

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Ölpreis mit Aufwärtspotenzial

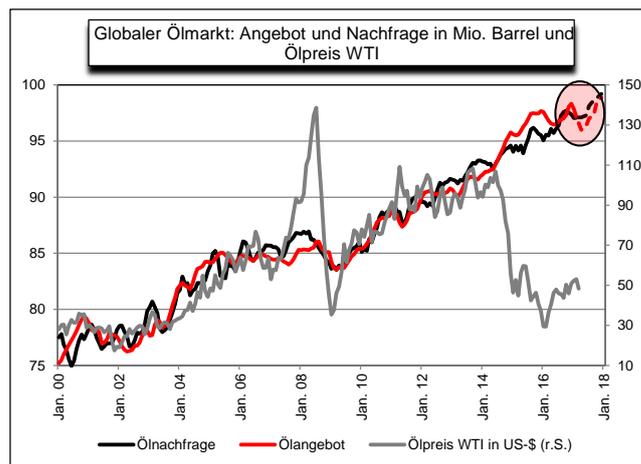
In den vergangenen Jahren hat der Ölpreis heftige Kapriolen geschlagen. Zwischen Sommer 2002 und Sommer 2008 kletterte er fast kontinuierlich von 25 bis auf 150 US-Dollar je Barrel Öl der Sorte West Texas Intermediate (WTI). Mit dem Beginn der Finanzkrise und der darauf folgenden Rezession der Weltwirtschaft gab der Preis dann sehr schnell und massiv nach, um sich danach wieder deutlich zu erholen. In den Jahren 2011 bis Mitte 2014 pendelte er dann zumeist um die Marke von 100 US-Dollar, ehe es dann erneut bergab ging. Vor allem die starke Ausweitung der Ölförderung in den USA durch das Fracking führte zu einem globalen Überangebot an Öl. So haben die USA ihre Ölförderung von knapp sechs Millionen Barrel am Tag im Jahr 2012 bis auf neuneinhalb Millionen Barrel im Sommer 2015 ausgeweitet. Damit hat das Land seine Position als drittgrößter Ölproduzent der Welt gefestigt und zu Saudi Arabien und Russland, die beide in der Spitze mehr als zehneinhalb Millionen Barrel Öl am Tag fördern können, fast aufgeschlossen. Allerdings hat die massive Ausweitung der US-Produktion vor allem von Sommer 2014 bis Sommer 2016 zu einem massiven globalen Überangebot von Öl geführt. Da die Nachfrage nicht Schritt halten konnte, gab der Ölpreis kräftig nach und lag im Februar 2016 zeitweise bei nur noch 25 US-Dollar.

Der durch einen klassischen „Schweinezyklus“ (höhere Preise führen zu steigenden Gewinnen, die wiederum zu einer Ausweitung der Investitionen und damit der Herbeiführung von Überkapazitäten führen, sodass die Preise dann wieder sinken) ausgelöste Angebotsüberhang hat dazu geführt, dass der Ölpreisverfall vor allem in den USA Spuren hinterlassen hat. So ist die Zahl der aktiven Bohrtürme (Oil Rigs) von gut 1.600 im Oktober 2014 bis auf fast 300 im Mai 2016 gesunken. Die Ölproduktion brach in der Folge von 9,6 auf 8,4 Millionen Barrel pro Tag ein. Dieser Effekt hat dazu beigetragen, das globale Ölangebot und die Ölnachfrage wieder ins Lot zu bringen. Seit dem Sommer vergangenen Jahres ist die weltweite Ölproduktion mehr oder weniger unverändert geblieben, während die Ölnachfrage moderat gewachsen ist. Diese Konstellation hat dazu beigetragen, dass sich der Ölpreis wieder erholt hat und in den vergangenen Monaten bei rund 50 US-Dollar je Barrel lag.

Wie wird es nun mit dem Ölpreis weitergehen? Die Verdoppelung des Preises seit dem vergangenen Frühjahr hat dazu beigetragen, das Fracking in den USA wieder attraktiver zu machen. Von daher hat sich die Zahl der aktiven Bohrtürme mittlerweile wieder auf 662 erhöht und die tägliche Ölförderung ist derzeit mit 9,2 Millionen fast 800.000 Barrel höher als vor neun Monaten – Tendenz weiter steigend. Unterstellt man einen unveränderten Zusammenhang zwischen der Anzahl der Bohrtürme und der US-Ölproduktion, würde der Output in den USA unter der Annahme, dass wöchentlich zehn neue Rigs aufgestellt werden, bis zum Jahresende um weitere rund 600.000 Barrel zunehmen. Auch andere Länder werden ihre Ölförde-

rung in diesem Jahr vermutlich erhöhen, darunter beispielsweise Kanada, Mexiko und Brasilien.

Die Zunahme des US-Frackings liegt auch darin begründet, dass dessen Grenzkosten immer weiter gesunken sind – ebenfalls mit anhaltender Tendenz. Zwar gibt es zum Teil stark abweichende Daten über den derzeitigen Break-Even-Preis, die meisten Studien kommen aber zum Ergebnis, dass dieser von rund 80 US-Dollar im Jahr 2013 auf rund 35 US-Dollar gesunken ist. Auch dies spricht für eine weitere Angebotsausweitung. Damit dürfte die bisherige Rekordfördermenge aus dem Sommer 2015 (9,6 Millionen Barrel) bis Ende des Jahres übertroffen werden. Dass die Produktion in den USA nicht noch stärker ansteigen wird, hängt zum einen damit zusammen, dass aus den „alten“ Bohrlöchern weniger Öl sprudelt, obwohl die neue Rigs immer produktiver werden. Zum anderen wird in den sieben großen US-Förderregionen (Permian, Eagle Ford, Bakken, Niobrara, Haynesville, Utica und Marcellus), in denen sich zwar mehr als 90 Prozent aller Bohrtürme befinden, bislang nur gut 50 Prozent des gesamten US-Öls gefördert.



Der zu erwartenden Fördermengenausweitung in den USA und in anderen Ländern steht die Ankündigung von elf der dreizehn OPEC-Länder aus dem November 2016 entgegen, die Ölförderung um 1,2 Millionen Barrel pro Tag zu reduzieren. Die OPEC fördert derzeit rund ein Drittel der gesamten globalen Ölproduktion. Hinzu kommen weitere angekündigte Fördermengen Kürzungen von elf anderen Nicht-OPEC-Ländern in Höhe von knapp 600.000 Barrel pro Tag. Die Internationale Energieagentur (IEA) geht in ihrem jüngsten Monatsbericht davon aus, dass die globale Ölnachfrage aufgrund der besseren Konjunkturlage in den kommenden Quartalen weiter zunehmen und im Jahresdurchschnitt 2017 etwa 98 Millionen Barrel pro Tag betragen wird (nach 96,6 Millionen im Jahr 2016). Das Ölangebot aller Nicht-OPEC-Länder soll in diesem Jahr von 57,7 auf 58,1 Millionen Barrel zulegen, wobei sich diese Schätzung als zu gering erweisen könnte, wenn die US-Ölförderung mit unvermindertem Tempo zunimmt. Werden die Kürzungen der Fördermengen aber wie vereinbart von allen 22 Ländern umgesetzt, dürfte die Ölnachfrage im Laufe der nächsten Monate dennoch das Ölangebot übersteigen. Im Jahresdurchschnitt könnte die gesamte Ölpro-

duktion bei etwa 97,5 Millionen Barrel pro Tag liegen. Von daher sollte sich der Ölpreis (WTI) von derzeit 50 in Richtung 55 bis 60 US-Dollar bewegen.

Die große Frage dabei ist aber, ob die vereinbarten Förderkürzungen auch von allen Ländern umgesetzt und eingehalten werden. So ist es zwar für die gesamte Gruppe der Ölförderländer das Beste, wenn das Ölangebot nicht ausgeweitet würde, für jedes einzelne Land besteht jedoch ein hoher Anreiz darin, die eigene Förderung auszuweiten und darauf zu hoffen, dass sich alle anderen Staaten an die Abmachung halten werden. Diese Problem wird in der Spieltheorie als Gefangenendilemma bezeichnet. Angaben der Internationalen Energieagentur zur Folge sind die Kürzungen im Januar zu mehr als 100 Prozent und im Februar 2017 zu mehr als 90 Prozent umgesetzt worden, wobei Saudi Arabien die eigene Produktion vor allem im Januar sogar wesentlich stärker als vereinbart zurückgenommen hat. Im Februar hat das Land zwar wieder etwas mehr Öl gefördert, die produzierte Menge blieb aber erneut unterhalb des vereinbarten Ziels. Russland scheint von seiner Zusage, die Produktion in den kommenden Monaten um 300.000 Barrel pro Tag zu reduzieren, bislang etwa ein Drittel umgesetzt zu haben. Allerdings ist die Visibilität der Einhaltung der getroffenen Absprachen derzeit gering; die IEA schätzt, dass die elf Nicht-OPEC-Länder ihre Kürzungen zu knapp 40 Prozent umgesetzt haben.

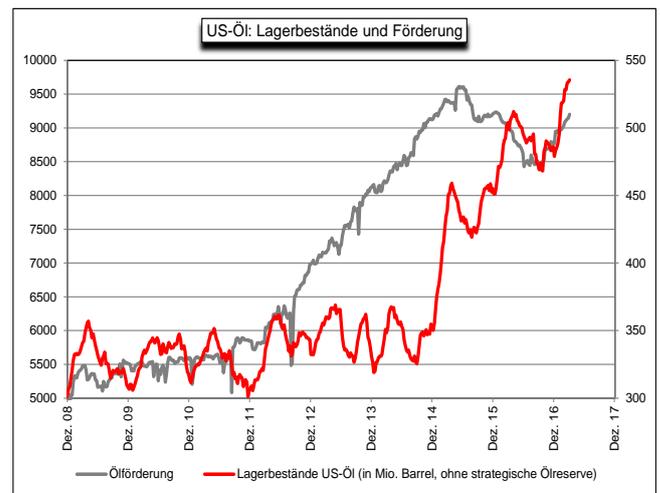
OPEC Crude Production (million barrels per day)								
	Jan 2017 Supply	Feb 2017 Supply	Supply Baseline ¹	Agreed Cut	Actual Cut ²	January Compliance	February Compliance	2017 Average Compliance
Algeria	1.05	1.05	1.09	-0.05	-0.04	78%	78%	78%
Angola	1.64	1.66	1.75	-0.08	-0.09	142%	117%	129%
Ecuador	0.53	0.53	0.55	-0.03	-0.02	88%	88%	88%
Gabon	0.20	0.20	0.20	-0.01	0.00	22%	22%	22%
Iran ³	3.75	3.82	3.71	0.09	0.11	NA	NA	NA
Iraq	4.45	4.40	4.56	-0.21	-0.16	53%	77%	65%
Kuwait	2.71	2.71	2.84	-0.13	-0.13	98%	98%	98%
Qatar	0.61	0.61	0.65	-0.03	-0.04	127%	127%	127%
Saudi Arabia	9.80	9.98	10.54	-0.49	-0.56	153%	116%	135%
UAE	2.96	2.90	3.01	-0.14	-0.11	38%	81%	60%
Venezuela	2.05	2.05	2.07	-0.10	-0.02	18%	18%	18%
Total OPEC 11	28.75	29.91	30.97	-1.16	-1.06	105%	91%	98%
Libya ⁴	0.69	0.67						
Nigeria ⁴	1.40	1.43						
Total OPEC	31.84	32.01						

1 Based on October 2016 OPEC secondary source figures, except Angola which is based on September 2016.
 2 From OPEC supply baseline.
 3 Iran was given a slight increase.
 4 Libya and Nigeria are exempt from cuts.

Quelle: International Energy Agency, Oil Market Report, March 2017

Von der bislang vergleichsweise hohen Einhaltung der vereinbarten Fördermengenkürzungen konnte der Ölpreis in den vergangenen Wochen jedoch nicht profitieren. Im Gegenteil, Anfang März fiel der Ölpreis der Sorte WTI das erste Mal seit Ende November wieder unter die Marke von 50 US-Dollar. Diese Entwicklung ist darauf zurückzuführen, dass in den USA seit geraumer Zeit ein Aufbau von Rohöl-Lagerbeständen zu beobachten ist, obwohl die Analyse der Angebots-Nachfrage-Entwicklung einen Rückgang der Lagerbestände erwarten ließ. Mit 535 Millionen Barrel wiesen die Lagerbestände zuletzt einen neuen Rekordwert auf. Diese Entwicklung kommt jedoch nicht völlig überraschend, da dies vermutlich noch die Nachwehen der deutlichen Produktionsausweitung während des dritten und zu Beginn des vierten Quartals 2016 sind. Zudem könnte der milde Winter eine Rolle gespielt haben, da die sehr schwachen Produktionsdaten der US-Versorgerunternehmen aus

dem Januar und Februar darauf hindeuten, dass in den USA weniger Öl als sonst saisonal üblich nachgefragt worden ist. Von daher sollten die hohen US-Lagerbestände aus unserer Sicht nicht überbewertet werden, auch wenn es im Moment den Anschein hat, als ob deren Entwicklung der Schlüsselfaktor für den Ölpreis ist. Dass dies nicht notwendigerweise so sein muss, zeigt der Blick auf die Vergangenheit: In den Jahren 2003 bis 2007 sowie in den Jahren 2010 und 2012 nahmen die Lagerbestände ebenfalls deutlich zu, ohne dass dies einem Ölpreisanstieg im Wege gestanden hat. Und auch letztes Jahr verzeichneten die Lagerbestände bis Ende April Woche für Woche neue Rekordniveaus. Dennoch stieg der Ölpreis kräftig an.



Alles in allem stehen die Chancen für einen etwas höheren Ölpreis unseres Erachtens nach also nicht schlecht. Dies sind gute Nachrichten für die Förderländer und die ölproduzierenden Unternehmen. Vor allem den Schwellenländern kommen höhere Rohstoffpreise zugute, wie schon die vergangenen Monate gezeigt haben. Die höheren Einnahmen führen zu mehr Investitionen und Konsumausgaben, und das nicht nur in den produzierenden Ländern. So fließt ein Teil der Einnahmen zurück in die Länder, die die höheren Preise bezahlen, also in die Industrieländer. Dieses „Recycling“ führt dazu, dass die Weltwirtschaft mehr Gewinner als Verlierer kennt und die wirtschaftliche Dynamik zunimmt. Gleichzeitig ist eine massive Verteuerung des Ölpreises aber unwahrscheinlich. In einem solchen Fall würde das Fracking in den USA vermutlich so stark zunehmen, dass zum einen die OPEC-Länder Gefahr liefen, massiv Marktanteile zu verlieren und zum anderen der Preis aufgrund der steigenden Angebotsmengen quasi automatisch gedeckelt würde.

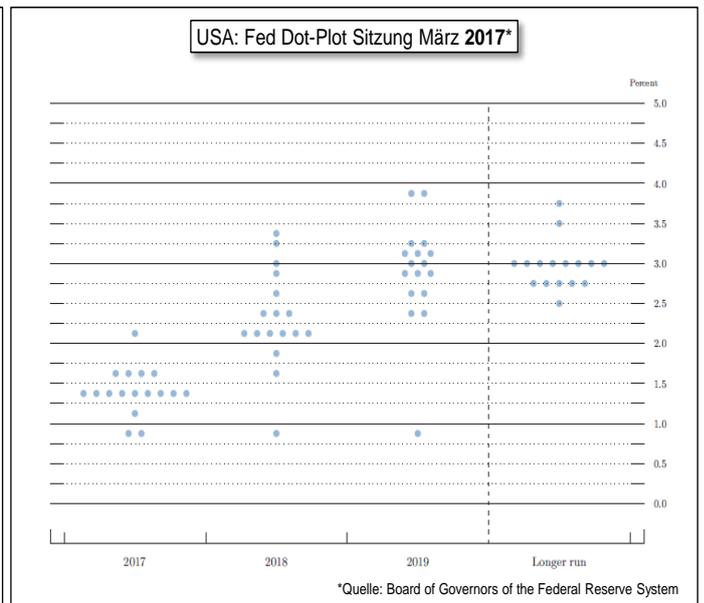
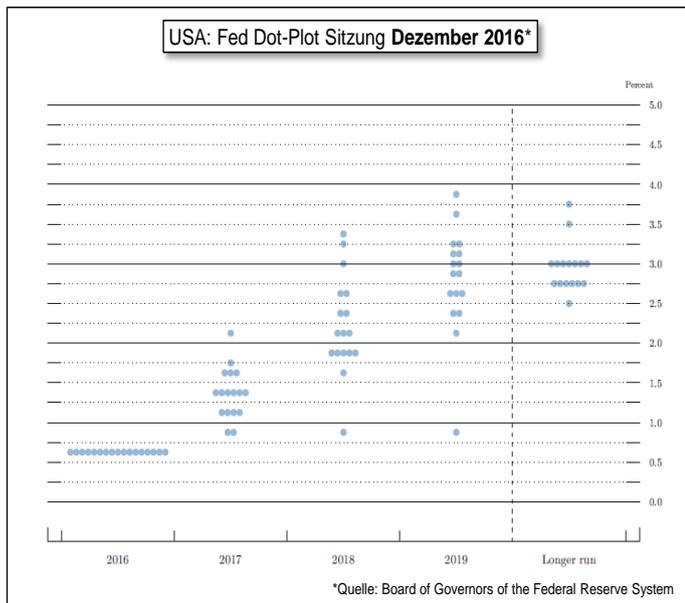
Aufgrund dieser Einschätzung bleiben wir auch optimistisch für weitere Kursentwicklung von Aktien aus dem Sektor Öl und Gas bzw. Energie. In Europa weist der Sektor in diesem Jahr eine leicht negative Wertentwicklung seit Jahresbeginn auf; nur die Branche Einzelhandel hat sich noch etwas schwächer entwickelt. Da die Gewinnsschätzungen die Erholung des Ölpreises auf 50 US-Dollar unserer Meinung nach noch nicht voll umfänglich widerspiegeln, weist der gesamte Sektor ein Kurspotenzial von etwa zehn Prozent auf. Sollte der Ölpreis – wie von uns erwartet – im weiteren Jahresverlauf auf 55 bis 60 US-Dollar ansteigen, spräche dies umso mehr für ein Engagement in Öllaktien.

Wochenausblick für die Zeit vom 10. April bis 14. April 2017

	Nov.	Dez.	Jan.	Feb.	Mrz.	Apr.	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	13,8	13,8	16,6	10,4	12,8	12,5	11. April
D: ZEW Lageeinschätzung	58,8	63,5	77,3	76,4	77,3	76,8	11. April
D: Konsumentenpreise, m/m - final	0,1%	0,7%	-0,6%	0,6%	0,2%		13. April
D: Konsumentenpreise, y/y - final	0,8%	1,7%	1,9%	2,2%	1,6%		13. April
E-19: Sentix	13,1	10,0	18,2	17,4	20,7	19,3	10. April
E-19: Industrieproduktion, m/m	1,5%	-1,2%	0,9%	0,1%			11. April
E-19: Industrieproduktion, y/y	3,1%	2,2%	0,5%	2,1%			11. April

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Wann erhöht die Fed das nächste Mal die Zinsen?



Die letzte Zinserhöhung der Fed im März 2017 kam nicht sonderlich überraschend; vielmehr waren die Märkte auf dieses Ereignis von der Fed vergleichsweise gut verbal vorbereitet worden. Nun stellt sich die Frage, wann die nächste Zinserhöhung folgt. Vieles spricht dafür, dass dies noch nicht im Mai der Fall sein wird, denn die Fed spricht in ihren Statements gerne von einer "graduellen" Erhöhung der Zinsen, und dies stände im Widerspruch zu einer erneuten Erhöhung in so kurzer Zeit. Auch der vielbeachtete „Dot Plot“ der Fed-Mitglieder hat sich zuletzt nicht dramatisch verändert, was ebenfalls als ein Hinweis auf graduelle Zinserhöhungen gewertet werden kann. Auf der anderen Seite möchte die Fed gerne die Zinsen deutlich angehoben haben, bevor sie anfängt, ihre aufgeblähte Zentralbankbilanz (Stichwort QE) wieder

abzubauen. Dementsprechend ist eine Zinserhöhung auf der Sitzung am 13. und 14. Juni sehr wahrscheinlich, zumal die wirtschaftlichen Daten in der Summe nach wie vor sehr gut sind. Sollte sie dann nicht handeln, könnte die Fed dies zu einem späteren Zeitpunkt als eine verpasste Chance einstufen. In der zweiten Jahreshälfte könnte das Tempo der Zinserhöhungen nachlassen und nur noch ein weiterer Zinsschritt erfolgen. Allerdings scheint es innerhalb der Notenbank eine nicht geringe Anzahl von Mitgliedern zu geben, die schon in diesem Jahr mit der Rückführung der Bilanzsumme beginnen möchte. Eine solche Entscheidung könnte ebenfalls zu höheren Kapitalmarktrenditen führen, sodass sie als Äquivalent einer weiteren Zinserhöhung angesehen werden könnte.

	Stand	Veränderung zum			
	06.04.2017 17:53	30.03.2017 -1 Woche	03.03.2017 -1 Monat	05.01.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	20709	-0,1%	-1,4%	4,1%	4,8%
S&P 500	2361	-0,3%	-0,9%	4,0%	5,4%
Nasdaq	5864	-0,8%	-0,1%	6,9%	8,9%
DAX	12231	-0,2%	1,7%	5,6%	6,5%
MDAX	24111	1,3%	2,9%	8,2%	8,7%
TecDAX	2034	-0,3%	5,6%	10,6%	12,3%
EuroStoxx 50	3493	0,3%	2,6%	5,3%	6,1%
Stoxx 50	3160	0,0%	1,4%	3,6%	5,0%
SMI (Swiss Market Index)	8638	-0,8%	-0,4%	2,9%	5,1%
FTSE 100	7303	-0,9%	-1,0%	1,5%	2,2%
Nikkei 225	18861	-1,1%	-3,1%	-3,4%	-1,3%
Brasilien BOVESPA	64826	-0,7%	-2,9%	4,4%	7,6%
Russland RTS	1149	1,0%	3,7%	-2,7%	-0,3%
Indien BSE 30	29927	0,9%	3,8%	11,3%	12,4%
China Shanghai Composite	3282	2,2%	2,0%	3,7%	5,7%
MSCI Welt (in €)	1846	0,1%	-1,0%	2,1%	4,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	969	0,8%	3,3%	8,4%	11,3%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	162,37	93	-161	-117	-178
Bobl-Future	132,21	43	-163	-124	-142
Schatz-Future	112,35	12	-13	8	5
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	-1	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,28	-2	-6	-2	0
3 Monats \$ Libor	1,15	0	5	14	15
Fed Funds Future, Dez 2017	1,24	-1	0	13	0
10-jährige US Treasuries	2,36	-5	-13	0	-8
10-jährige Bunds	0,26	-7	-9	10	15
10-jährige Staatsanl. Japan	0,06	0	0	1	2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,14	3	6	6	6
US Treas 10Y Performance	573,75	0,2%	1,1%	0,2%	0,8%
Bund 10Y Performance	614,47	0,7%	1,0%	0,7%	0,3%
REX Performance Index	485,28	0,2%	-0,2%	0,3%	0,0%
IBoxx AA, €	0,67	-6	-7	-5	-1
IBoxx BBB, €	1,44	-6	-10	-8	-6
ML US High Yield	6,17	5	15	-14	-29
JPM EMBI+, Index	804	0,0%	0,9%	2,8%	4,1%
Wandelanleihen Exane 25	7054	0,0%	0,9%	1,2%	2,0%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	416,92	-0,2%	-2,4%	-2,8%	-0,9%
MG Base Metal Index	299,64	-1,9%	-1,5%	5,4%	7,1%
Rohöl Brent	54,72	3,3%	-1,7%	-2,6%	-3,5%
Gold	1250,75	0,1%	2,1%	5,7%	8,1%
Silber	18,24	-0,1%	3,1%	9,5%	13,6%
Aluminium	1948,00	-0,7%	3,4%	13,9%	14,3%
Kupfer	5865,25	-1,2%	-0,7%	5,5%	6,2%
Eisenerz	80,50	-1,8%	-12,5%	3,9%	0,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	1223	-7,6%	30,2%	24,4%	27,3%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0649	-0,8%	0,8%	1,4%	1,0%
EUR/ GBP	0,8529	-0,8%	-1,0%	-0,1%	-0,1%
EUR/ JPY	118,26	-0,9%	-2,1%	-3,4%	-4,2%
EUR/ CHF	1,0698	0,0%	0,2%	-0,1%	-0,4%
USD/ CNY	6,8955	0,1%	-0,1%	0,1%	-0,8%
USD/ JPY	110,71	-1,1%	-2,9%	-4,0%	-5,3%
USD/ GBP	0,8010	0,1%	-1,8%	-0,5%	-1,0%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@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 herein 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.