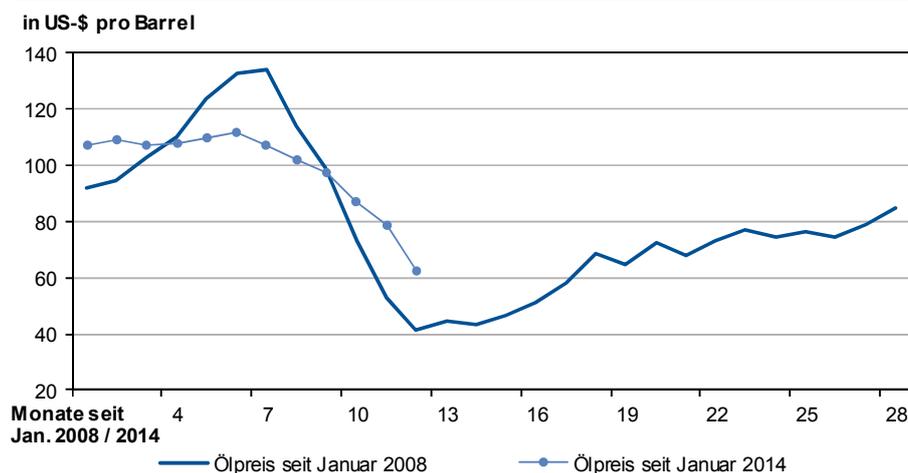


Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

Der Ölpreis hat in den letzten Monaten einen ähnlichen Verfall wie Mitte 2009 erfahren. Grundsätzlich sind Rohstoffmärkte bekannt für Übertreibungen, auch weil die Angebotsseite wegen langen Investitionszyklen oft zu träge auf Preisveränderungen reagiert, um durch einen schnellen Angebotsrückgang die Preise zu stabilisieren. Und auch die Nachfrageseite weist eine geringe Preissensitivität auf. Zwar gibt es konjunkturelle Schwankungen und technologische Veränderungen, doch grundsätzlich ist von einem tendenziellen Anstieg der Nachfrage nach Öl auszugehen. Es ist also die Angebotsseite, die in den letzten Jahren einen stärkeren Einfluss auf den Preis hatte.

Der Ölpreisanstieg der letzten Jahre hat neue Fördermethoden profitabel gemacht und somit neue Ölquellen erschlossen. Ölsande in Kanada und insbesondere Schieferöl in den USA sind die bekanntesten. So hat das relativ hohe Preisniveau eine Reaktion auf der Angebotsseite herbeigeführt, die nun in Verbindung mit der Besorgnis über die globale konjunkturelle Entwicklung eine drastische Preiskorrektur nach unten mit sich bringt, die zudem von Marktüberreaktionen noch weiter getrieben wird. Allerdings sind einige, insbesondere neuere Fördertechnologien auch nur bei höheren Preisen profitabel. Dies gilt insbesondere für die Förderung von Schieferöl.

Abb. 1: Historischer Verlauf des Ölpreises der Sorte Brent

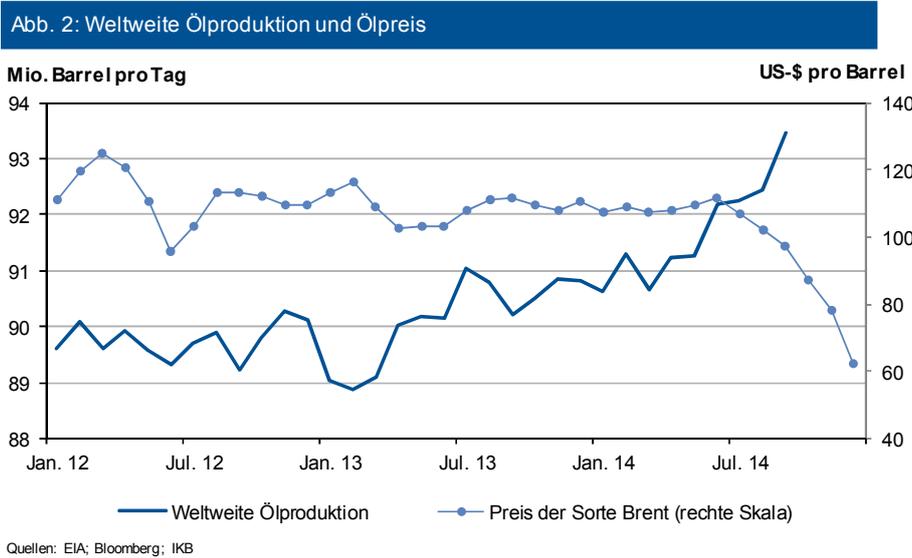


Quellen: Bloomberg; IKB

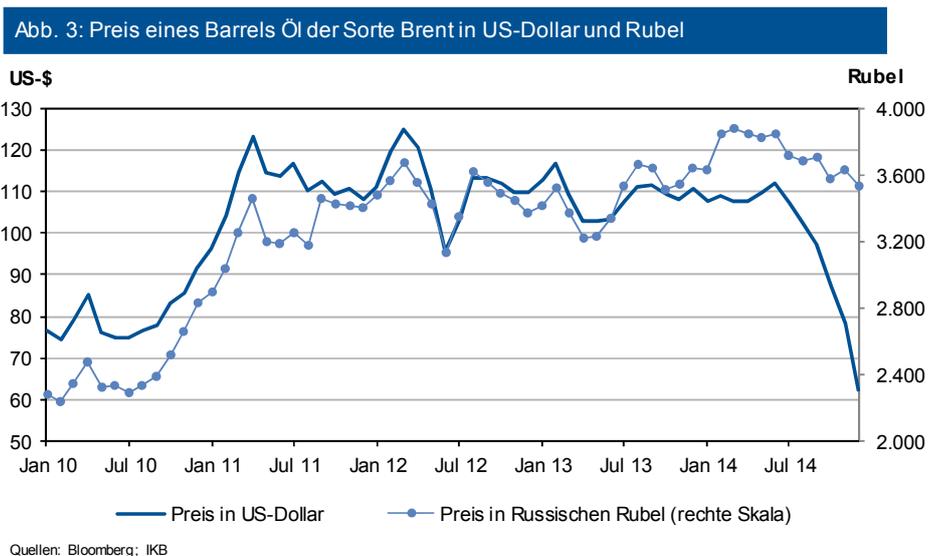
In vorherigen Phasen von Preisrückgängen hat eine freiwillige Reduzierung der Fördermenge (OPEC) den Preis stabilisiert, da die Hauptquellen selbst bei deutlich niedrigerem Ölpreis immer noch rentabel waren. Aktuell ist diese Einigkeit zur Reduzierung der Ölförderung wenig ausgeprägt, auch weil es deutlich mehr relevante Förderländer gibt, allen voran die USA. Ausgebaute Kapazitäten und fehlende Bereitschaft, freiwillig die Förderung zu reduzieren, bedeuten womöglich länger andauernde Preisrückgänge. Was im Jahr 2009 auf freiwilliger Basis relativ schnell erfolgte, geschieht aktuell durch einen Marktberaumungsprozess, der seine Zeit braucht. Beim aktuellen Ölpreis ist insbesondere die Förderung in den USA immer weniger profitabel. Zwar scheint der Anpassungsprozess eingeleitet zu sein, wie an einem deutlichen Rückgang der genehmigten Fracking-Projekte im November zu erkennen ist. Allerdings wird es dauern, bis die Angebotsseite Förderrückgänge eingeleitet hat und den Preis nennenswert beeinflussen kann.

Aktuell spielen noch weitere Aspekte eine Rolle, die es in 2009 nicht gab. So wird oft auf die Ukraine-Krise verwiesen. Doch das Argument, der niedrige Ölpreis sei von den USA gewollt, um der russischen Wirtschaft zu schaden, ist nicht stimmig. Denn die USA haben eine deutlich höhere Kostenstruktur als Russland, das hauptsächlich „On-shore“ in Sibirien produziert. Andersherum wird ein Schuh draus. Sanktionen und damit verbundene Probleme für Russland belasten Wirtschaft und Staatseinnahmen, was Russland zur erhöhten Ölproduktion veranlasst. Denn obwohl der Ölpreis fällt, verdient Russland angesichts der niedrigeren Produktionskosten immer noch mit jedem geförderten Barrel Öl Devisen. Somit hat Russland aufgrund seiner Konjunkturschwäche einen Anreiz, mehr zu produzieren. Russland ist nach den USA und Saudi-Arabien mit rund 10,5 Mio. geförderten Barrel Öl pro Tag weltweit drittgrößter Produzent. Die drei Länder machen insgesamt fast 40 % der gesamten Ölförderung aus, sodass ihre uneingeschränkte Förderung die Preisentwicklung dominiert. Die USA haben seit Anfang 2010 die aktuelle Weltförderung von rund 93 Mio. Barrel pro Tag um rund 5 % ausgeweitet, was über 60 % der gesamten Netto-Zunahme der Förderung seit 2010 ausmacht. Vor allem in 2014 ist die Fördermenge in den USA und damit global deutlich angestiegen.

Abbildung 2 veranschaulicht die weltweite Fördermenge bis September 2014 und den Ölpreis. Angebotszuwächse in den USA und die fehlende Bereitschaft Russlands, das Fördervolumen zu senken, haben 2014 weltweit zu einem deutlichen Förderanstieg geführt – obwohl der US-Dollar-Preis bereits seit Juni rückläufig ist. Eine generell unelastische oder stabile Nachfrage nach Öl sowie die träge Reaktion der Angebotsseite auf die Preise erklären den deutlichen und immer noch anhaltenden Preisverfall am Ölmarkt.



Empirische Analysen zeigen, dass der Ölpreis in Rubel und nicht in US-Dollar die Produktion in Russland treibt. Die Ergebnisse zeigen weiter, dass kurzfristige Preisveränderungen keinen großen Einfluss auf die Produktion haben. Anders ausgedrückt: Der Ölpreis muss deutlich und relativ lang fallen, bevor dies nennenswert auf die russische Fördermenge durchschlägt. Abbildung 3 zeigt den Ölpreis in US-Dollar und Rubel. Es ist ersichtlich, dass der Ölpreistrückgang in Rubel durch den Verfall der Währung und der damit zu erwartende Produktionsrückgang deutlich geringer ausfallen, als wenn der Ölpreis in US-Dollar als Referenz gelten würde. Auf Basis des geringen Ölpreistrückgangs in Rubel ist kaum mit einer Reduzierung der russischen Ölförderung zu rechnen. Dies steht mit den relativ niedrigen Produktionskosten in Russland im Einklang, insbesondere im Vergleich zu den USA.



Wie wird eine Anpassung der Angebotsseite durch den aktuellen Preisverfall stattfinden? Aufgrund der Kostenstruktur sind Produktionsanpassungen vor allem in den USA zu erwarten, insbesondere, wenn keine freiwillige Reduzierung durch Länder wie Saudi-Arabien erfolgt. Für die Periode von 2010 bis 2014 hat die IKB die Preissensitivität der Ölförderung für die USA, Russland und Saudi-Arabien analysiert. Die geschätzten Elastizitäten bestätigen diese Einschätzung: Die USA haben bei Weitem die höchste Elastizität, gefolgt von Saudi-Arabien, deren Sensitivität etwa halb so hoch ist wie diejenige der USA. Diese könnte sich allerdings angesichts der fehlenden Bereitschaft Saudi-Arabiens, die Produktion freiwillig zu drosseln, im aktuellen Umfeld noch weiter deutlich reduzieren. Die bei Weitem kleinste US-Dollar-Preissensitivität hat die russische Ölförderung, was das obige Bild bestätigt, vor allem weil der Rubel tendenziell abwertet.

**Fazit:** Beim Ölpreis scheint es keine Abstimmungen zwischen den Förderländern zu geben, die eine kurzfristige Korrektur der Angebotsseite durch Produktionsrückgänge bewirken könnten. Deshalb ist ein weiterer Preisrückgang kurzfristig nicht auszuschließen. Zudem haben in jüngster Zeit wichtige Förderländer eine eher geringe Preissensitivität zum Ölpreis in US-Dollar gezeigt. Dies gilt insbesondere für Russland, wo die Produktionsmenge vor allem vom lokalen Ölpreis beeinflusst wird. Bei den drei wichtigsten Förderländern – Saudi Arabien, Russland und USA – ist die Preiselastizität der Förderung in den USA bei Weitem am höchsten. Der steigende Ölpreis der letzten Jahre hatte eine deutliche Anhebung der US-Fördermenge unterstützt, was sich nun umkehrt. Dies ist auch an der Kostenstruktur der US-Förderung zu erkennen, die pro Barrel deutlich teurer ist als in Russland und Saudi-Arabien. Im Gegensatz zu früheren Preisrückgängen erfolgt die Anpassung aktuell also weniger durch eine freiwillige und damit kurzfristige Reduzierung des Fördervolumens. Vielmehr ist ein kosteninduzierter Rückgang der Förderkapazität zu erwarten, der letztendlich wieder zu einer deutlichen Erholung des Ölpreises führen dürfte.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf  
Wilhelm-Bötzkes-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4118

15. Januar 2015  
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG  
Rechtsform: Aktiengesellschaft  
Sitz: Düsseldorf  
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130  
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer  
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann  
Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg