



SCHIEFERÖL AUS DEN USA – RETTER UND GEISSEL DES ÖLMARKTES



MICHAEL CLEMENTS, CFA
Head of European Equities
Portfolio Manager

«Seit Mitte 2014 sind die Ölpreise um über 60% eingebrochen. Es verwundert daher nicht, dass die Märkte Ölk Aktien klar negativ einschätzen und der Sektor nicht in der Anlegergunst steht. Hinsichtlich der kurzfristigen Entwicklung der Ölpreise besteht zwar ein hohes Mass an Ungewissheit, doch das derzeitige Überangebot am Markt dürfte in den nächsten zwölf Monaten wieder zu einem stärkeren Gleichgewicht zurückfinden.»



ALASDAIR CUMMINGS
Senior Analyst

Der folgende Artikel gibt die Ansichten des Portfoliomanagers zum Zeitpunkt der Publikation wieder.

WICHTIGSTE MERKMALE AUF EINEN BLICK

- Die Ölpreise sind um über 60% eingebrochen und verharren auf einem niedrigen Niveau. Hauptgrund hierfür ist die robuste Tight-Oil-Produktion in den USA.
- Der derzeitige Mangel an Investitionen wird in absehbarer Zeit zu einem Unterangebot führen, und die Preise werden sich erholen. Der Zeitpunkt dieser Erholung ist allerdings ungewiss, zumal die Ölpreise durch mehrere Faktoren belastet werden, durch die sie längerfristig auf einem niedrigen Niveau bleiben könnten.
- Zur Absicherung gegen dieses Szenario sollten Anleger in Unternehmen investieren, die sich in einem solchen Umfeld behaupten können, weil sie sich durch folgende Attribute auszeichnen: kostengünstige Produktion, geringes geopolitisches Risiko und solide Bilanzen.

Zwischen 2011 und Mitte 2014 war die Konstellation für US-Schieferöl äusserst günstig.

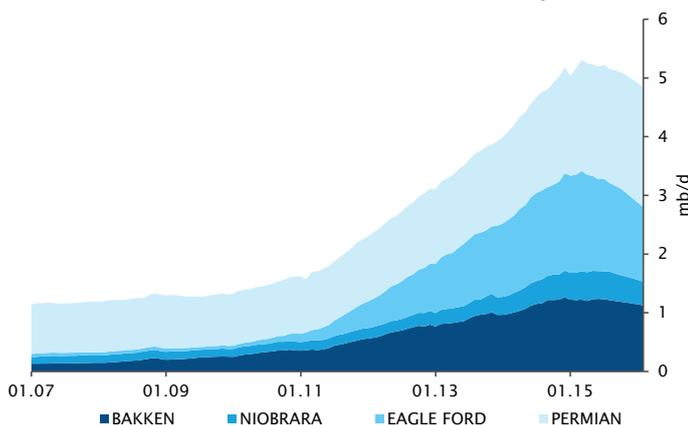
Der globale Ölmarkt erlebte eine Zeit stabiler hoher Ölpreise. Für Rohöl beispielsweise wurden im Durchschnitt 110 USD pro Barrel gezahlt. In dieser Zeit führten geopolitische Turbulenzen in Libyen, im Irak und im Iran zu geringeren Ausfuhren, was wiederum eine Angebotsverknappung zur Folge hatte. Damals schuf das Tight Oil aus den USA Abhilfe und füllte die Lücke dank technologischer Fortschritte bei

horizontalen Finanzierungsmethoden. Finanziert wurde es durch den «teuren» Ölpreis und günstige Kredite. Darauf folgte ein spektakuläres Produktionswachstum und die US-Schieferölproduktion stieg auf über 4,5 Millionen Barrel pro Tag (mb/d) oder fast 5% der globalen Rohölnachfrage.

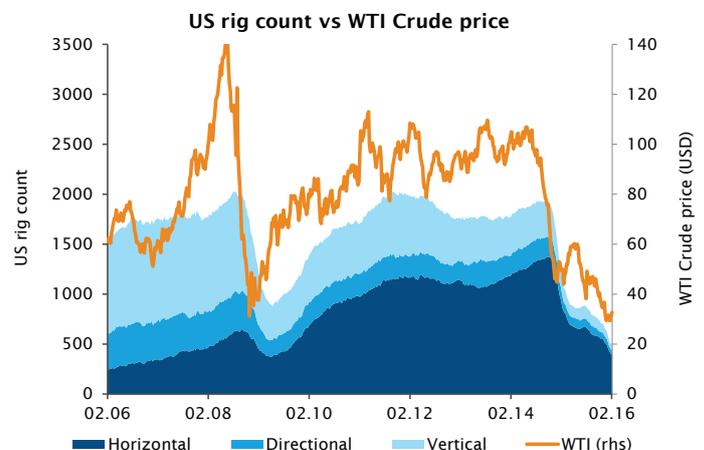
In einem Umfeld niedriger Ölpreise blieb die Schieferölproduktion robust.

Die Entscheidung Saudi-Arabiens, seine Rolle als Marktwächter der OPEC aufzugeben und «die Hähne aufzudrehen», führte neben dem wiederhergestellten Angebot aus dem Iran Ende 2014 zu einem ersten Rückgang der Ölpreise. In der Folge nahm die Anzahl der US-Bohranlagen (die in der Vergangenheit in hohem Masse mit den Produktionsvolumina von Schieferöl korrelierte) rapide ab, wengleich die Schieferölvolumina nur moderat zurückgingen. Die Robustheit der Schieferölproduktion und die Aufhebung der Sanktionen gegen den Iran hatten eine globale Angebotschwemme und einen weiteren Rückgang der Ölpreise zur Folge. Kürzlich erreichten sie mit 26 USD pro Barrel einen Tiefstand, der zuletzt vor zwölf Jahren verzeichnet wurde.

Oil Production of Selected US Shale Plays



Quelle: Datastream, SYZ AM. Daten per 31.01.2016



Quelle: Datastream, SYZ AM. Daten per 31.12.2015

Lagerbestände in Rekordhöhe und die Robustheit der Schieferölproduktion stellen nun die stärksten Belastungen für den Ölpreis dar.

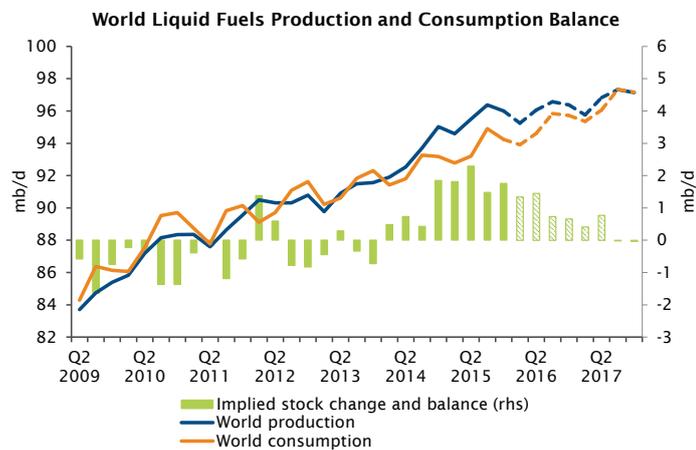
Durch die globale Angebotschwemme erreichten die weltweiten Lagerbestände eine Rekordhöhe von zwischen



1,5 und 2 mb/d. Nach der Entscheidung Saudi-Arabiens, eine volumenorientierte Strategie zu verfolgen (zuvor verfügte das Land über 80% der globalen Kapazitätsreserven), wird US-Schieferöl nun als einzige wirkliche variable Angebotsquelle angesehen, weil die Produktion nach Bedarf angepasst werden kann, um ein Marktgleichgewicht herzustellen. Als Geißel für den globalen Ölmarkt hat sich die Robustheit der US-Schieferölproduktion allerdings insofern erwiesen, als die Betreiber ihre produktivsten Förderflächen nach Belieben auswählen und die Branche ihre Kosten pro Ölquelle erheblich senken, die Zykluszeiten beschleunigen und die Produktivität durch einen Mix aus technischer Innovation und den mit der Wiederholung von «Herstellungsprozessen» verbundenen Effizienzen deutlich steigern konnte.

Möglicherweise sind weitere Ölpreirückgänge erforderlich, um ein Marktgleichgewicht herzustellen.

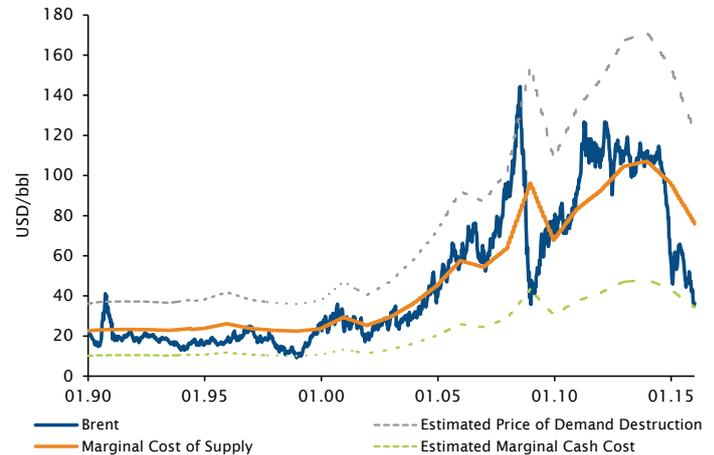
Die Finanzlage der US-Explorations- und Fördergesellschaften dürfte sich angesichts der niedrigeren Ölpreise und des erschwerten Zugangs zu Krediten weiter verschlechtern. Die Wiederherstellung eines Gleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage erweist sich jedoch als weitaus schwieriger als angenommen. Sollten die Volumentrübkänge durch Insolvenzen von US-Explorations- und Fördergesellschaften nicht ausreichen, besteht das Risiko, dass Produktionskürzungen zu langsam oder gar nicht stattfinden. Dies könnte auf kurze Sicht zu einem Szenario führen, in dem die Preise auf ein betriebliches Kostenniveau sinken. Dadurch wären die Gesellschaften gezwungen, ihr Angebot am Markt zu reduzieren, wodurch es wie in der Vergangenheit zu einer Angebotsverknappung käme.



Die Branche ist auf höhere Preise angewiesen, um sich langfristig behaupten zu können.

Der Ölpreis schwankt tendenziell zwischen einem Überangebot, bei dem die betrieblichen Kosten eine Preisuntergrenze (derzeit unter 25 USD pro Barrel) und den Preis bestimmen, an dem der Nachfrageeinbruch einsetzt (etwa 120 USD pro Barrel). Zwar können die Preise sich auch ausserhalb dieser Spanne bewegen, doch langfristig tendieren sie im Einklang mit den Grenzkosten der Produktion oder dem Mindestpreis, auf den die Upstream-Branche angewiesen ist, um sich behaupten zu können. Letzterer ist in jüngster Zeit gesunken, da die niedrigeren Ölpreise eine strukturelle und zyklische Kostendeflation in der gesamten Lieferkette zur Folge hatten. Nach der

Entscheidung Saudi-Arabiens, seinen Marktanteil zu vergrössern, sind die globalen Kapazitätsreserven unter 5% der Nachfrage gefallen, was annähernd dem historischen Tiefstand entspricht. Dies deutet darauf hin, dass die Ölpreise in Richtung der Grenzkosten der Produktion und darüber hinaus ansteigen werden, sobald die Bestände aufgebraucht sind.



Das Gleichgewicht des Ölmarktes ist zerbrechlich und zahlreichen unbekanntem positiven und negativen Kräften ausgesetzt.

Der aktuelle globale Überschuss von 1,5 bis 2 mb/d repräsentiert eine sehr enge Überangebotsspanne von rund 2% im Kontext eines Ölmarktes von 94 mb/d. Auf der folgenden Seite sind einige der relativ unvorhersagbaren Faktoren dargestellt, die eine erhebliche Verlagerung des Marktgleichgewichts und des Ölpreises im Verhältnis zu den derzeitigen Aussichten verursachen können.

Identifizierung von Chancen in der europäischen Ölbranche.

Seit Mitte 2014 sind die Ölpreise um über 60% eingebrochen. Es verwundert daher nicht, dass die Märkte Ölk Aktien klar negativ einschätzen und der Sektor nicht in der Anlegergunst steht. Hinsichtlich der kurzfristigen Entwicklung der Ölpreise besteht zwar ein hohes Mass an Ungewissheit, doch das derzeitige Überangebot am Markt dürfte in den nächsten zwölf Monaten wieder zu einem stärkeren Gleichgewicht zurückfinden. Es besteht jedoch die Möglichkeit, dass die Schwäche der Ölpreise sich weiter fortsetzt. Im Einklang mit seinem Fokus auf dem Verlustrisiko ist das European Equities-Team von SYZ Gruppe auf der Suche nach Unternehmen mit robusten Geschäftsmodellen, die sich in einem solchen Umfeld behaupten können und neben einer attraktiven Bewertung die folgenden drei Hauptmerkmale aufweisen:

- 1. Kostengünstige Produktion:** Unternehmen mit einem Exposure am unteren Ende der Öl-Kostenkurve verfügen über einen erheblichen Wettbewerbsvorteil, da sie selbst bei niedrigen Ölpreisen Cash generieren und rentabel bleiben können.
- 2. Geringes geopolitisches Risiko:** Unternehmen, die in Ländern tätig sind, in denen sie aufgrund von geopolitischen Turbulenzen oder politischem Wandel Eigenkapitalwert einbüßen könnten, sollten vermieden werden.



3. Solide Bilanzen: Solide Bilanzen ermöglichen es Unternehmen, sich über einen längeren Zeitraum mit niedrigen Ölpreisen zu behaupten und Gelegenheiten zum Erwerb hochwertiger Vermögenswerte zu nutzen, die zu Tiefpreisen erhältlich sein könnten.

Durch Anlagen in Unternehmen mit diesen Merkmalen wird das Verlustrisiko gemindert und es besteht ein asymmetrisches Aufwärtsrisiko, sobald sich Ölpreise erholen. Der Ausspruch «Das Heilmittel für einen

niedrigen Ölpreis ist ein niedriger Ölpreis» dürfte sich bewahrheiten, da die derzeitige Unterinvestition in die Upstream-Branche in absehbarer Zeit zu einem Unterangebot führen dürfte. Dadurch werden die Voraussetzungen dafür geschaffen, dass der Ölmarkt erneut sein Heil in der US-Schieferproduktion findet.

POSITIVE EINFLUSSFAKTOREN AUF DEN ÖLPREIS		NEGATIVE EINFLUSSFAKTOREN AUF DEN ÖLPREIS	
Geopolitische Turbulenzen	<p>Sie könnten teilweise durch die niedrigen Ölpreise verschärft werden, da einige Länder Schwierigkeiten haben, ihren vom Öl abhängigen Haushalt auszugleichen. Ferner können sie zu Angebotsstörungen führen, durch die es schnell zu Marktengpässen kommt.</p>	Über Erwarten niedrige Nachfrage	<p>Angesichts der Aufwertung des US-Dollar, der Schwäche der Schwellenländer, der Konjunkturverlangsamung in China und der erneuten Wettbewerbsfähigkeit von Gas könnte auch 2016 die erwartete starke Nachfrage nach Öl ausbleiben.</p>
Derzeitige Kapitalunterinvestition führt in absehbarer Zeit zu einem Unterangebot	<p>Neue Angebotsmengen erfordern längerfristig höhere Preise, um Anreize für Investitionen zu schaffen und das zukünftige Nachfragerückgänge (rund 5% p.a.) zu können. In den Jahren 2015-16 ist der Upstream-Investitionsaufwand zum ersten Mal seit 1986-87 in aufeinanderfolgenden Jahren gefallen. Dies führt letztendlich zu Angebotsengpässen.</p>	Über Erwarten hoher Anstieg des Angebots	<p>Insbesondere der Iran und Libyen überraschen positiv. Nach der Rückkehr des Iran an den Markt könnten zusätzliche 1 mb/d auf den Markt kommen. Diese Entwicklung könnte sich durch eine potenzielle Öffnung für ausländische Investitionen noch verschärfen.</p>
OPEC als Retterin?	<p>Die OPEC (Saudi-Arabien) könnte ihre volumenorientierte Strategie ändern, um den Haushaltsdruck zu mindern. Doch damit würde sie einigen der US-Schieferölproduzenten aus der Klemme helfen, die sie zu unterminieren versuchen.</p>	Abbau von Subventionen	<p>Die Erdölsubventionen in den Schwellenländern dürften im derzeitigen Umfeld niedriger Ölpreise mit zunehmender Wahrscheinlichkeit zurückgefahren werden. Würden sie halbiert, könnte dies zu einem Nachfragerückgang von 3 mb/d führen.</p>
		Ein technologischer Durchbruch	<p>Die Folge wäre ein Verlust der Monopolstellung von Öl als Transportkraftstoff in einer umweltbewussteren Welt. Die Ölnachfrage aus dem Transportwesen könnte je nach der Zeit, die für einen Wechsel der globalen Fahrzeugflotte zu einer alternativen Energiequelle notwendig ist, nachlassen.</p>
		Kraftstoffeffizienz von Fahrzeugen	<p>In der ganzen Welt werden weiterhin Standards eingeführt. Angenommen, dass die Effizienz neuer Fahrzeuge sich um 3% p.a. verbessert und die allgemeine Effizienz der Fahrzeugflotte bis zum Ende des Jahrzehnts um 2% zunimmt (die IEA geht von 2,5% aus), bedeutet dies jährliche Einsparungen von >0,7 mb/d, da auf den Strassenverkehr eine Ölnachfrage in Höhe von 36 mb/d entfällt.</p>

Quelle: SYZ AM.