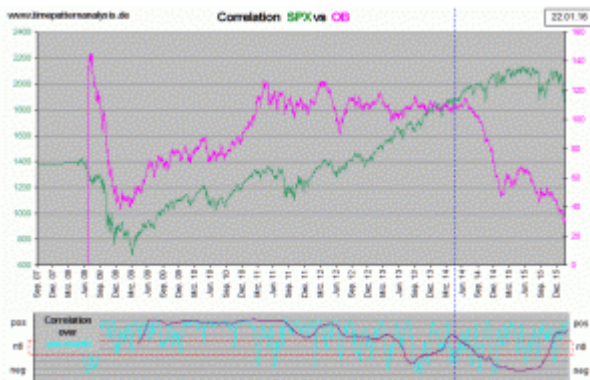


Ölpreise und Risiko

Description

Die Korrelation zwischen Ölpreisen und Aktienkursen ist mittlerweile sehr ausgeprägt – schwache Ölpreise laufen mit schwachen Aktienkursen zusammen, und umgekehrt. Der Korrelationskoeffizient in einem Monats-Fenster liegt aktuell bei fast 95%, über ein Jahr kommt er auf fast 65%. Zwischen Mitte 2009 und Jahresende 2011 war der Koeffizient in einem Fenster über ein Jahr mit Werten über 80% noch ausgeprägter, das fiel in die erste Phase des Bull-Runs seit der Finanzkrise 2008.



Starke Veränderungen beim Ölpreis sind entweder Ausdruck von politischen, wirtschaftlichen oder militärischen Verwerfungen. Oder umgekehrt, Ölpreisverwerfungen führen zu unterschiedlichen Krisen. Öl ist der zentrale Rohstoff in den zurückliegenden mehr als hundert Jahren – da wundert dieser enge Zusammenhang nicht. Goldman Sachs schätzt, dass Öl auf einen Anteil von etwa 45% an allen weltweit geförderten Rohstoffen kommt.

Öl wird seit Ende des Zweiten Weltkriegs in Dollar fakturiert. Länder, die Erdöl importieren müssen, befinden sich damit in besonderer Abhängigkeit. Je schwächer ihre Landeswährung im Vergleich zum Dollar ist, umso teurer ist Erdöl für sie. Erdöl exportierende Länder hingegen akkumulieren hohe Dollarbeträge, die sogenannten Petrodollars, die Turbulenzen auslösen können, wenn sie auf die Reise geschickt werden.

Wahrscheinlich unterliegt kein Rohstoff so direkten Manipulationen wie Röhöl. Die OPEC (Organisation erdölexportierender Länder) umfasst mit Saudi-Arabien, den Vereinigten Arabischen Emiraten, Iran, Kuwait und Venezuela fünf der zehn größten ölfördernden Länder der Welt. Ziel der OPEC ist es, den Preis von



Erdöl zum Nutzen der Mitgliedsländer zu stabilisieren. Die OPEC-Mitglieder passen dazu ihre Ölfördermengen unter Beachtung ihrer jeweiligen Förderquoten an. Die anderen fünf bedeutenden Förderländer sind die USA, Russland, Kanada, China und Mexiko.

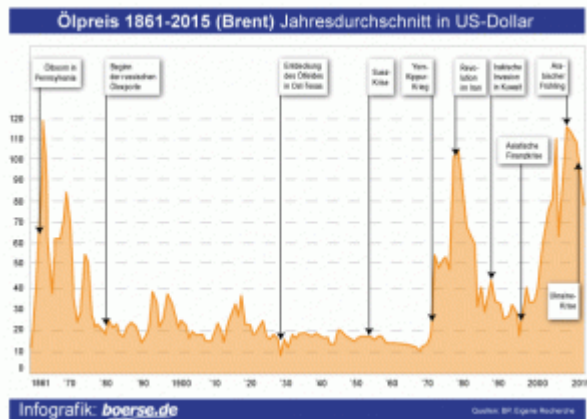
Saudi-Arabien hat als OPEC-Mitglied mit der größten Fördermenge zusammen mit anderen OPEC-Staaten seit 2014 die Fördermengen stetig erhöht. Ein Ziel dabei ist, durch billiges Öl das Fracking in den USA unrentabel zu machen. Fracking ist im Vergleich zu herkömmlichen Fördermethoden deutlich teurer, in Zeiten der Nullzinspolitik wurden günstige Darlehen zur Finanzierung der unkonventionellen Förderung aufgenommen. Das verzerrt das betriebswirtschaftliche Bild der hier tätigen Unternehmen und macht sie anfällig gegen Zinsveränderungen. Damit Fracking zumindest nicht unrentabel wird, [sind im Mittel Ölpreise von über 55 Dollar erforderlich](#).

Durch Fracking in den USA, die hohen Fördermengen Saudi-Arabiens und anderer OPEC-Staaten, sowie durch die Aussicht, dass der Iran mit dem Ende der Sanktionen seine Ölvorräte auf den Weltmarkt bringen wird, sind die Ölpreise über ein hohes Angebot auf historisch niedrigem Niveau angekommen. Die OPEC hat Ende 2015 für 2016 einen Anstieg der weltweiten, täglichen Nachfrage nach OPEC-Rohöl um lediglich 1,5 Mio. Barrel auf 30,8 Mio. Barrel vorhergesagt. Die relativ schwache Nachfrageentwicklung lässt zusammen mit dem Überangebot und der sich abzeichnenden globalen Wachstumsschwäche nicht erwarten, dass die Ölpreise aus wirtschaftlichen Gründen bald wieder in Regionen deutlich jenseits von 50 Dollar vorstossen. Zeitweilig durchbrachen sie zuletzt die Marke von 30 Dollar.

Vor allem ärmere Staaten wie Libyen, Algerien, Venezuela oder Nigeria sehen ihren Staatshaushalt durch die niedrigen Ölpreise stark belastet. Selbst Saudi-Arabien rechnet erstmals seit langer Zeit mit einem Haushaltsdefizit und muss sich Geld an den internationalen Finanzmärkten leihen. Staaten wie Algerien, Venezuela und Nigeria finanzieren mehr als die Hälfte ihres Haushalts aus Öl-Einnahmen. Damit für diese Länder der Staatshaushalt ausgeglichen wäre, müsste der Preis für ein Barrel Öl bei 120 – 125 Dollar liegen. Auch in Russland und in Norwegen fehlen Einnahmen. Dadurch kommt es in der Ölindustrie zum Abbau von Arbeitsplätzen, sodass in Norwegen die Arbeitslosenzahlen seit 2014 erheblich angestiegen sind.

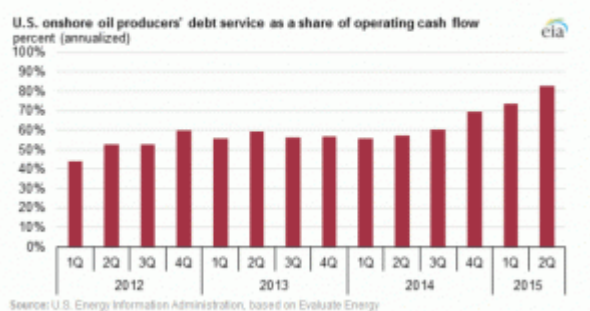
Die Nachfrage-Länder ohne eigene Ölvorkommen profitieren vom niedrigen Ölpreis – die Kosten der industriellen Produktion sinken, der Verbraucher hat mehr Geld für allgemeinen Konsum zur Verfügung. Im Herbst 2014, als der Ölpreisfall Fahrt aufgenommen hatte, war das die weitverbreitete Hoffnung – [man sah die sinkenden Ölpreise als Konjunkturprogramm](#). Mittlerweile zeigen die Makrodaten aus den USA jedoch ein anderes Bild. Die jährlichen Steigerungsraten der Einzelhandelsumsätze haben seit August 2011 beständig nachgegeben. Seinerzeit lagen sie noch bei 7,5%, Ende 2014 wurden immerhin noch 4,9% gemeldet, mittlerweile werden gerade 2,5% erreicht. Die Sparquote hingegen hatte im Dezember 2013 mit 4,3% ihren Tiefpunkt nach der Finanzkrise, aktuell sind es 5,5%. Offenbar bleiben die privaten Haushalte in der Deckung, mit Sicherheit spielt das weiterhin hohe Schuldenniveau dabei eine Rolle.

Wenn der Ölpreis so niedrig bleiben sollte, geraten die Ölförderländer unter erheblichen finanziellen Druck, wie zurzeit in Venezuela, Nigeria oder Aserbaidshan erkennbar. Das saudische Königshaus macht große Anstrengungen, um trotz weniger Geld das Wohlbefinden seiner Bürger zu erhalten, [schreibt Dr. Martin Hüfner dazu in seinem jüngsten Wochenkommentar](#). Daraus können innenpolitische Verwerfungen resultieren, alte außenpolitische Allianzen können zerbrechen, neue entstehen. Auch kriegerische Auseinandersetzungen werden wahrscheinlicher. Was in Syrien geschieht, gibt eine Vorahnung. Der folgende Chart zeigt den Zusammenhang zwischen Ölpreis und wichtigen politischen Entwicklungen.



Eine weitere Auswirkung dauerhaft niedriger Ölpreise betrifft die Fracking-Unternehmen v.a. in den USA. An Unternehmensschulden sind dort insgesamt etwa 8,4 Bill. Dollar ausstehend. Der Anteil der Schulden im non-Investment-Grade-Segment liegt bei etwa 25% (zum Vergleich: Vor zehn Jahren lag der Anteil noch bei etwa 15%). Ein erheblicher Anteil in diesem Segment entfällt auf Unternehmen im Fracking-Bereich – Schätzungen gehen von bis zu 600 Mrd. Dollar aus. Wie eng es finanziell für solche Firmen ist, zeigt auch, dass im zweiten Quartal 2015 im Mittel 83% des operativen Cash-Flow für den Schuldendienst ausgewendet werden mussten (der Chart befasst sich mit „onshore“-Firmen, das sind hauptsächlich solche im Fracking-Bereich). Erste Pleiten hat es bereits gegeben.

Debt service uses a rising share of U.S. onshore oil producers' operating cash flow



Weitere Pleiten dürften anstehen, wenn der Ölpreis niedrig bleibt und wenn die Finanzierungsbedingungen sich weiter so ungünstig entwickeln wie zuletzt. Im Mai 2015 lag der Spread von Hi-yield-Anleihen zu zehnjährigen Staatsanleihen in den USA noch bei 4,5%, aktuell sind es um die 8%. So hoch war er zuletzt im September 2011, damals kostete Öl noch fast viermal so viel. Die Liquidität ist gegenwärtig auf dem Rückzug, das führt ebenso wie die angespannte finanzielle Lage vieler Fracking-Unternehmen dazu, dass der Spread hoch bleiben wird.

Der Anteil der Energieunternehmen im S&P 500 liegt bei etwa 20%. Die Gewinne der im Index vertretenen Unternehmen werden für das vierte Quartal 2015 im Jahresvergleich um 4,9% sinkend erwartet; Energiewerte herausgerechnet, sollen es +1,3% werden. Die Unternehmensbewertung ist ohnehin schon hoch, da sind solche Werte wenig geeignet, neue Kursphantasie zu entfachen.



Wenn der Ölpreis (etwa aus geopolitischen Gründen) deutlich und dauerhaft steigen sollte, würde das zwar die Gewinnsituation der Energieunternehmen wieder verbessern und das Pleiterisiko bei hochverschuldeten Fracking-Unternehmen herabsetzen. Aber dann kommt relativ bald der Punkt, wo die Ölpreise, die schon mit sinkenden Notierungen nicht zu einem wirklichen Konjunkturprogramm taugten, zu einer Konjunkturbremse werden – und das zu einer Zeit, die ohnehin von Wachstumsschwäche geprägt ist.

Alles zusammen genommen ist der niedrige Ölpreis Ausdruck einer ganzen Reihe von politischen, wirtschaftlichen und finanziellen Friktionen. Sollte er auf dem erreichten niedrigerem Niveau verharren oder sogar wieder weiter implodieren, verstärkt das die zugrundeliegenden Brüche. Im Jahre 2008 wurde die Finanzkrise „vorbereitet“ durch eine Explosion der Ölpreise bis auf über 140 Dollar, jetzt könnte die Implosion der Ölpreise eine ähnliche Entwicklung ankündigen. „Könnte“ heißt nicht „muss“, aber große Anleger scheuen zunehmend das Risiko. Allein das sollte schon zu denken geben.

Nachtrag:

(29.1.126) Die Ölpreise stiegen gestern "plötzlich" steil an. Das wird mit der Meldung in Verbindung gebracht, Saudi-Arabien könnte seine Fördermengen drosseln und hätte hierzu bereits Gespräche mit anderen Förderländern aufgenommen. Auch Russland wurde in diesem Zusammenhang erwähnt. Damit wird deutlich, dass Preise unter 30 Dollar dem Königreich richtig weh tun. Daher dürfte dieses Niveau künftig einen wichtigen Support bei der Preisentwicklung darstellen.