

Nach der Flurbereinigung beim «schwarzen Gold»

Christophe Bernard, Vontobel-Chefstrategie

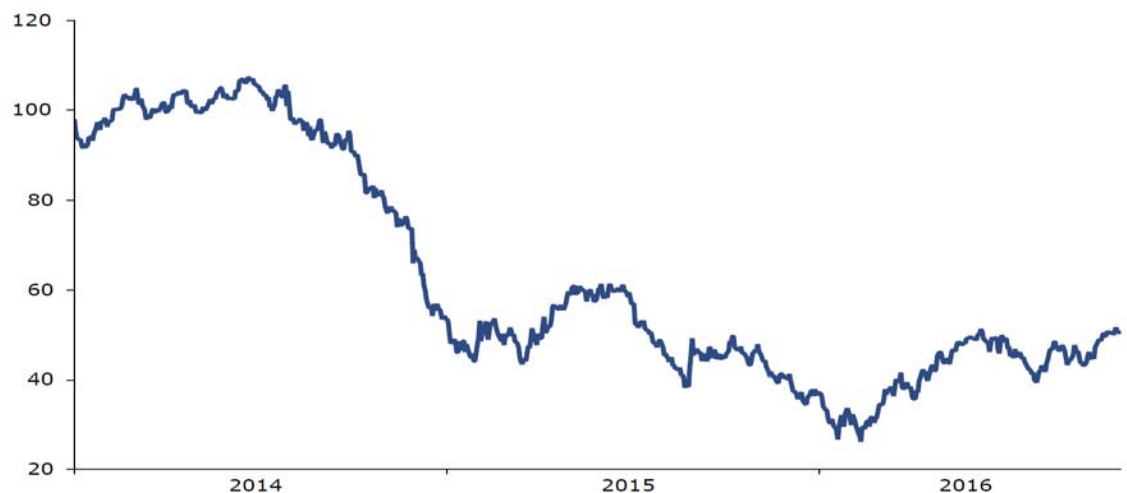
«Peak Oil» galt lange als unumstössliche Tatsache. Wie ein Mantra wurde wiederholt, dass die Erdölvorräte dereinst zuneige gehen würden. Inzwischen haben jedoch Technologien, mit denen sich Öl- und Gas aus Schiefergestein anzapfen lassen, den Energiemarkt revolutioniert und den Vereinigten Staaten zur Rückkehr unter die wichtigsten Fördernationen verholfen. Diese Entwicklung rief Saudiarabien, den grössten Produzenten innerhalb der Organisation der erdölexportierenden Länder (OPEC), auf den Plan: Das Land erhöhte seine Produktion, um seinen Marktanteil zu verteidigen. Erst vor Kurzem hat Riad in Aussicht gestellt, seine Fördermenge zu kürzen. Wir sind der Meinung, dass sich der Ölpreis bei 50 bis 55 US-Dollar pro Fass stabilisieren dürfte und erkennen mittelfristig Aufwärtspotenzial.

Hydraulic Fracturing oder «Fracking», ein in den USA erfundenes Verfahren zur Förderung zuvor unzugänglicher Öl- und Gasvorkommen aus Schiefergestein, lieferte weltweit zuerst kaum Schlagzeilen. Später, als eine ganze Branche Kopf stand, allerdings schon. Die Methode, die die USA vom importierten Öl deutlich unabhängiger machte, hat die Industrie so umgepflügt, wie es selbstfahrende Autos oder Apps für die Bestellung eines Fahrdienstes in ihren Bereichen tun.

Die wachsenden Förderaktivitäten in den Vereinigten Staaten hatten jedoch aus Sicht der Produzenten einen ungewollten Effekt: Der Kampf um Marktanteile verschärfte sich, weil die Ölexporte in die USA abnahmen. Saudiarabien, der führende Produzent der OPEC, passte seine Fördermenge in der Regel bei Bedarf an eine veränderte Nachfrage an. Im November 2014 wich Saudiarabien von dieser langjährigen Politik ab und weigerte sich, die Produktion zu drosseln, um das Überangebot aus dem Markt zu nehmen. Infolge dieser Entscheidung gab das Land zugleich seine historische Rolle als sogenannter Swing Producer für den globalen Ölmarkt auf. Warum als kostengünstiger Produzent Marktanteile aufgeben und Produzenten mit hohen Kosten in den USA unterstützen? – so die Logik hinter der neuen Haltung Riads. Infolgedessen fiel der Preis der Ölsorte West Texas Intermediate (WTI) von 100 US-Dollar pro Fass Mitte 2014 auf weniger als 30 Dollar im Januar 2016 (siehe Grafik 1).

Grafik 1: Saudiarabiens Weigerung, den Ausstoss zu drosseln, belastet die Ölpreise seit 2014

Preis für Rohöl (der Sorte WTI) pro Fass in US-Dollar



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Vontobel Asset Management

Die neue Strategie Saudi Arabiens hat zweifellos zum Zusammenbruch des Ölpreises beigetragen und wirkt sich wie folgt aus:

1. Infolge des Ölpreiseinbruchs haben Energieunternehmen langfristige Explorationsprogramme in Höhe von 1 Billion US-Dollar eingestellt und/oder verschoben. Zudem wurden die Investitionsbudgets für 2016 auf 400 Milliarden US-Dollar von 700 Milliarden im Jahr 2014 zurückgefahren. Die Zahl der Bohrtürme fiel zwischen Mitte 2015 und Mai 2016 um 80 Prozent, und die Entdeckung globaler neuer Ölvorkommen dürfte dieses Jahr auf den niedrigsten Stand seit 70 Jahren sinken.

2. Die Ölbranche als Ganzes und die US-Schieferölindustrie im Besonderen hatten gar keine andere Wahl, als die Kosten drastisch zu senken und die Produktivität zu steigern, wollten sie überleben. Die Ergebnisse sind bislang wirklich beeindruckend. Die Schieferölunternehmen konnten die Produktionskosten im Verlauf der letzten 18 Monate um 40 Prozent senken. Sie erreichten dies durch Standardisierung, Vereinfachung und dem Druck auf Zulieferer. Produzenten im texanischen Permian Basin arbeiten bei einem Ölpreisniveau von 50 US-Dollar, was ungefähr dem heutigen Preisniveau entspricht, gewinnbringend. Aus diesem Grund nimmt auch die Zahl der Bohrtürme wieder zu (siehe Grafik 2), was auf eine baldige Stabilisierung der US-Produktion hindeutet. Zwar waren die Zahlungsausfälle unter den schwächeren Schieferölfirmen sprunghaft angestiegen. Von zentraler Bedeutung ist jedoch, dass die finanziell soliden Produzenten nach wie vor Zugang zu Fremdkapital haben, das sie sich vor allem über den Markt für hochverzinsliche Unternehmensanleihen beschaffen. Somit können gesunde Unternehmen ihr Geschäft dank der Tiefe und Breite des US-Finanzmarktes weiterhin finanzieren, wodurch ein stärkerer Rückgang der US-Produktion verhindert wird.

Grafik 2: Auf Ölschiefer spezialisierte Firmen erhöhen die Zahl der Bohrungen wieder

Anzahl der Ölbohranlagen in den USA



Quelle: Baker Hughes, Thomson Reuters Datastream, Vontobel Asset Management

3. Angesichts eines beträchtlichen Haushaltsdefizits von 16 Prozent des BIP für 2015 und geschätzten 12 Prozent für 2016 hat Saudiarabien eine Kehrtwende vollzogen. Riad musste feststellen, dass die Schieferölindustrie in den USA widerstandsfähiger als ursprünglich angenommen ist. Am OPEC-Treffen in Algier unterstützte Saudiarabien den Plan (der am 30. November in Wien noch konkretisiert werden muss), die Fördermenge von derzeit 33.5 Millionen Fass pro Tag auf eine Spanne zwischen 32.5 bis 33 Millionen zu verringern. Zudem gestand Riad Iran zu, auf das Förderniveau von vor den Sanktionen zurückzukehren (rund 4 Millionen Fass pro Tag). Die Bürde muss das Wüstenkönigreich tragen, vor allem weil die übrigen wichtigen OPEC-Mitglieder wie der Irak, Libyen und Nigeria nicht willens sind, ihre Produktion zu reduzieren. Saudiarabien hat somit doppelten Schiffbruch erlitten: Zum einen hat das Land die Widerstandskraft der US-Schieferölindustrie unterschätzt, zum anderen hat es seine Fähigkeit, eine lange Phase extrem niedriger Ölpreise zu überstehen, überschätzt.

Ölnachfrage wächst nach wie vor

Der Ölpreis dürfte einstweilen in einer engen Spanne zwischen 50 und 55 US-Dollar notieren. Unserer Ansicht nach besteht dabei mittelfristig eine hohe Wahrscheinlichkeit eines Überschliessens nach oben. Der Grund hierfür ist, dass die Unternehmen trotz der Ölpreiserholung nach wie vor zu wenig Anreize haben, neue Vorkommen zu erschliessen. Zugleich wird Öl ein knappes Gut bleiben: Die Nachfrage wächst durchschnittlich immer noch jährlich um 1 Million Fass pro Tag. Die immer beliebteren Elektroautos werden wohl erst 2025 einen dämpfenden Effekt auf den Ölverbrauch haben.

Mit Blick auf die Finanzmärkte ist eine Stabilisierung des Ölpreises bei rund 50 US-Dollar eindeutig positiv. Dies gilt insbesondere für die Ölexportländer, deren Währungen und den Erdölsektor. Zudem wirkt die Erholung des Ölpreises in den nächsten Quartalen inflationstreibend und dämpft somit die globalen Deflationsbefürchtungen. Sollte sich diese Entwicklung in der Kerninflation niederschlagen – und bei dieser Annahme sind grosse Vorbehalte angebracht –, würde dies die Notenbanken bei der Erreichung ihrer Inflationsziele und der Normalisierung der Geldpolitik unterstützen.

Wir halten an unserer neutralen Positionierung von Aktien fest – trotz des Umstands, dass sich die noch vor einem Monat vorherrschende Unsicherheit hinsichtlich des Ausgangs der US-Präsidentenwahlen deutlich abgenommen hat. Dagegen bleiben wir in Staatsanleihen «untergewichtet», weil ihr Chancen-Risiko-Profil angesichts der Stabilisierung der Weltkonjunktur und der Inflationsaussichten zunehmend unattraktiv erscheint.

Wichtige rechtliche Hinweise:

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist weder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, noch zur Abgabe eines Kauf- oder Zeichnungsangebots. Dieses Dokument wurde durch Vontobel Asset Management AG («Vontobel») erstellt und ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung finden auf dieses Dokument keine Anwendung. Vontobel, ihre verbundenen Unternehmen, Mitglieder ihrer Geschäftsleitung(en), ihre leitenden Angestellten und/oder ihre Mitarbeiter dürfen Kauf- oder Verkaufspositionen in dem/n in dieser Publikation ggf. genannten Finanzinstrument(en) halten bzw. mit diesen handeln. Obwohl Vontobel der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann Vontobel keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen übernehmen. Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar. Alle in diesem Dokument beschriebenen Unternehmen können derzeit, müssen aber nicht, eine Position in unseren Portfolios darstellen. Alle Prognosen, Vorhersagen, Schätzungen und Annahmen in diesem Dokument basieren auf einer Reihe von Schätzungen und Annahmen. Es kann keine Zusicherung gemacht werden, dass die Schätzungen oder Annahmen sich als richtig erweisen und die tatsächlichen Ergebnisse können erheblich von den Prognosen abweichen.