe hat ausgeführt, dass man bei sehr unsicheren Annahmen bestenfalls Verteilungen schätzen könne. Die Autoren verzichten leider darauf, in der zentralen Tabelle, die die Ergebnisse der Studie zusammenfasst, den Fehler ihrer Schätzungen und damit die hohe Prognoseungenauigkeit ihrer Studie auszuweisen. Die zentrale Aussage der Studie für die politischen Entscheidungsträger, dass ein Embargo von russischen Energielieferungen „handhabbar“ sei, bleibt angreifbar. Bundeskanzler Olaf Scholz hat – in der Talkshow von Anne Will auf die Studie angesprochen – die Ergebnisse mit deutlichen Worten kritisiert.

Aufgrund der Schwächen der Studie von Bachmann et al. (2022) müssen wir auf die Ergebnisse weiterer Studien warten, die hoffentlich die Prognoseunsicherheit der Modellüberlegungen nachvollziehbarer darstellen. Ist es vorstellbar, dass der Wirtschaftseinbruch infolge eines Embargos russischer Energie deutlich höher ist, als es die neun Autoren dieser Studie schätzen? Sebastian Dullien vom Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung der Hans Böckler Stiftung und der Mannheimer Wirtschaftsprofessor Tom Krebs warnen vor einer Wirtschaftskrise infolge eines Energieembargos. Die Wirtschaftsaktivität in Deutschland könne einbrechen, die Arbeitslosigkeit hochschnellen und die Inflation deutlich zunehmen (Hans Böckler Stiftung, 2022).

Es ist auffallend, dass die Warnungen der Experten in der Wirtschaft deutlich düsterer ausfallen als die Modellüberlegungen von Bachmann et al. (2022). Der CEO von E.ON, Leonhard Birnbaum, warnt, dass russisches Erdgas kurzfristig nicht ersetzt werden kann. Unter Federführung der Bundesnetzagentur überlegen sich Politik und Wirtschaft derzeit, welche Unternehmen im Notfall vom Netz genommen werden müssten, wenn Russland kein Erdgas mehr liefert. In der Wirtschaft befürchten viele Unternehmer, dass ein Lieferstopp russischer Energie bestimmte Sektoren wie etwa die chemische Industrie nachhaltig belasten könnte und die Produktion von bestimmten Unternehmen in Deutschland zurückgefahren oder eingestellt werden müsste infolge staatlicher Rationierung, explodierender Energiepreise und schwerwiegender Lieferkettenprobleme.

Die Verhängung eines Embargos für russisches Erdgas, Öl und Kohle durch den Westen oder ein Lieferstopp durch Putin würden dazu führen, dass wir bei unseren Investitionsentscheidungen deutlich vorsichtiger werden würden. Ein Friedensschluss – auf den wir alle für die Menschen in der Ukraine hoffen – hätte genau die entgegengesetzte Wirkung. Die Unsicherheit bleibt – auch wegen eines möglichen Energieembargos – weiterhin hoch.

Quellen: Bachmann, Rüdiger et al. (2022): What if? The Economic Effects for Germany of a Stop of Energy Imports from Russia, ECONtribute Policy Brief No. 028; Blinder Alan S. / Rudd, Jeremy B. (2008): The Supply-Shock Explanation of the Great Stagflation Revisited, NBER Working Paper 14563; Hans Böckler Stiftung (2022): Ökonomen warnen vor Wirtschaftskrise, Ausgabe 05/2022.; Leopoldina, Nationale Akademie der Wissenschaften (2022): Wie sich russisches Erdgas in der deutschen und europäischen Energieversorgung ersetzen lässt, Ad-hoc-Stellungnahme vom 8. März 2022.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF AG wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

MARKTÜBERSICHT
01.04.2022

Aktienindizes	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Euro Stoxx 50	3902,5	0,9	0,0	-9,2
DAX 40	14414,8	0,8	0,0	-9,3
CAC 40	6659,9	1,6	0,0	-6,9
FTSE 100	7515,7	0,4	0,0	1,8
SMI	12161,5	0,3	0,0	-5,5
S&P 500	4530,4	-0,3	0,0	-4,9
Nasdaq Comp.	14220,5	0,4	0,0	-9,1
Nikkei 225	27712,5	-1,6	-0,4	-3,7
CSI 300	4275,1	2,4	1,2	-13,5
Hang Seng	21808,3	1,9	-0,9	-6,8

Notenbanksätze	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
EZB Einlagenfazilität	-0,5	0	0	0
US Federal Funds *)	0,375	0	0,25	0,25
SNB Sichteinlagen	-0,75	0	0	0

Renditen (% p.a.)	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
Bund 10 Jahre	0,55	-0,04	0,41	0,73
US T-Note 10 J.	2,38	-0,10	0,04	0,87
Schweiz 10 J.	0,60	0,05	0,35	0,74

Währungen	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
EUR in USD	1,1071	0,8	0,0	-2,6
EUR in GBP	0,8427	-1,1	0,0	-0,2
EUR in CHF	1,0228	-0,1	-0,1	1,4
US-Dollar Index **)	98,436	-0,4	0,1	2,9

Rohstoffe	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Gold (US\$/oz.)	1937,0	-1,1	0,0	5,9
Rohöl/Brent (US\$/b.) ***)	104,32	-13,5	-3,3	34,1

Letzte Aktualisierung: 01.04.2022 07:42

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes in lokaler Währung; Veränderungen in % bzw. in Prozentpunkten (Pp);

*) Angabe für Federal Funds Rate: Mitte des Zielbandes ($\pm 0,125$ Pp); **) Definition gemäß ICE US; ***)

Brent, aktiver Terminkontrakt ICE

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt, noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF Aktiengesellschaft (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2022, Herausgeber: ODDO BHF Aktiengesellschaft, Bockenheimer Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.