

DAS NARRATIV DES MARKTVERSAGENS



Autoren:



Roman Rosslenbroich
CEO Aquila Capital



Peter Schnellhammer
Investment Research Analyst Aquila Capital

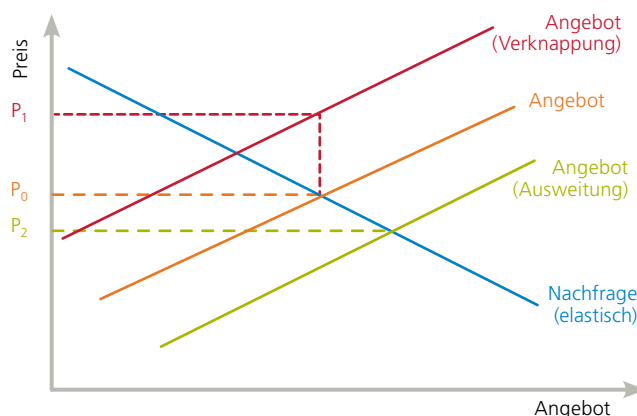
In der politischen Landschaft gibt es intensive Diskussionen über die nicht mehr zeitgemäße Ausgestaltung des europäischen Strommarktes. Doch in einem Markt, der aus ökonomischer Perspektive klaren Rahmenbedingungen und den allgemeingültigen Regeln der Güterknappheit folgt, führt eine eindimensionale Betrachtung zu zweifelhaften Schlüssen. Wenn ein funktionierender Markt durch die Ausbremsung der Angebotsausweitung zum Erstarren gebracht wird und die Reaktionen darauf individuelle und teils willkürliche Markteingriffe sind, wird der Grundgedanke der Marktwirtschaft ad absurdum geführt. In diesem Zusammenhang lässt sich an der Selbstreflexion zweifeln, da sich Reaktionen auf eigenverantwortete Verzerrungen addieren und im Ergebnis Komplexität und Unsicherheit erzeugen. Daraus ergibt sich eine kontraproduktive Handlungsrationale.

Einleitend sei darauf hingewiesen, dass dieser Artikel als nüchterner, aber ökonomisch fundierter Denkanstoß zu verstehen ist. Der Krieg in der Ukraine, folgend auf die weltweite Pandemie, stellt eine einmalige Ausnahmesituation dar, in der Solidarität mit vulnerablen Gruppen von essenzieller Bedeutung ist. Dies ist durch die Wettbewerbsvorteile der erneuerbaren Technologien und durch die Bereitschaft von Investoren und Betreibern erneuerbarer Energien, solidarische gesellschaftliche Verantwortung zu übernehmen, auch leistbar. Dennoch dürfen kurzfristige, scheinbar durch die Umstände legitimierte Maßnahmen nicht die langfristige strategische Ausrichtung konterkarieren, indem Preissignale des Marktes eliminiert werden. Nach dem Vorschlag der EU-Kommission, einen "Rückerstattungsmechanismus" auf Erlöse über 180 EUR/MWh für inframarginale Technologien (inkl. Erneuerbare) einzuführen, ist die Überführung in nationales Recht von fundamentaler Bedeutung für die ökonomische Entwicklung der europäischen Energieversorgung.

Paradoxerweise sprang die öffentliche und politische Debatte zu Erneuerbaren Energien von der Sichtweise der enormen Kosten der Energiewende, hin zu der Annahme, dass diese „extrem günstigen“ Stromerzeuger aufgrund des Marktdesigns unverhältnismäßige Gewinne erzielen, die in keiner Relation zum unternehmerisch eingegangenen Risiko stehen. Ein Perspektivwechsel würde jedoch die Gewinne einer zukunftsorientierten, strategischen Geschäftsausrichtung zuschreiben. Zudem muss der Einfluss der Inflation auch hier Beachtung finden. Steigende Rohstoffpreise führen zu einem Anstieg der Baukosten für Wind- und Solaranlagen um etwa ein Drittel. Außerdem ist zu berücksichtigen, dass ein hoher Anteil der Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien über langfristige priva-

te Stromabnahmeverträge (PPA) abgesichert ist, deren Preise in der Regel deutlich unter den Day-Ahead-Marktpreisen des Börsenhandels notieren. Fakt ist, dass der Verlauf der Energieerzeugungskosten im oben betrachteten sprunghaften Wahrnehmungswechsel keine Betrachtung findet. Dem auf die außergewöhnlichen Rahmenbedingungen konzentrierten Agieren fehlt es indessen an Rückbesinnung und Neuausrichtung.

Selbst einfachste Modelle der Wirtschaftstheorie vermögen es, den Einfluss einer Ausweitung der Erneuerbaren Stromproduktion auf die Preisfindung zu illustrieren.



Die Abbildung zeigt eine Nachfrage nach Strom, die weitaus elastischer ist als oftmals angenommen. Diese ist auf das in Energieeffizienz liegende Potenzial zurückzuführen, das Einsparmöglichkeiten von bis zu 70 % in weit verbreiteten Anwendungen (z. B. Beleuchtung, IT-Systeme) eröffnet, jedoch Zeit für die Umsetzung beansprucht. Maßgeblich für die Umsetzung sind jedoch Preissignale. Das heißt bei hohen Stromkosten steigen die Anreize signifikant, entsprechende Potenziale zu nutzen und damit die Nachfrage zu reduzieren. In diesem Zusammenhang wird deutlich, dass Preissignale, die sich am Markt ergeben, eine tragende Rolle spielen, sich an eine neue Realität anzupassen.

Der Schnittpunkt mit dem Angebot ergibt am Markt die gleichgewichtige Menge (Nachfragedeckung) sowie den dazu korrespondierenden Preis P_0 . Eine Verknappung des Angebots führt demgemäß zu deutlich höheren Preisen. Da das Angebot nicht beliebig schnell reduziert werden kann, ergibt sich im Marktmodell der neue Preis P_1 . Eine Ausweitung des Angebots durch Erneuerbare Energien würde dem Entgegenwirken bzw. theoretisch ein neues Marktgleichgewicht zum Preis P_2 herbeiführen.

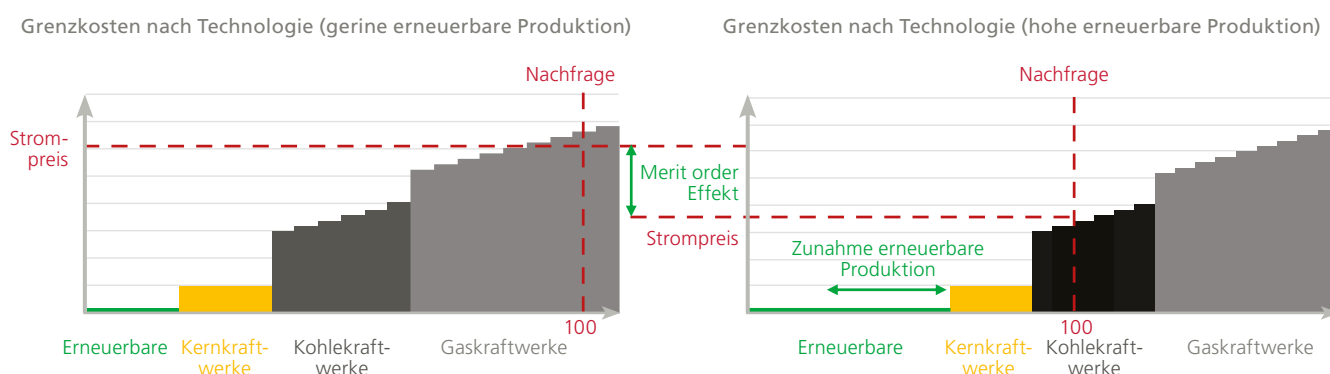
Darüber hinaus ist der bestehende Grenzkostenansatz die effektivste Art der Ressourcenverteilung. Ebenfalls aufbauend auf wirtschaftstheoretischen Grundlagen ergibt sich in einem perfekten Markt, unter der Annahme vollständigen Wettbewerbs und keiner Markteintrittsbarrieren, die Angleichung des Preises an die variablen Kosten (Grenzkosten) der Produktion. Auf den Strommärkten werden diese Kosten sogar laufend von den Regulierungsbehörden überwacht.

Das bestehende Marktdesign der merit-order vereint diese theoretischen Grundlagen und ermöglicht damit eine effiziente und markt-basierte Preisbildung. Die aktuellen Preisspitzen sind auf den starken Angebotsschock, d.h. die extreme Verknappung von Gas, zurückzuführen und der Markt reagiert mit der oben dargestellten Preis-

findung. Der massive Preissprung lässt sich darüber hinaus durch die enorme Abhängigkeit der EU von einem einzigen Lieferanten erklären. Ebenfalls auf der Grundlage der Markttheorie konnte Russland seine Quasi-Monopolstellung und die daraus resultierende Marktmacht nutzen, um die Preise in der EU und auf dem Weltmarkt zu diktieren.

Eine hohe Produktion von Windkraft und Solar-PV Anlagen und die entsprechend geringeren Preise in den Stunden hoher erneuerbarer Einspeisung zeigt ebenfalls den gewünschten Effekt, indem diese Angebotsausweitung zu deutlich geringeren Preisen führt. Dieser so genannte Merit-Order-Effekt überträgt die Interaktion von Angebot und Nachfrage auf den Strommarkt.

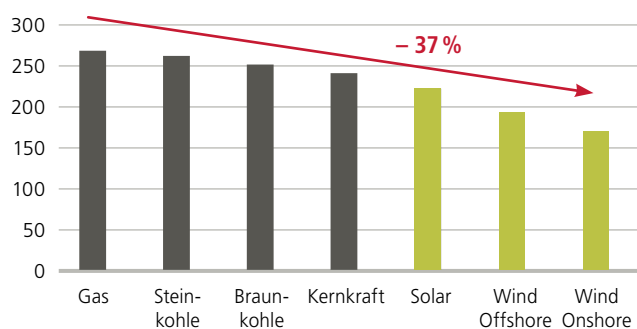
Merit order Effekt (konstante Nachfrage)¹



Die Grafik oben veranschaulicht das derzeitige Marktdesign und die Preisgestaltung. Es ist zu erkennen, dass ein Ausbau der erneuerbaren Erzeugung zu der gewünschten Preissenkung führt (Merit-Order-Effekt). Doch anstatt den massiven Ausbau der erneuerbaren Energien in der Vergangenheit zu forcieren und damit teure Kraftwerke aus dem Markt zu drängen, wurde mit neuen Gaskraftwerken ein Sicherheitsnetz gespannt, um die politisch gesetzten Fristen für den Ausstieg aus der Kohle- und Atomkraft einzuhalten. Der beste Beweis dafür ist, dass Gas- und Atomkraftwerke in der EU-Taxonomie ein grünes Label erhalten, wenn sie z. B. Kohlekraftwerke ersetzen. Diese Doppelstruktur hat die Energiewende verteuert und die Abhängigkeit von fossilem Gas erhöht.

Am Beispiel Deutschlands zeigt sich – repräsentativ für die gesamte EU – die Funktionstüchtigkeit des Marktdesigns, die sich durch die Preisdifferenz der Erneuerbaren Erzeugungsquellen ergibt.

Realisierte Preise Börsenhandel Deutschland Jan-Aug 2022 (EUR/MWh)



Die Abbildung zeigt, basierend auf aktuellen Marktdaten², die tatsächlich realisierten Einnahmen der Stromproduktion unterschiedlicher Erzeugungstechnologien, unter vereinfachten Annahmen. Ausgehend vom Börsenhandel bleiben die in privaten langfristigen Stromabnahmeverträgen vereinbarten deutlich geringeren Preise, die Erneuerbare Technologien bieten, sogar unbeachtet. Die Abbildung zeigt also keineswegs die abschöpfbaren Gewinne, sondern ganz im Gegenteil die für Konsumenten erzielte Preisreduktion, die aus der Einspeisung

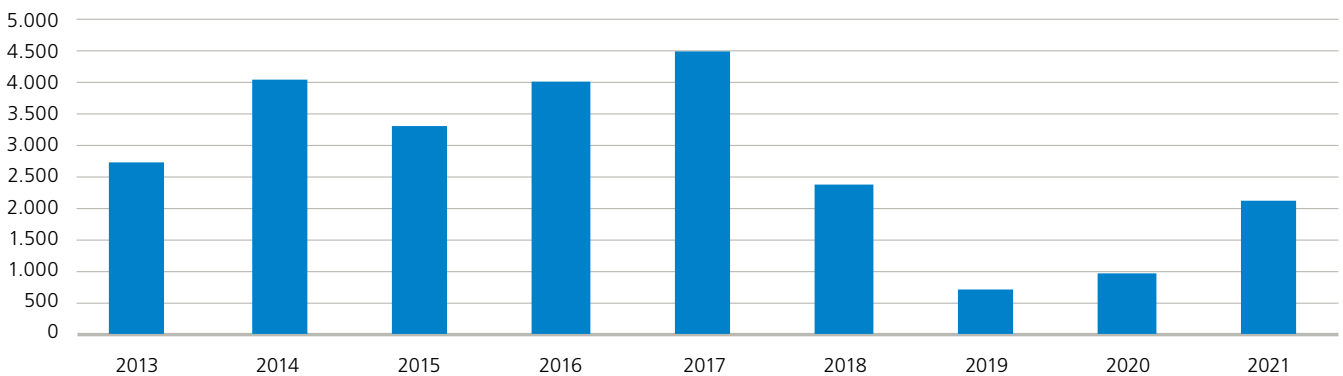
¹ Aquila Capital Research illustrative (2022)

² Aquila Capital Research basierend auf Daten on ENTSO-E Transparency (2022)

Erneuerbarer Energie resultiert. In absoluten Werten ergibt sich innerhalb der Zeitperiode eine Preisdämpfung durch Windenergie an Land in Höhe von rund 5 Mrd. EUR und durch Windenergie insgesamt sowie Solar-PV sogar in Höhe von rund 8 Mrd. EUR allein in Deutschland. Somit kann konstatiert werden, dass das Marktdesign langfristig dafür ausgelegt ist, diese Wettbewerbsvorteile an die Konsumenten

weiterzuleiten. Doch der Engpass liegt im Ausbau Erneuerbarer Energien und damit in der erforderlichen Ausweitung des Stromangebotes. Durch hohe bürokratische Fesseln bestehen massive Hürden für den Ausweg aus der Krise. Mit Genehmigungsprozessen für Windkraftanlagen, die 8 bis 10 Jahre beanspruchen, bleibt Europa in dem aktuellen Dilemma gefangen.

Ausbau Windenergie an Land Deutschland (in MW)



Am Beispiel Deutschlands zeigt sich das Ergebnis dieser Entwicklung. Nach dem Boom in der Windkraft bis 2017 brach der Ausbau massiv ein.³ Nach dem Verlust der europäischen Solarzellenproduktion stehen nun auch die Hersteller von Windkraftanlagen aufgrund dieser negativen Entwicklung unter massivem Druck. Entsprechend der politischen Zielsetzung haben sie aufgrund der zu antizipierenden Nachfrage ihre Kapazitäten massiv ausgebaut und schreiben aktuell hohe Verluste. Auch hier läuft die EU Gefahr, in die nächste Abhängigkeit, d. h. chinesischer Produktion zu gelangen.

Diese Entwicklung muss umgekehrt werden, da sie den einzigen Ausweg aus der Krise bietet und auch darüber hinaus die ökonomisch sinnvollste Entwicklung der europäischen Energieversorgung darstellt. Die bisher halbherzige Transformation auf dem Fundament verfügbaren, billigen Gases muss sich einer neuen Realität stellen. Ausstiege aus Kohle- und teilweise Atomkraft waren einfach, solange man auf Gaskraftwerke als Ersatzlösung setzen konnte. Doch aufgrund der knappen Verfügbarkeit, die sich mittelfristig kaum signifikant verändern wird, ist Gas zu wertvoll, d. h. nicht zu wettbewerbsfähigen Preisen verfügbar. Die EU befindet sich damit an einem historischen Scheidepunkt. Jetzt ist die Möglichkeit gegeben, in einer Energieunion komparative Vorteile europäischer Länder, die auf den verschiedenen Klimaregionen beruhen, zu nutzen.

Die preisdämpfende Wirkung, die allen voran Wind- und Solarenergie bereits entfalten, steht weitgehend im Hintergrund der aktuellen Debatte. **Doch die Tatsache, dass diese Technologien die einzig verbleibenden Optionen sind, den fossilen Bedarf sowie finanzielle Transfers an vulnerable Haushalte und Unternehmen zu finanzieren, verdeutlicht die ökonomische Bedeutung.** In Ländern, die nahezu 60 % der Weltbevölkerung sowie zwei Drittel der globalen Energie-

gewinnung repräsentieren, ist der Neubau von Windenergie- und Solar-PV-Anlagen bereits günstiger als der Betrieb bestehender fossiler Kraftwerke. Ergänzend sei darauf verwiesen, dass dieser Wettbewerbsvorteil bereits seit 2019 besteht und somit nicht das Ergebnis der aktuellen Preissprünge fossiler Brennstoffe ist.

Das Problem liegt nicht im Marktdesign, sondern in einem zu geringen Angebot. Es ist zu konstatieren, dass sich der Markt als funktionsstüchtig erweist. Die Preissetzung erfolgt nach der einfachen Relation aus Nachfrage und Angebot. Wenn auch das jetzige Umfeld die Unterstützung vulnerabler Gruppen erfordert, ist es von maßgeblicher Bedeutung, jegliche Eingriffe in Form von Übergewinnsteuern, Preisdeckeln oder ähnlichen Maßnahmen ausgesprochen klug und temporär stark begrenzt zu wählen.

Moralisch korrekter Aktivismus statt wirtschaftlicher Rationalität gepaart mit nationalistischem Autarkiedenken muss der Integration der europäischen Energiemärkte und der Rückkehr zu marktwirtschaftlichen Grundprinzipien weichen. Nur mit dem Ausbau der erneuerbaren Energien wird es möglich sein, die Kosten der Stromerzeugung langfristig zu senken. Dies würde eine finanzielle Entlastung für die Bürger in Europa bedeuten, die auch denjenigen zugute käme, die derzeit besonders unter den gestiegenen Energiepreisen leiden.

Die Verwirklichung der Energiewende durch ein vereintes Europa mit einem integrierten Energiemarkt und einer koordinierten EU-Energieaußenpolitik ist eine ökonomisch effiziente und ökologisch wertvolle Alternative. Ein integrierter europäischer Energiemarkt kann bei entsprechendem Ausbau der erneuerbaren Energien langfristig die Versorgungssicherheit und auch die Bezahlbarkeit gewährleisten.

³ Bloomberg New Energy Finance (2022)

Dieses Dokument wurde ausschließlich zu vorläufigen Informationszwecken erstellt. Es stellt weder eine Anlagevermittlung noch eine Anlageberatung dar. Es handelt sich nicht um ein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Kauf oder Verkauf von bestimmten Produkten, insbesondere dient jegliche Referenz zu den Beispielprodukten oder zu den indikativen Anlagebedingungen ausschließlich der besseren Verständlichkeit und Darstellung; die Inhalte des Dokuments stellen auch keine sonstige Handlungsempfehlung dar. Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen können unvollständig sein und Änderungen unterliegen und sind daher als unverbindlich anzusehen. Die Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments und können sich im Hinblick auf die Zielsetzungen oder aus anderen Gründen ändern, insbesondere aufgrund der Marktentwicklung, Änderungen im rechtlichen, politischen und wirtschaftlichen Umfeld sowie der Folgen, die sich aus oder im Zusammenhang mit der aktuellen Corona-Pandemie ergeben können. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus Quellen, die von uns als zuverlässig und richtig beurteilt wurden. Dennoch gewährleisten wir nicht die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und lehnen jede Haftung für Schäden ab, die durch die Nutzung der Informationen entstehen könnten. Historische Daten sind keine Garantie für zukünftige Erträge. **Aussagen über eine zukünftige wirtschaftliche Entwicklung beruhen auf Beobachtungen aus der Vergangenheit und theoretisch fundierten objektiven Verfahren, sind mithin Prognosen und als solche zu verstehen. Sie sind verschiedenen Einflussfaktoren, einschließlich der oben genannten, unterworfen. Es werden keine Zusicherungen oder Gewährleistungen dafür abgegeben, dass eine indikative Performance bzw. Rendite in Zukunft erreicht wird.**

Unter den Bezeichnungen Aquila und Aquila Capital werden Gesellschaften für Alternative Investments und Sachwertinvestitionen sowie Vertriebs-, Fondsmanagement- und Servicegesellschaften von Aquila Capital („**Aquila Capital**“ meint die Aquila Capital Holding GmbH und mit dieser verbundene Unternehmen i. S. d. §§15 ff. AktG) zusammengefasst.

Eine Veröffentlichung der Aquila Capital Investmentgesellschaft mbH. Stand: Oktober 2022. Autoren: Roman Rosslenbroich, Peter Schnellhammer