

# Die Gründe für die niedrigen Notierungen

**ÖLMARKT** Das Überangebot sorgt für Abwärtsdruck.

Die Talfahrt beim Erdölpreis hält an. Seit Jahresbeginn hat Rohöl der Sorte Brent bereits wieder mehr als 10% an Wert eingebüsst. Vom 2014 erreichten Höchst hat sich der Preis um 55% verringert und notiert aktuell bei rund 50\$, so niedrig wie zuletzt Anfang 2009 (vgl. Grafik).

Der Haupttreiber für den rasanten Kurssturz ist gemäss Analysten der Angebotsüberhang. Dank des Schieferölbooms in den USA schwimmt die Welt im Öl. Laut der amerikanischen Energy Information Administration stieg die US-Produktion im vergangenen Jahr um 16% auf 8,6 Mio. Fass pro Tag, was dem höchsten Wert seit rund dreissig Jahren entspricht. Im Dezember hat Russland derweil mit 10,7 Mio. Fass pro Tag das grösste Volumen seit Sowjetzeiten gefördert, während der Irak so viel Öl exportiert wie zuletzt in den 1980er-Jahren. Zudem nahm Libyen im vergangenen Jahr die Ölproduktion wieder auf.

## Opec ändert Spielregeln

Anders als in der Vergangenheit ist das Erdölkartell Opec nicht mehr bereit, die Preise zu stützen. Am letzten Opec-Treffen vom 27. November 2014 beschloss die Organisation, ihre Förderquoten unverändert zu lassen, worauf sich der Ölpreiserfall beschleunigte.

Wegen des sich abschwächenden Wachstums in China, dem weltweit grössten Ölimporteur, sowie der schleppenden Wirtschaft in Europa und Japan dürften vorerst kaum Impulse von der Verbraucherseite kommen. Ebenfalls dämpfend wirken die als Reaktion auf die hohen Energiepreise der vergangenen Jahre umgesetzten Energiesparmassen in vielen Ländern.

«Eine Trendwende ist nicht in Sicht», sagt Walter Schneider, Geschäftsführer von LaSalle Brokerage in Zürich. «So lange ein Überangebot herrscht, werden die Erdölpreise unter Druck bleiben», meint Schneider. Der Markt befände sich zwar in einer Übertreibungsphase, diese könnte aber anhalten.

## Steigender Preis erwartet

Erst eine Angebotskürzung dürfte zu einer Trendumkehr führen. Zwar weiss niemand, ab welchem Erdölpreis das Angebot spürbar gedrosselt wird. Die meisten Analysten schätzen jedoch, dass die Grenzkosten – das heisst die Kosten für die Produktion eines zusätzlichen Fasses Öl – für US-Schieferöl bei rund 60 bis 70\$ liegen. Das ist deutlich über dem aktuellen Preis. Da kein Produzent auf Dauer unter Kosten verkaufen kann, dürfte der ökonomische Druck zu einer Angebotsverknappung und damit mittelfristig zu höheren Preisen führen.

Damit rechnen auch gewisse Anleger. Ein Blick auf die an der New Yorker Rohstoffbörse gehandelten Futures-Kontrakte zeigt, dass die sogenannten «spekulativen Investoren» – im Gegensatz zu den kommerziellen Anlegern, die die Futures einzig zur Absicherung einsetzen – noch immer netto «long» positioniert sind. Sie erwarten somit einen höheren Ölpreis. Dasselbe gilt für die Analysten: Gemäss Bloomberg liegt die Konsensprognose für das schwarze Gold zum Jahresende bei 75\$. **SR**



# Förderunternehmen geraten in eine schwierige Lage

**INTERNATIONAL** Sinkende Cashflows erfordern eine Anpassung der Investitionen und/oder Dividenden. Zudem werden Wertberichtigungen auf Projekten und Reserven notwendig.

MARTIN GOLLMER

Der Ölpreiserfall bringt den Öl- und Gasunternehmen eine knifflige Aufgabe: Sie verdienen weniger und müssen nun entscheiden, wie sie die geschwundenen Mittel künftig einsetzen. Sollen sie Investitionen oder die Dividenden kürzen? Oder sollen beide hoch gehalten und wie in der Vergangenheit mit zusätzlichen Schulden finanziert werden? Weil das Öl im Boden nun deutlich weniger wert ist, müssen zudem wohl auch die Reserven neu bewertet werden.

Am 29. Januar läutet der niederländisch-britische Multi Royal Dutch Shell mit der Publikation der Zahlen zum vierten Quartal 2014 die Berichtssaison der grossen Öl- und Gasunternehmen ein. Dann wird sich zeigen, wie sich der Ölpreiserfall, der Mitte vergangenes Jahr einsetzte und ab Herbst an Fahrt gewann, auf Cashflows und Gewinne der Förderer ausgewirkt hat. Der Konsens der Analysten ist, dass die Profite zwischen Oktober und Dezember im Vergleich zum Vorjahr rund 20% gesunken sind.

## Was BP und andere tun

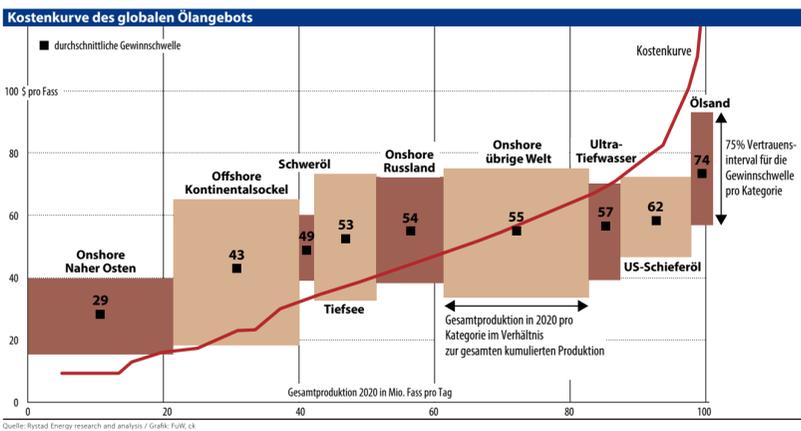
Wenn weniger verdient wird, kann weniger ausgegeben werden. Viele Unternehmen haben denn auch bereits Investitionskürzungen angekündigt. Die Analysten von Barclays gehen für die Multis für 2015 von Budgetreduktionen gegenüber 2014 von 15% aus. So hat etwa die britische BP, die bis 2018 jährliche Investitionen von 24 bis 26 Mrd. \$ geplant hatte, im Oktober angekündigt, dieses Budget in 2015 um 1 bis 2 Mrd. \$ zu kürzen. Im Dezember wurde mitgeteilt, diesen Betrag im Lichte des fortschreitenden Ölpreiserfalls nochmals überprüfen zu wollen.

Für die reinen Förderer könnte die Reduktion der Investitionen im Schnitt 30% oder mehr betragen. So plant etwa der in den Schiefergebieten der USA aktive Produzent Continental Resources für 2015 neu nur noch Investitionen von 2,7 Mrd. \$. Noch vor zwei Monaten betrug das Budget 4,6 Mrd. \$. Durch die Kürzungen gefährdet sind vor allem Förderprojekte mit hohen Kosten, etwa in den Ölsandgebieten Kanadas, in den Schieferregionen der USA und in sehr grossen Meerestiefen (vgl. Grafik). Die Investitionsreduktionen spüren nachgelagerte Unternehmen wie etwa der Schweizer Tiefseebohrkonzern Transocean, bei denen weniger Aufträge anfallen (vgl. Text rechts oben).

Die oft hohen Dividenden wollen die Öl- und Gasunternehmen – soweit bisher



BILD: DING JIANGZHU/PHOTODISC/RETNA



**Ölbohrung im Bohai-Meer in Südostasien: Der Ölpreiserfall macht einen Teil der Förderprojekte unrentabel, darunter auch solche in der Tiefsee.**



# Die dunklen Seiten des Preiserfalls beim schwarzen Gold

**USA** Nach der vorherrschenden Meinung profitiert die amerikanische Wirtschaft vom Rückgang der Energiepreise. Bei einem genaueren Blick ist das aber gar nicht so sicher.

CHRISTOPH GISIGER, New York

Öl ist das Schmiermittel für die Wirtschaft. Das gilt speziell für die Vereinigten Staaten, die mit einem täglichen Volumen von rund 19 Mio. Fass der weltgrösste Verbraucher sind. Das Gros der Ökonomen hofft deshalb, dass geringere Energiekosten die Konjunkturerholung in den USA beschleunigen werden. Entgegen dieser weit verbreiteten Annahme ist jedoch längst nicht klar, wie sich der Crash am Ölmarkt letztlich auf die US-Wirtschaft auswirken wird.

Auf den ersten Blick erscheint die Rechnung einfach: Obschon unkonventionelle Fördertechniken der heimischen Energieproduktion einen kräftigen Schub gegeben haben und sich das Handelsbilanzdefizit dadurch verkürzt hat, ist Amerika nach wie vor ein Nettoimporteur von Öl. Folglich sei der Preiserfolg ein unverhoffter Segen für die Wirtschaft, lautet der Konsens an Wallstreet. Profitieren sollte demnach besonders der Konsum als grösster Motor der US-Konjunktur. Das Marktforschungsinstitut IHS Global Insight beispielsweise schätzt, dass eine typische Familie dieses Jahr dank tieferen Benzinpreisen 750\$ einsparen kann.

Dieser Effekt müsste eigentlich den Einzelhandel in Schwung bringen. Doch bereits das ist fraglich. Wie der Datendienst FactSet vorrechnet, hat eine Rekordzahl von Detailhändlern den Gewinnausblick für das vierte Quartal gedämpft (vgl. Grafik 1). Dazu passt das schwache Ergebnis, das der Haushaltswarenverkäufer Bed Bath & Beyond am Donnerstag publiziert hat. Auch hat das Kaufhaus Macy's diese Woche unerwartet Restrukturierungen angekündigt.



Unklar sind ebenso die Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt. Die am Freitag veröffentlichten Daten für Dezember sind zwar besser als erwartet ausgefallen. Das Risiko ist jedoch gross, dass der Ölcrash das kräftige Jobwachstum im Energiesektor bremsen wird.



men, wogegen es in der Gesamtwirtschaft nur 5% waren (vgl. Grafik 2). Vor allem in Texas, North Dakota, Oklahoma und Louisiana hat der Jobmarkt dank des Energiebooms floriert.

## Houston, we have a problem

Dieser Trend ist nun in Gefahr. «Es ist sehr wahrscheinlich, dass sich das Wirtschaftswachstum in Texas verlangsamen wird», sagt Ökonomieprofessor Thomas Tunstall



von der Universität in San Antonio. Für problematisch hält er vor allem, dass der Ölpreis so rasch eingebrochen ist.

Eine erste Folge davon sind rückläufige Bohraktivitäten. Gemäss dem Equipmentlieferanten Baker Hughes haben Ölbohrungen in den USA seit Mitte des letzten Jahres bereits um 5% abgenommen (vgl. Grafik 3). Das ist wohl nur der Anfang, wie die Vergangenheit zeigt. Seit Ende der Neunzigerjahre gab es drei Phasen, in denen der Preis für ein Fass der Sorte WTI um mehr als 40% korrigiert hat. «Wenn man diese Perioden als Anhaltspunkt nimmt und sich der Ölpreis nicht erholt, wird bis zum Sommer rund die Hälfte aller Bohrtürme stillstehen», meint der Finanzmarktstrategie Jim Bianco.

## Bremsfaktor für Investitionen

Das wird das Investitionsklima negativ beeinflussen. Ausgaben von Unternehmen machen in den USA rund 15% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) aus und spielen damit eine grössere Rolle als der Häusermarkt. Gemäss einer Studie der Deutschen Bank investieren allein die Konzerne aus dem S&P 500 jährlich knapp 700 Mrd. \$ in Kapitalgüter, wovon fast ein Drit-

teil zu beachten, dass die global zwölf grössten Gesellschaften 2013 und 2014 gemäss Berechnungen der Analysten von Citi für Investitionen und Dividenden Beiträge von über 20% ihrer Cashflows ausgegeben haben. Die Konzerne haben also einen Teil der Kapitalausgaben und der Ausschüttungen an die Aktionäre mit zusätzlichen Schulden finanziert. Dass kann aber nicht unbeschränkt weitergehen. Die Analysten von Goldman Sachs gehen davon aus, dass die Multis bei tief bleibendem Ölpreis die Investitionen innerhalb von drei Jahren rund 30% zurückfahren müssen, wenn sie die Dividenden auf gegenwärtigem Niveau halten wollen.

## Das Wichtigste

- Erst eine Angebotsdrosselung kann den Ölpreis beleben.
- Förderunternehmen treten auf die Ausgabebremse.
- Die Bewertung der Energiemultis nimmt viel Negatives vorweg.
- Der tiefere Ölpreis ist für Amerikas Wirtschaft auch ein Risiko.
- Direkt betroffene Schweizer Unternehmen spüren noch wenig.

## Was Shell auszeichnet

Der niedrige Ölpreis führt auch dazu, dass die Unternehmen Fördervorhaben und Reserven im Boden neu bewerten müssen. Wegen den tiefen Notierungen sind Projekte nicht mehr rentabel und die Ausbeutung von Reserven wird unwirtschaftlich. Die Citi-Analysten schätzen, dass etwa Royal Dutch Shell 5% ihres Kapitals in Verlust bringenden Vorhaben gebunden hat. Bei der britischen BG Group könnte diese Zahl sogar 8% betragen. «Wertberichtigungen sind unvermeidbar», sagte Mark Sadeghian, Energiespezialist bei Fitch Ratings, gegenüber der Nachrichtenagentur Bloomberg.

Unter dem Ölpreiserfall haben auch die Aktien von Öl- und Gasunternehmen gelitten. Sie sind zurzeit so günstig wie seit 2000 nicht mehr (vgl. Text rechts unten). Möglich, dass die Kurse angesichts der unsicheren weiteren Entwicklung des Ölpreises noch etwas weiter fallen. Dem stehen aber offenbar weiterhin oft hohe Dividenden gegenüber. Wer sich damit begnügen kann, ist etwa mit den Titeln von Royal Dutch Shell gut bedient. Der Multi steht seit einem Jahr unter neuer Führung und setzt seither auf verbesserte Effizienz des eingesetzten Kapitals. Diese soll erreicht werden durch eine Verschlinkung des Projektportfolios, höhere Hürden für Wachstumsinvestitionen sowie ein verstärktes Augenmerk auf kosten- und zeitgerechte Projektumsetzung.



# Verlierer und Gewinner im SPI

**SCHWEIZ** Die Dienstleister und Zulieferer sind je nach Sektor unterschiedlich betroffen.

ARNO SCHMOCKER und CHRISTIAN BRAUN

Im internationalen Vergleich ist Öl und Gas an der Schweizer Börse mit Transocean marginal vertreten. Es gibt aber eine Reihe Aktien von Dienstleistern und Industriegüterherstellern, die in unterschiedlicher Ausprägung sehr wohl unter dem Zusammenbruch des Ölpreises und der sinkenden Investitionsneigung der Förderunternehmen leiden. Manche profitieren, wie folgende Kurzübersicht zeigt. Und einige sowohl als auch.

## Transocean

Der Tiefseebohrkonzern spürt die Auswirkungen des Ölpreiserfalls direkt. Er bewirkt sinkende Einnahmen, was zur Folge hat, dass die Konzerne mit Mitteln haushälterischer umgehen müssen. Viele haben denn auch bereits die Investitionen gekürzt. Betroffen sind vor allem teurere Förderprojekte, etwa in der Tiefsee. Transocean sieht sich – wie ihre Konkurrenten – einem schwindenden Auftragsvolumen gegenüber. Um Aufträge muss härter gekämpft werden, was zu sinkenden Tagesmieteätzen für Bohranlagen führt. Das könnte Auswirkungen auf das Kreditrating von Transocean haben. Moody's überprüft eine Senkung des Ratings Baa3. Der Konzern habe hohe Kapitalverpflichtungen, gleichzeitig sei die Branche im Abschwung, heisst es zur Begründung.

Sulzer CEO Klaus Stahlmann bestätigte an einem CS-Anlass Ende November, der Ölpreis verursahe kurzfristig «Gegenwind». Bereits im Zwischenbericht Mitte Oktober hatte der Konzern verdeutlicht, die «gestiegene Kapitaldisziplin, besonders von grossen Erdölgesellschaften», habe weniger Aufträge zur Folge. Die Öl-

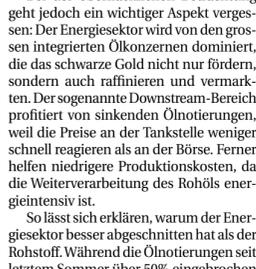
schon, haben Ölaktionen in der Spitze «nur» rund 30% verloren. Doch es geht noch besser: Energieaktien können in Phasen fallender Ölpreise sogar avancieren, wie ein Blick in die Vergangenheit zeigt (vgl. Grafik 1). Paradebeispiel sind die Achtzigerjahre, als sich der Ölpreis im Anschluss an die beiden Preischocks der vorherigen Dekade fast halbierte, während sich Energieaktien mehr als verdoppelten. Auch im Zuge der Asien- und Russlandkrise in den 1990er-Jahren brach der Rohölpreis um die Hälfte ein, während Ölwerte knapp 7% gewinnen konnten.

Für Ölaktionen spricht die Bewertung – zumindest im Vergleich zum Weltaktienmarkt (vgl. Grafik 2). Dank des Preisbruchs handelt der Sektor fast so günstig wie im Höhepunkt der Technologieblase, als Anleger ihre Old-Economy-Werte zu Spotpreisen auf den Markt warfen. In den darauffolgenden Jahren überflügel-

ten Öl- und andere Rohstofftütel den Weltaktienmarkt um Längen.

Natürlich eignet sich die Bewertung nicht als Timing-Indikator. Teure Sektoren können problemlos noch teurer werden, während günstige Branchen weiter unter Druck stehen. Neuerliche Kursturbulenzen sind wahrscheinlich, wenn die Ölmultis in den kommenden Wochen ihre Jahreszahlen veröffentlichen und den Ausblick für das neue Jahr abgeben.

Trotzdem können sich risikohebrere Anleger mit langem Atem einen Einstieg überlegen. Gerade die grossen integrierten Konzerne weisen solide Bilanzen auf und werden den Sturm überstehen. An den Dividendenzahlungen wollen sie festhalten, auch wenn sie dafür Fremdkapital aufnehmen müssen, was angesichts der Bilanzqualität kein Problem darstellen würde. So wird dem Investor das Warten auf bessere Zeiten mit Renditen von 5 bis 8% verusst.



und Gasindustrie ist mit einem Umsatzanteil von 50% der mit Abstand wichtigste Kundenbereich von Sulzer. Der Anteil ist zu relativieren. Pressesprecherin Verena Gökel weist darauf hin, dass Sulzer umfangreich auch im stabilen Kerngeschäft positioniert ist (Anteil am Konzernumsatz 45%). Die Investitionsneigung nehme zudem vor allem in der Exploration ab, «für Sulzer kein relevanter Markt». Die Produktion, wie die Exploration ein Teil des Upstream-Geschäfts, sei selbst auf aktuellem Ölpreisstand noch attraktiv. Sulzer ist u.a. auch ein bedeutender Lieferant von Pumpen für Pipelines; der Transport (Midstream) ist ein langfristig ausgerichtetes Projektgeschäft, in dem der kurzfristige Ölpreis kein Treiber ist. «Insgesamt lässt sich für den Öl- und Gasmarkt sagen, dass sich das Investitionsniveau immer noch auf hohem Niveau befindet», betont die Sulzer-Pressesprecherin.

SGS Für den Genfer Warenprüfkonzerne gilt Ähnliches. Mit etwa 20% Umsatzanteil ist die Sparte Öl, Gas und Chemie der grösste von zehn Unternehmensbereichen. Im ersten Halbjahr hat sie mit einer Zunahme von knapp 9% den grössten Beitrag zum organischen Wachstum des Konzerns geliefert. Finanzanalysten rechnen damit, dass diese Rate abnimmt. Näheres weiss man in gut zehn Tagen, wenn SGS die Jahreszahlen präsentiert.



Burckhardt Compression Weniger klar ist der Einfluss des Ölpreiserfalls auf das Geschäft von Burckhardt Compression. In der Summe sei er zwar eher negativ, meint ZKB-Analyst Armin Rechberger. Weil der Kompressorenbauer auch Branchen beliefert, die von einer niedrigeren Ölnotiz profitieren – Raffinerien, Petrochemie/Chemie –, sei der Nachteil aber wesentlich geringer als etwa der von Sulzer.

# Energieaktien so günstig wie 2000

**SEKTOR** Ölwerte können auch bei sinkenden Ölnotierungen avancieren.

GREGOR MAST

Wie schnell doch die Anlegergunst umschlagen kann. Energieaktien erwünschten einen guten Start ins letzte Jahr und zählten bis Sommer zu den Börsenüberfliegern. Doch im Juni begann das Unheil: Der Ölpreis setzte zum Sinkflug an und zog die Energiewerte mit sich – mit der Folge, dass der Sektor 2014 die rote Performancelaterne tragen musste. Während der Weltaktienmarkt in Dollar gerechnet ein Kursplus von 3% verzeichnen konnte, verloren Ölaktionen fast 14%.

Angesichts der gefallen Notierungen für das schwarze Gold erstaunt es nicht, dass die Aktien der Ölförderer kaum mehr Anhänger finden. Die Gewinne des Sektors stehen unter Druck, Dividenden müssen unter Umständen gekürzt werden, einige kleine Förderer mit hohem Fremdkapitaleinsatz und teuren Produktionskosten dürften den Kurszerfall kaum überleben.

Bei der oberflächlichen Betrachtung geht jedoch ein wichtiger Aspekt vergessen: Der Energiesektor wird von den grossen integrierten Ölkonzernen dominiert, die das schwarze Gold nicht nur fördern, sondern auch raffinieren und vermarkten. Der sogenannte Downstream-Bereich profitiert von sinkenden Ölnotierungen, weil die Preise an der Tankstelle weniger schnell reagieren als an der Börse. Ferner helfen niedrigere Produktionskosten, da die Weiterverarbeitung des Rohöls energieintensiv ist.

So lässt sich erklären, warum der Energiesektor besser abgeschnitten hat als der Rohstoff. Während die Ölnotierungen seit letztem Sommer über 50% eingebrochen

und werden den Sturm überstehen. An den Dividendenzahlungen wollen sie festhalten, auch wenn sie dafür Fremdkapital aufnehmen müssen, was angesichts der Bilanzqualität kein Problem darstellen würde. So wird dem Investor das Warten auf bessere Zeiten mit Renditen von 5 bis 8% verusst.

