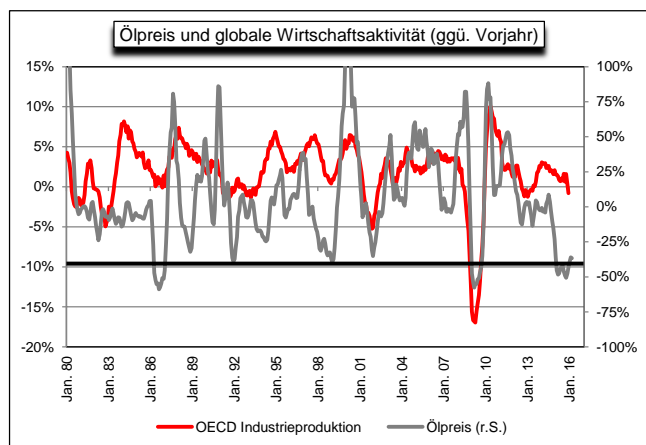


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Ölpreis: Mehr als nur eine Zwischenerholung?

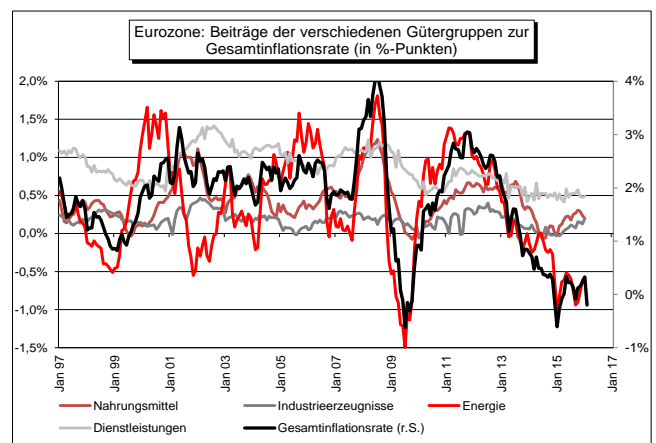
Seit dem Sommer 2014 befindet sich der Ölpreis im Sinkflug: Lag der Preis von einem Barrel Öl (159 Liter) damals bei rund 110 US-Dollar, so ist für dieselbe Menge des „schwarzen Goldes“ heute nur etwa 40 US-\$ zu bezahlen. Mitte Februar war der Ölpreis sogar nochmals 10 US-Dollar niedriger. In Euro und auf den Liter umgerechnet ist der Preis in diesem Zeitraum von rund 0,50 auf gut 0,20 Euro gesunken. Dieser Einbruch hat weitreichende Konsequenzen und zwar sowohl für die globale Wirtschaft als auch für die Kapitalmärkte. Vor einem Jahr gingen fast alle Ökonomen davon aus, dass der Rückgang des Ölpreises mit einem kleinen Konjunkturprogramm gleichzusetzen sei: Da niedrigere Energiepreise für Verbraucher wie eine Steuer senkung wirken, würden sich daraus positive wirtschaftliche Effekte in den Ölimportländern ergeben, so die nahezu einhellige Meinung.

Wir hatten damals Berechnungen angestellt, die zu dem Ergebnis kamen, dass bei einem Ölpreis von 60 US-\$ die deutsche Ölrechnung um 24 Milliarden Euro (rund 0,8% des deutschen Bruttoinlandsproduktes) sinken würde. Der Absturz des Ölpreises hat allerdings dazu geführt, dass diesen positiven Effekten auch weitreichende negative Konsequenzen auf Seiten der Ölförderländer gegenüberstehen. Wegbrechende Einnahmen der Ölproduzenten bringen Unternehmen und Staatshaushalte in arge Bedrängnis, Firmenpleiten und Rezessionen, wie in Brasilien und Russland, sind die Folge. Dies beweist wieder einmal, dass ein Zuviel von einer Sache genauso negative Konsequenzen haben kann wie ein Zuwenig. Der Blick in die Vergangenheit zeigt, dass ein Ölpreisrückgang von mehr als 30% im Vorjahresvergleich der Weltwirtschaft häufig mehr geschadet als genutzt hat.



Auch an den Kapitalmärkten hat der Preisverfall des Rohöls heftige Spuren hinterlassen. Vor allem seit Sommer letzten Jahres hat man den Eindruck, dass der Ölpreis und die Aktienmarktentwicklung einen hohen Gleichlauf aufweisen. Je stärker der Ölpreis unter Druck geriet, umso stärker gingen die Börsen in die Knie – und umgekehrt. Und selbst für den Rentenmarkt spielt der Ölpreis eine wichtige Rolle, weil er dafür gesorgt hat, dass in vielen Ländern die Inflation in den Keller gegangen ist. Insbeson-

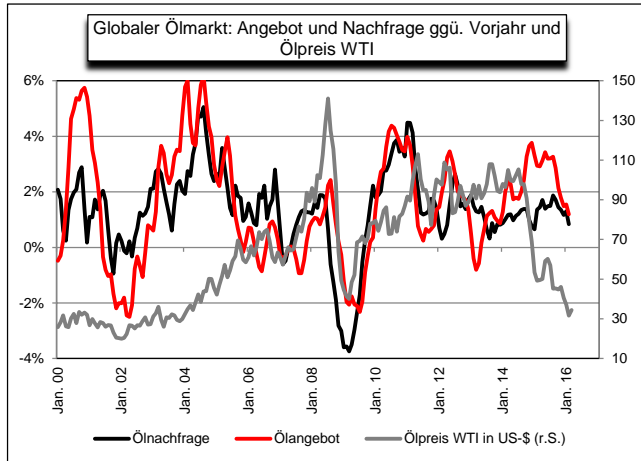
dere die EZB betont angesichts der zuletzt negativen Gesamtinflationsrate, dass die Deflationsrisiken in der Eurozone zugenommen haben und die Geldpolitik von daher weiter gelockert werden müsste. Dies hat dazu geführt, dass die Renditen für deutsche Bundesanleihen bis zu einer Laufzeit von sieben Jahren negativ sind. Ein steigender Ölpreis könnte von daher viele positive Effekte mit sich bringen, angefangen von einer Verbesserung der Konjunkturperspektiven, über höhere Aktienkurse bis hin zu (etwas) höheren Zinsen. Doch stellt die Ölpreisentwicklung der vergangenen vier Wochen tatsächlich eine Trendwende dar oder ist sie nicht mehr als nur eine temporäre Erholung?



Um diese Frage beantworten zu können, muss man zunächst den Ursachen des Ölpreisverfalls auf den Grund gehen. Unseres Erachtens ist dieser Rückgang in erster Linie auf die deutliche Ausweitung der Ölförderung von Anfang 2014 bis Mitte 2015 zurückzuführen. Diese hat dazu geführt, dass das Ölangebot mit einer Zuwachsrate von 3-4% gegenüber dem Vorjahr weitaus schneller gewachsen ist als die Ölnachfrage, die nur um rund 1,5% zugelegt hat. Aber nicht nur das physische Überangebot von Rohöl, auch der Abbau spekulativer Longpositionen von Finanzinvestoren hat den Preisrückgang verstärkt und beschleunigt. Für das hohe Ölangebot sind vor allem die USA verantwortlich, die mit der Frackingtechnologie ihre Ölförderung von weniger als 6 Millionen Barrel Anfang 2012 auf in der Spitze 9,5 Millionen Barrel im Sommer 2015 erhöht haben. Aber auch OPEC-Länder, wie Saudi Arabien und der Irak, sowie Nicht-OPEC-Produzenten, wie Russland und Norwegen, haben ihre Fördermengen kontinuierlich ausgeweitet.

Dies hat zu einem klassischen „Schweinezyklus“ im Ölsektor geführt. Ein hoher und dazu noch steigender Preis bedeutet, dass Produzenten mehr verdienen und höhere Gewinne erzielen. Um die Gewinne noch weiter zu steigern, wird investiert, und es entstehen neue Kapazitäten, die nach und nach zu einem Überangebot führen, weil die Nachfrage nicht Schritt halten kann. Die Folge ist ein beginnender und sich beschleunigender Preisverfall. Mehr und mehr Unternehmen erleiden Verluste, sodass nicht mehr investiert wird und der Kapazitätsaufbau zum Erliegen kommt. Je länger die Verlustsituation für die Unternehmen anhält, desto mehr gehen Pleite und scheiden aus dem Markt aus – und

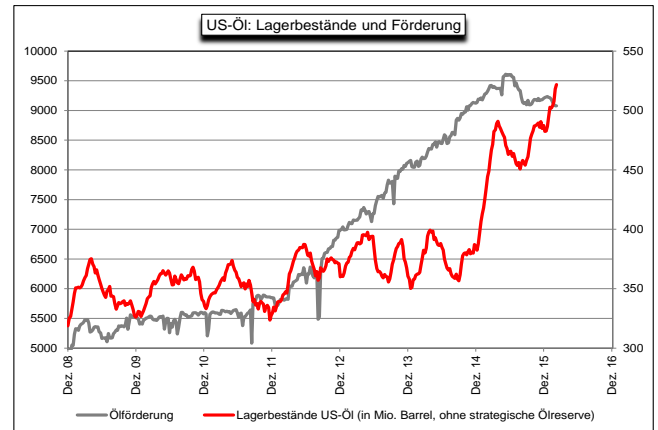
mit ihnen auch ihre Produktionskapazitäten. Ab einem bestimmten Punkt fällt das Angebot unter die Nachfrage, und die Preise beginnen wieder zu steigen. Die im Markt verbliebenen Firmen machen wieder Gewinn und beginnen erneut zu investieren, sodass der Zyklus von vorne beginnt.



Entscheidend für die weitere Preisentwicklung ist, ob schon genügend Produzenten aus dem Markt ausgeschieden sind, sodass man erwarten kann, dass das Ölangebot zukünftig sinken wird. Die OPEC-Staaten haben in den vergangenen Wochen signalisiert, dass sie ihre Förderquoten zwar nicht senken, aber zumindest konstant halten wollen. Dies ist immerhin ein Fortschritt gegenüber dem OPEC-Treffen im November 2015, als Saudi-Arabien ein solches Vorgehen noch kategorisch ausgeschlossen hatte, wodurch sich der Ölpreisverfall damals deutlich beschleunigte. Allerdings ist nicht sicher, ob sich alle Länder auch an ihre Zusage halten 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. Von daher halten wir es auch für keineswegs als ausgemacht, dass die OPEC ihre Fördermengen nicht doch steigert. Der Druck, mehr Öl zu pumpen, nimmt vor allem dann zu, wenn sich die Preise erholen. Denn für diesen Fall muss (nicht nur) jedes OPEC-Mitglied befürchten, dass andere (auch nicht der OPEC angehörende) Länder ihre Förderquoten wieder erhöhen.

Die deutlichsten Signale für eine Verringerung des Ölangebots gehen derzeit von den USA aus. Die Industrieproduktion im Sektor „Drilling Oil & Gas Wells“ lag im Januar 2016 um mehr als 60% unter dem Vorjahresniveau. Gleiches gilt für den sogenannten „Rig Count“, also die Anzahl der aktiven Ölbohranlagen: Während noch Anfang 2012 mehr als 2000 Anlagen in Betrieb waren, sind es aktuell weniger als 500, Tendenz weiter fallend. Von daher ist es auch nicht überraschend, dass sich in den USA die Ölförderung bereits verringert hat. Im Sommer 2015 wurden täglich 9,5 Millionen Barrel Öl gefördert, derzeit sind es noch etwas mehr als 9 Millionen Barrel, womit die Förderung auf demselben Niveau liegt wie Ende 2014. Dieser grundsätzlich positiven Entwicklung, die aus unserer Sicht auch dazu führen wird, dass sich der Ölpreis langfristig wieder erholen wird, steht allerdings die kurzfristig negativ zu

beurteilende Entwicklung bei den Öllagerbeständen gegenüber. Denn trotz der rückläufigen Förderung sind die Lagerbestände bis zuletzt kontinuierlich angestiegen. Mit mehr als 520 Millionen Barrel Öl sind die Lager besser gefüllt als je zuvor. Solange sich aber die Lagerbestände nicht zurückbilden, solange kann auch noch nicht davon gesprochen werden, dass Angebot und Nachfrage ein neues Gleichgewicht gefunden haben – ganz zu schweigen davon, dass das Angebot geringer als die Nachfrage ist.



Von daher gehen wir davon aus, dass es sich bei der gegenwärtigen Stabilisierung des Ölpreises noch nicht um eine generelle Trendwende hin zu dauerhaft höheren Preisen handelt. Allerdings rechnen wir auch nicht mehr damit, dass die diesjährigen Tiefstpreise nochmals erreicht oder sogar unterschritten werden. Erst für die zweite Jahreshälfte sehen wir die Chance einer nachhaltigen Erholung des Ölpreises. Das bedeutet aber auch, dass es für die Aktienmärkte – zumindest von der Ölpreisentwicklung – noch keine generelle Entwarnung geben kann. Was aber positiv stimmt, ist die Tatsache, dass die Gewinnerwartungen für die US-Ölunternehmen schon sehr stark nach unten revidiert worden sind. Fällt der Ölpreis nicht mehr nachhaltig unter die 30 US-\$-Marke, dürfte es kaum notwendig sein, die Gewinnprognosen noch weiter nach unten zu schrauben.

Die Inflationsrate in der Eurozone dürfte in den nächsten Monaten noch im negativen Bereich verharren. Da der Ölpreis im vergangenen Jahr in den ersten 6 Monaten von 40 auf 60 US-\$ angestiegen ist, hat dieser Effekt isoliert betrachtet zu einem Preisanstieg von 0,5 Prozentpunkten beigetragen. Ist unsere Einschätzung zutreffend, dass sich der Ölpreis im Laufe des zweiten Halbjahres Richtung 45 US-\$ erholt, würde der Ölpreis dann am Jahresende um 10% und am Jahresanfang 2017 um mehr als 40% über dem Vorjahresniveau liegen. Auf Basis einer Regressionsrechnung kommen wir zu dem Ergebnis, dass die Energiekomponente im Warenkorb der Eurozone Ende des Jahres 2016 um 4% und Anfang 2017 um 10% über dem jeweiligen Vorjahresniveau liegen wird. In diesem Fall könnten die Energiepreise 0,4 bzw. 1,0 Prozentpunkte zur Gesamtinflation beitragen – im Unterschied zum derzeitigen Beitrag von -0,6 Prozentpunkten. Von daher wäre es mehr als plausibel anzunehmen, dass die Inflationsrate Ende 2016 bei knapp 1% und Anfang 2017 bei rund 1,5% liegen wird. Von daher sollten die Renditen für Bundesanleihen im 2. Halbjahr wieder ansteigen.

Wochenausblick für die Zeit vom 14. bis 18. März 2016

	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	-0,4%	-0,2%	-0,5%	-0,7%	-0,2%		18. März
D: Produzentenpreise, y/y	-2,3%	-2,5%	-2,3%	-2,4%	-2,7%		18. März
E-19: Industrieproduktion, m/m	0,9%	-0,5%	-1,0%	0,8%			14. März
E-19: Industrieproduktion, y/y	2,2%	1,4%	-0,3%	0,5%			14. März
E-19: Inflationsrate m/m	0,1%	-0,1%	0,0%	-1,4%	0,1%		17. März
E-19: Inflationsrate y/y	0,1%	0,1%	0,2%	0,3%	-0,2%		17. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: EZB will mit aller Macht die Kreditvergabe ankurbeln



In der Vergangenheit konnte ein enger Zusammenhang zwischen der Wachstumsrate der Geldmenge und der Kreditvergabe beobachtet werden. Diese enge Korrelation macht auch ökonomisch Sinn, denn eine lockere Geldpolitik der Notenbank erleichtert die Kreditvergabe und führt fast automatisch zu einem Anstieg der Geldmenge. In den letzten Jahren hat sich dieser Zusammenhang deutlich abgeschwächt, da durch die ultralockere Geldpolitik und die Aufkaufprogramme von Anleihen zwar die Geldmenge erhöht wurde, aber trotzdem der Anreiz zur Vergabe von Krediten begrenzt blieb. Das liegt zum einen an regulatorischen Vorgaben, da im Vergleich zu früheren Jahren in den Banken heute mehr Eigenkapital für die Kreditvergabe hinterlegt werden muss; zum anderen spielt aber auch die Nachfrage nach Krediten eine Rolle: Wenn Unternehmen sich über ihren Cash Flow oder über den Kapitalmarkt gut refinanzieren können, fällt die Nachfrage nach Bankkrediten zwangsläufig geringer aus. So hat sich eine Situation entwickelt, in der die Kreditvergabe mit weniger als einem Prozent wächst, obwohl die Wachstumsrate der Geldmenge M3 – unterstellt man frühere Zusammenhänge – eher eine Wachstumsrate in der Kreditvergabe von etwa 5% hätte

erwarten lassen. Der EZB ist das ein Dorn im Auge, denn eine derart schwache Kreditvergabe erhöht das Risiko einer Deflation. Da die EZB eine Deflation (zu Recht) fürchtet wie der Teufel das Weihwasser, hat sie schon seit längerer Zeit einen negativen Einlagenzins festgelegt, der heute nochmals auf jetzt -0,4% gesenkt wurde. Dieser negative Einlagenzins wirkt wie eine Strafsteuer auf nicht vergebene Kredite. Allerdings belastet dieser negative Einlagenzins Geschäftsbanken derart, dass die EZB kaum eine weitere Senkung vornehmen wird. Statt dessen bestreitet sie nun einen ganz neuen Weg und offeriert Geschäftsbanken Refinanzierungsgeschäfte mit negativem Zins. Lässt man technische Details beiseite, läuft dies letztlich auf eine Subventionierung der Kreditvergabe hinaus. Damit hat die EZB ein neues Kapitel in der Implementierung unkonventioneller geldpolitischer Instrumente aufgeschlagen. Die EZB zeigt damit indirekt aber auch, dass sie mit Sorgen auf die realwirtschaftliche Entwicklung schaut. Bei einem weitgehend positiven Ausblick wäre der Einsatz solcher Instrumente nicht notwendig gewesen. Dies erklärt vermutlich auch die verhaltene Marktreaktion am Aktienmarkt auf die Ankündigungen Draghis.

	Stand	Veränderung zum			
	10.03.2016 18:05	03.03.2016 -1 Woche	09.02.2016 -1 Monat	09.12.2015 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	16934	-0,1%	5,7%	-3,2%	-2,8%
S&P 500	1982	-0,6%	7,0%	-3,2%	-3,0%
Nasdaq	4674	-0,7%	9,5%	-6,9%	-6,7%
DAX	9498	-2,6%	7,0%	-10,3%	-11,6%
MDAX	19156	-2,5%	8,0%	-7,5%	-7,8%
TecDAX	1567	-5,0%	5,1%	-14,5%	-14,4%
EuroStoxx 50	2971	-1,4%	8,6%	-9,4%	-9,1%
Stoxx 50	2793	-1,7%	6,7%	-9,6%	-9,9%
SMI (Swiss Market Index)	7894	-0,7%	4,1%	-8,5%	-10,5%
Nikkei 225	16852	-0,6%	4,8%	-12,7%	-11,5%
Brasilien BOVESPA	48691	3,2%	20,0%	5,6%	12,3%
Russland RTS	834	4,5%	20,8%	5,3%	10,2%
Indien BSE 30	24623	0,1%	2,5%	-1,6%	-5,7%
China Shanghai Composite	2804	-1,9%	1,5%	-19,2%	-20,8%
MSCI Welt (in €)	1598	-2,2%	8,2%	-5,8%	-6,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	788	-1,3%	8,8%	-2,8%	-3,2%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	161,18	-441	-345	292	326
Bobl-Future	130,53	-272	-222	-33	-14
Schatz-Future	111,73	-22	-17	24	22
3 Monats Euribor	-0,22	-1	-5	-11	-9
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,34	5	-2	-17	0
3 Monats \$ Libor	0,63	0	1	14	2
Fed Funds Future, Dez 2016	0,63	5	18	-19	0
10-jährige US Treasuries	1,95	12	22	-26	-32
10-jährige Bunds	0,31	13	7	-30	-33
10-jährige JGB	-0,02	1	-1	-31	-27
US Treas 10Y Performance	586,19	-0,3%	-1,1%	3,5%	3,9%
Bund 10Y Performance	604,74	-0,6%	0,0%	4,2%	4,5%
REX Performance Index	482,74	-0,1%	-0,1%	1,8%	1,8%
Hypothekenzinsen USA	3,64	0	-8	-29	-37
IBOXX AA, €	1,00	4	-6	-24	-29
IBOXX BBB, €	2,16	3	-22	-3	-11
ML US High Yield	8,85	-9	-114	27	-4
JPM EMBI+, Index	733	0,5%	4,1%	2,9%	4,0%
Wandelanleihen Exane 25	6576	0,0%	3,2%	-4,7%	-5,5%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	382,08	2,5%	4,8%	0,3%	0,7%
MG Base Metal Index	243,69	0,4%	6,6%	7,1%	4,9%
Rohöl Brent	39,14	6,2%	16,5%	-3,1%	7,1%
Gold	1268,30	0,9%	6,3%	18,3%	19,4%
Silber	15,40	1,4%	-0,3%	8,8%	11,2%
Aluminium	1579,25	-1,2%	6,7%	6,2%	5,3%
Kupfer	4945,00	1,7%	9,5%	7,9%	5,1%
Eisenerz	61,30	17,2%	36,8%	53,3%	40,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	376	9,9%	29,2%	-31,1%	-21,3%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1150	2,3%	-0,8%	1,9%	2,4%
EUR/ GBP	0,7802	1,0%	-0,1%	8,0%	5,9%
EUR/ JPY	126,16	1,6%	-2,3%	-5,9%	-3,7%
EUR/ CHF	1,1004	1,5%	0,1%	1,6%	1,6%
USD/ CNY	6,5070	-0,5%	-1,0%	1,2%	0,2%
USD/ JPY	113,34	-0,3%	-2,2%	-6,7%	-5,8%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jaspermeite	+49 40 3282-2439	cjaspermeite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung 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. 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 und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. 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.