

# Gut, dass der Ölmarkt wieder spielt

Der Angebotsüberschuss hat einen Preiszerfall zur Folge – auch weil das Ölkartell Opec lahmgelegt ist. Die Subvention autoritär regierter Staaten über künstlich hoch gehaltene Ölpreise hat ein Ende. **MARTIN GOLLMER**

Der Ölpreis befindet sich in freiem Fall. Seit Anfang Jahr hat er 28% verloren. Seit dem Hoch im Juni 2014 hat er 71% nachgegeben. Am Mittwoch wurde ein Fass Öl der Referenzsorte Brent zu 27,88\$ gehandelt – ein Niveau so niedrig wie seit dreizehn Jahren nicht mehr. Am Freitagmittag stand der Ölpreis bei 30,94\$ pro Fass. Der Grund für den Preiszerfall ist einfach: Das Angebot übersteigt die Nachfrage. Dass es so weit gekommen ist, hängt wesentlich damit zusammen, dass das Ölkartell Opec die Beeinflussung des Ölpreises mit Förderbeschränkungen aufgegeben hat. Daran wird sich so schnell nichts ändern: Nachdem der Streit zwischen Saudi-Arabien und dem Iran, den beiden wichtigsten Opec-Mitgliedern, eskaliert ist, ist das Kartell weitgehend handlungsunfähig. So bedrohlich der Konflikt für den Nahen Osten ist, so gut ist das Resultat für die Welt: Der Ölmarkt spielt wieder.

Der Angebotsüberschuss wird noch eine Weile Bestand haben. Dafür sorgt der Iran, der nach der am vergangenen Wochenende vollzogenen Aufhebung der Sanktionen wegen seines Atomprogramms auf den Ölmarkt zurückkehren darf. Teheran hat bereits verlauten lassen, kurzfristig 500 000 Fass pro Tag mehr zu exportieren. Binnen Monaten soll es 1 Mio. Fass pro Tag mehr werden, was einer Verdoppelung der bisherigen Ausfuhren gleichkommen würde. Auch nach der Verschärfung der Sanktionen 2011 hat der Iran noch Öl in Länder wie China, Japan, Südkorea, Indien oder die Türkei exportiert. Gemäss der Internationalen Energieagentur (IEA) hat er im November vergangenen Jahres 2,9 Mio. Fass pro Tag gefördert. Das Fördervolumen, das in einigen Monaten erreicht werden könnte, veranschlagt die IEA auf 3,6 Mio. Fass pro Tag.

## Der Aufstieg der USA

Ursprünglich war der Angebotsüberschuss auf den Wiederaufstieg der amerikanischen Ölproduktion zurückzuführen. Er setzte ein, als vor einigen Jahren neue Bohr- und Fördertechniken (horizontales Bohren, Fracking) die Produktion von Öl aus bis dato unzugänglichen Schiefergesteinschichten möglich machten. Im April 2015 erreichte die Förderung in den USA mit 9,5 Mio. Fass pro Tag ihr neues Höchst – 75% mehr als 2008.

Dem neuen Konkurrenten versuchte die Opec, die Organisation ölexportierender Länder, unter der Führung Saudi-Arabien mit einer neuen Strategie den Garaus zu machen. Menge vor Preis, hiess nun das Mantra. Statt die Förderquoten wie bisher zu senken, wenn der Preis unter ein bestimmtes Niveau zu fallen drohte, wurden sie zunächst hoch gehalten und schliesslich aufgehoben. Damit sollten eigene Marktanteile verteidigt und die Konkurrenz aus den USA aus dem Markt gedrängt werden. Deren teure Produktion würde, so das Kalkül der Opec, angesichts der fallenden Preise bald

unrentabel werden. Doch die Rechnung ging nur halb auf. Die amerikanische Förderung sank zwar, aber nicht so viel, um Angebot und Nachfrage am Ölmarkt wieder in ein Gleichgewicht zu bringen. Die US-Produzenten konnten die fallenden Preise teilweise mit effizienterer Förderung und Kostensenkungen kompensieren.



«Den US-Förderern versuchte die Opec mit einer neuen Strategie den Garaus zu machen.»

Auch ausserhalb der USA reagierte das Angebot nicht auf die fallenden Preise (in Dollar). So fördert Russland, ebenfalls einer der grossen Ölproduzenten, derzeit auf Rekordniveau. Das ist unter anderem auf die massive Abwertung des Rubels zurückzuführen, die die Kostenbasis für die russischen Exporteure entlastet. Dazu kamen Steuererleichterungen der Regierung in Moskau für die Förderung und die Exporte. Auch in Kanada hat der Ölpreiskollaps bisher noch keine nennenswerten Spuren bei der Förderung hinterlassen. Die kanadischen Exporteure profitieren ebenfalls von einer gegenüber dem US-Dollar deutlich schwächeren heimischen Währung.

Insgesamt wuchs das Ölangebot 2015 gemäss Zahlen der IEA 2,6 Mio. Fass pro Tag und erreichte im vierten Quartal 2015 ein Total von 96,88 Mio. Fass pro Tag. Demgegenüber expandierte die Nachfrage nur 1,8 Mio. Fass pro Tag. Im vierten Quartal belief sie sich auf insgesamt 95,05 Mio. Fass pro Tag. Der Markt ist also derzeit mit 1,83 Mio. Fass pro Tag übersorgt. Die Öllager schwelen deshalb an. Das Wachstum der Ölnachfrage war 2015 zwar robust, doch nicht robust genug, als dass sie zum Angebot hätte aufschliessen können. Grund waren das aussergewöhnlich warme Wetter im Herbst und zu Beginn des Winters sowie eine schwächelnde Konjunktur in China, Brasilien, Russland und anderen rohstoffabhängigen Volkswirtschaften.

In früheren Zeiten hätte die Opec mit Produktionskürzungen auf das Überangebot reagiert und so den Ölpreis stabilisiert. Mission der 1960 gegründeten Organisation ist es nämlich, «die Ölpolitiken ihrer Mitgliedstaaten zu koordinieren und zu vereinheitlichen und die Stabilität der Ölmärkte zu garantieren, um eine effiziente, wirtschaftliche und geregelte Versorgung der Konsumenten mit Öl, ein stabiles Einkommen für die Produzenten und eine faire Kapitalrendite für diejenigen, die in die Ölindustrie investieren, sicherzustellen». Mit

einem Anteil von rund einem Drittel an der Weltölförderung hat die Opec die Macht, den Ölmarkt zu regulieren. Sie zählt zurzeit dreizehn Mitglieder, sechs im Nahen Osten (Irak, Iran, Katar, Kuwait, Saudi-Arabien, Vereinigte Arabische Emirate), vier in Afrika (Algerien, Angola, Libyen, Nigeria), zwei in Südamerika (Ecuador, Venezuela) und eines in Südostasien (Indonesien).

Doch statt die Förderung zu drosseln, wie es das Mission Statement nahelegt, hat die Opec sie erhöht und einen Preiskrieg gegen neu aufkommende Förderer lanciert. «Es ist nicht die Rolle Saudi-Arabien oder anderer Opec-Mitglieder, Produzenten mit hohen Kosten durch die Preisgabe von Marktanteilen zu subventionieren», rechtfertigte der saudische Ölminister Ali al-Naimi den Schritt in der Öffentlichkeit. Saudi-Arabien, das Opec-Mitglied mit der höchsten Ölförderung, war – unterstützt von den Golfstaaten – die treibende Kraft hinter der Strategieänderung. Einige andere Mitglieder, angeführt von Venezuela, opponierten. Angesichts der anscheinend ungebremst fallenden Ölpreise hat das südamerikanische Land unterdessen eine Sondersitzung des Opec-Ministerrats gefordert, um über die Wiedereinführung von Produktionsquoten zu diskutieren.

## Der Abstieg der Opec

Doch so weit wird es nicht so schnell kommen. Grund dafür sind eskalierende Spannungen zwischen dem Iran und Saudi-Arabien, nachdem dieses Anfang Jahr einen oppositionellen schiitischen Geistlichen hingerichtet hat. Deswegen aufgebrachte Iraner stürmten danach saudische Vertretungen in Teheran und Maschhad, worauf Riad die diplomatischen Beziehungen zum Iran abbrach. Das mehrheitlich sunnitische Saudi-Arabien fürchtet sich vor den Grossmachtambitionen des überwiegend schiitischen Irans, die die Vormachtstellung des Königreichs im Nahen Osten gefährden. Saudi-Arabien versucht deshalb den Gottesstaat in Schranken halten – auch mit niedrigen Preisen für Öl, die die Einnahmen des Irans beschränken. Die beiden Staaten führen Stellvertreterkriege in mehreren Ländern der Region, darunter im Irak, in Syrien und im Jemen.

Der Streit zwischen Saudi-Arabien und dem Iran ist bedrohlich für die Staaten im Nahen Osten und dramatisch für die von Unruhen, Terror und Bürgerkrieg betroffene Bevölkerung. Der Konflikt legt auch die Opec vorderhand lahm, sodass sie ihre einstige marktmanipulierende Macht nicht ausspielen kann. Das hat auch seine guten Seiten. Das freie Spiel von Angebot und Nachfrage am Ölmarkt funktioniert wieder. Es kann nämlich auch nicht sein, dass die Ölkonsumenten in der übrigen Welt mit künstlich hoch gehaltenen Ölpreisen generöse Sozialprogramme subventionieren, mit denen sich autoritäre Regimes von Opec-Staaten wie Saudi-Arabien oder Venezuela an der Macht halten.



MARK DITTLI  
Chefredaktor  
zum Thema  
Finanzmärkte

## Alternativlos?

**Der pawlowsche Reflex funktioniert noch.** Am Donnerstag hat die EZB unter Mario Draghi eine weitere Lockerung der Geldpolitik in Aussicht gestellt – und erntete Jubel. Am Freitag vollzogen die Aktienmärkte die kräftigste Erholung im noch jungen Jahr.

Das verlässliche Muster der vergangenen sieben Jahre hat sich also einmal mehr wiederholt: Die Zentralbanken klingeln, die Anleger kaufen.

**Doch die Erholung darf nicht darüber hinweg täuschen, dass das globale Finanzsystem unter grossem Stress steht.** Zwei Faktoren gilt es besonders im Auge zu behalten: China und das Engiesegment des Bondmarkts. Das Reich der Mitte leidet unter den Folgen einer gigantischen Kreditblase und einer heftigen Kapitalflucht, was den Abwertungsdruck auf den Renminbi erhöht. Eine weitere Abwertung der chinesischen Währung wiederum würde viele andere Volkswirtschaften belasten, die im Welthandel mit China konkurrieren.

Am Bondmarkt sind derweil die Renditen für spekulative Anleihen – Junk Bonds – aus dem Öl- und Rohstoffsektor in die Höhe geschossen. Das Renditeniveau signalisiert eine grosse Wahrscheinlichkeit eines «Credit Events», des Zahlungsausfalls eines oder mehrerer Schuldner.

Die Situation erinnert an 2007, als sich in einzelnen Segmenten des Bondmarkts erste Beben ereigneten – die sich als Vorboten grösserer Verwerfungen erweisen sollten. Die Weltfinanzmärkte sind heute kein Jota weniger fragil als damals. Sie werden keinen Unfall ertragen.

Das am meisten gehörte Argument, das aktuell für Aktien spricht, ist der Anlagenotstand. Cash und sichere Bonds werfen keine Rendite ab. Man hat also keine andere Wahl, als Aktien und Hochzinsanleihen zu kaufen. Mag sein. Aber was er jemals intelligent, sich vom Argument der Alternativlosigkeit leiten zu lassen?

### Aktuell auf www.fuw.ch

#### FuW Galenica zeigt starkes Ergebnis

Der Spezialpharma- und Medikamentenhandelskonzern hat 2015 den Umsatz deutlich gesteigert. Gute Geschäfte mit dem eigens entwickelten Medikament Ferinject und mit weiteren durch Lizenzen erworbenen Arzneimitteln haben massgeblich dazu beigetragen.

www.fuw.ch/230116-1

#### FuW Es brodelt am Anleihenmarkt

Der Bondmarkt hat ein feines Gespür. Ein Blick auf den amerikanischen Markt für hochverzinsliche Anleihen macht deutlich: Die Alarmglocken läuten. Das gilt besonders für den Energiesektor. Die Wahrscheinlichkeit ist gross, dass es bald Kreditausfälle geben könnte.

www.fuw.ch/230116-4

#### FuW Geldpolitik im Reagenzglas

Die EZB brach im Juni 2014 ein Tabu: die Grundregel der Geldtheorie, wonach der nominale Leitzins nicht unter 0% fallen kann – unter den sogenannten Zero Lower Bound. Nach anfänglicher Skepsis haben Notenbanker rund um den Globus erkannt, dass der viel zitierte Lower Bound nicht auf null, sondern darunter liegt. Der Ausflug unter die Nulllinie wurde bisher nur in Europa ausprobiert. Wo sich der neue Tiefpunkt befindet, weiss keine Notenbank – zahlreiche Umstände können der Minuszinspolitik aber Grenzen setzen.

www.fuw.ch/230116-7

#### FuW Barry Callebaut steigert Volumen

Der Kakao- und Schokoladenhersteller übertrifft mit einem Volumenwachstum von 6,4% im ersten Quartal 2015/2016 von September bis Dezember die Erwartungen des Markts. Gesunken ist einzig das Verkaufsvolumen im Kakao-Markt. Dieses bleibt auch im laufenden Geschäftsjahr schwierig.

www.fuw.ch/230116-2

#### FuW Hat das Fed einen Fehler gemacht?

Seit der Zinserhöhung im Dezember hat das Blue-Chip-Barometer Dow Jones Industrial bereits mehr als 10% korrigiert. Entsprechend wächst an Wallstreet die Kritik am Federal Reserve. Verschiedene Marktkenner prognostizieren, dass das Fed die Zinsen wohl wieder senken muss.

www.fuw.ch/230116-5

#### FuW Mehr Leerstand wird Alltag

Die in der Schweiz angebotene Bürofläche hat 2015 zugenommen. In Zürich und Genf werden die Immobilienbesitzer dauerhaft mit einem erhöhten Leerstand konfrontiert sein. Zu diesem Schluss kommen die Immobilienberater von JLL, die den Büromarkt Schweiz in einem grundlegenden Wandel sehen.

www.fuw.ch/230116-3

#### FuW Fondsmanager stossen Aktien ab

Die Fondsmanager haben Angst. Statt Aktien zu kaufen, sind sie in Cash übergewichtet – in Anleihen und Aktien sind sie untergewichtet. Das zeigt die monatliche Fondsmanager-Umfrage von Bank of America Merrill Lynch. So ist die Cash-Quote derzeit so hoch wie während der Euro- und Lehman-Krise.

www.fuw.ch/230116-6

## Draghis Déjà-vu

Erneut weckt die EZB Hoffnung auf Grosses. **ANDREAS NEINHAUS**

Am Donnerstag liess die Europäische Zentralbank wie erwartet die drei von ihr gesteuerten Leitzinsen unverändert. Aber EZB-Chef Mario Draghi signalisierte, dass bereits an der kommenden Sitzung des Zentralbankrats die Geldpolitik gelockert wird. Im März werde der monetäre Kurs neu evaluiert und möglicherweise auch revidiert, diktierte er wieder und wieder in die Mikrofone und die Kameras der Journalisten.

Es ist nicht das erste Mal, dass die EZB so vorgeht. Vergangenen Herbst hatte sie mit einer ähnlichen Erklärung die Gemüter der Investoren in Wallung gebracht und eine markante Lockerung im Dezember in Aussicht gestellt. Die Erwartungen an den Finanzmärkten stiegen in den Wochen vor dem Termin immer höher, die Kurse zogen an. Als die EZB im Dezember dann «nur» eine zeitliche Ausdehnung der Anleihenkäufe um sechs Monate auf März 2017 und die Reinvestition anfallender Erträge aus dem Anleihenportefeuille ankündigte, blieb die Öffentlichkeit enttäuscht. Wie wir inzwischen wissen, hatte sich der 25-köpfige Zentralbankrat nicht auf weiter gehende Massnahmen einigen können. Zu gross war die Opposition.

Läuft Draghi nun erneut in die gleiche Falle? Zuerst die Ankündigung von Grosssem und dann die Enttäuschung? Das lässt sich nicht ausschliessen. Aber es gibt doch einige Unterschiede zwischen heute und damals.

Erstens betonte der EZB-Chef am Donnerstag, dass die Passage im Communiqué über die geplante Revision der Geldpolitik diesmal einstimmig angenommen

worden sei. Das sollte unangenehme Überraschungen verhindern helfen.

Zweitens haben sich die fundamentalen Faktoren verändert. Diesmal geht es tatsächlich ausschliesslich um den Inflationsausblick. Draghi berichtet besorgt, dass die Inflationserwartungen über sämtliche Laufzeiten hinweg deutlich gesunken seien.

Zudem hat die Korrelation zwischen den Erwartungen und der Inflationsrate resp. dem Ölpreis zugenommen. Mit anderen Worten: Der Preisrückgang am Rohstoffmarkt ist nicht mehr nur als vorübergehendes Phänomen zu werten, das Notenbanken weitgehend ignorieren können, indem sie nur auf die sogenannte Inflations-Kernrate blicken. Nein, inzwischen sinken die Inflationserwartungen, an denen sich eine Zentralbank orientieren muss, im Gleichschritt mit den Energiepreisen. Es kommt zu dem befürchteten Zweitrundeneffekt Richtung Deflation, den jeder Notenbanker – ob Taube oder Falke – bekämpfen wird.

Bleibt die Frage, was die EZB unternehmen kann. Zumal sich gezeigt hat, dass Notenbanken mit ihrer Politik der «Reflexionierung» auf ziemlich verlorenem Posten stehen. Für März ist mit noch tieferen Minuszinsen zu rechnen und mit anderen Massnahmen, die den Euro schwächen.

Für die Schweizerische Nationalbank, die jetzt schon regelmässig am Devisenmarkt interveniert, um den Franken vor einer Aufwertung zum Euro zu bewahren, sind das denkbar schlechte Aussichten (vgl. den Zinsausblick Schweizer Banken nach dem EZB-Entscheid auf Seite 20).

### Meistgelesene Artikel

1. **Zulauf: «Nun muss man in die Stärke verkaufen»**  
Märkte/Aktien
2. **Aktien steigen deutlich**  
Märkte/Aktien
3. **Draghi: «Es gibt keine Limiten»**  
Märkte/Makro
4. **SMI: Die nächste Bärenmarkttrallly kommt**  
Markttechnik
5. **«Bis April erwarten wir Kurse wie zu Jahresanfang»**  
Aktien
6. **Zurich-Dividende ist zunehmend im Zweifel**  
Finanz
7. **Zehn Charts, die Putin den Schlaf rauben**  
Märkte/Emerging Markets
8. **SMI: Mehr Chance als Risiko**  
Markttechnik
9. **Der Chart des Tages**  
Blogs
10. **Schöne Bescherung für Logitech**  
Unternehmen

Gesamtübersicht unter: [www.fuw.ch/top](http://www.fuw.ch/top)

Stand: Freitag 17 Uhr