

FuW-Samstag-Interview Jan Stuart, Global Oil Economist, UBS, New York

«Der Ölpreis wird weiter steigen»



Jan Stuart: «Spekulanten waren nur für die letzten zwei bis drei Dollar des Ölpreisanstiegs verantwortlich.» BILD: PD

Herr Stuart, der Ölpreis hat in der vergangenen Woche in New York mit etwas über 78 \$ je Barrel ein Allzeithoch berührt. Was sind Ihre Erwartungen für die kommenden Monate?

Für das dritte Quartal rechne ich mit einem mittleren Preis von 72 \$ für Öl der Sorte Brent – was in nominellen Werten dem höchsten je erreichten Durchschnitt entspräche. Allerdings sehe ich das Risiko, dass der Ölpreis in der kurzen bis mittleren Frist noch markant höher steigt.

Wie hoch?

Das kann ich beim besten Willen nicht sagen. Wenn ich in den vergangenen zwanzig Jahren etwas gelernt habe, dann das: Erdöl besitzt keinen fairen, vernünftigen oder inneren Wert. All die netten Bewertungsmethoden, die sich an den Aktienmärkten anwenden lassen, funktionieren mit Erdöl nicht. Betrachten Sie die Faktoren, die für den Preisanstieg der vergangenen Monate verantwortlich waren: Die Weltnachfrage ist etwas rascher gewachsen als erwartet, während auf der Angebotsseite der Ausstoss leicht enttäuschte. Derzeit sind die Lagerbestände laufend gesunken. Dieses Zusammenspiel aus Angebot und Nachfrage hat den Ölpreis seit Februar stetig steigen lassen. Falls sich das Muster im August und September in diesem Rahmen fortsetzt, wird der Ölpreis wohl noch auf 80 \$ steigen und danach leicht sinken. Sollten wir einen Schock erleben, etwa in Form eines verheerenden Hurrikans im Golf von Mexiko oder einer Verschärfung des Konflikts mit dem Iran, wird sich Erdöl noch signifikant verteuern.

Sie schreiben den Anstieg von 50 \$ im Januar auf fast 78 \$ je Barrel also einzig der robusten Nachfrage und dem leicht enttäuschenden Angebotswachstum zu?

Ja. Man muss sich vor Augen führen, wie das Marktumfeld zu Beginn des Jahres aussah: Europa und Nordamerika erlebten einen ausserordentlich milden Winter, und Ökonomen rechneten damals, das Wachstum der Weltwirtschaft werde sich leicht abkühlen. Zudem gingen die meisten Beobachter der Branche davon aus, mehrere Förderprojekte ausserhalb des Opec-Kartells würden eine respektable Mehrproduktion liefern. Die Kombination

Zur Person

Jan Stuart befasst sich seit über zwanzig Jahren mit Erdöl, derzeit als Global Oil Economist für UBS in New York. In dieser Funktion ist der 46-jährige gebürtige Niederländer verantwortlich für alle makroökonomischen Prognosen, die den Ölmarkt betreffen. Bevor er zur Schweizer Grossbank stiess, war Stuart Energie-Chiefanalyst für die Société-Générale-Tochter Fimat. Er hat an der American University in Paris internationale Beziehungen studiert und besitzt einen Masterabschluss in Journalismus der Columbia University in New York. In den Neunzigerjahren arbeitete Stuart als Journalist für «Petroleum Intelligence Weekly» und «Oil Market Intelligence». Er lebt in New York. MD

dieser drei Faktoren drückte den Ölpreis auf 50 \$. In der Zwischenzeit ist klar: Die Weltwirtschaft – und damit die Ölnachfrage – ist in einem besseren Zustand als damals erwartet, und zahlreiche Projekte im Nicht-Opec-Raum haben enttäuscht.

Wurde der Ölpreis nicht auch von Spekulanten angetrieben, die auf eine besonders aktive Hurrikansaison wetten?

Nein. Höchstens die letzten zwei bis drei Dollar des Anstiegs gehen auf das Konto von Spekulanten. Ende Juni wurde aus technischer Sicht eine wichtige Marke durchbrochen, als der Preis für Brent über 71 \$ stieg – und im Ölsektor hat die Markttechnik grosse Relevanz. Die Tatsache, dass wir seither keine Korrektur erlebt haben, zeigt, dass die fundamentalen Marktverhältnisse den Preis rechtfertigen. Seit einigen Tagen ist die Preiskurve zudem invers, das heisst, für Öl mit sofortiger Lieferung wird mehr bezahlt als für ein Termingeschäft in der Zukunft. Das ist ein klassisches Zeichen einer Angebotsknappheit.

Mit ein Grund für die Angebotsknappheit sind die Förderbeschränkungen, die sich die Opec-Länder Ende 2006 auferlegt haben. Sehen Sie die Möglichkeit einer baldigen Lockerung?

Nein, das sehe ich kaum. Die Opec-Minister sind nach wie vor der Meinung, am Markt herrsche ein Überangebot. Sie berufen sich dabei vor allem auf die Ölreserven der USA, die derzeit mit 345 Mio. Barrel rund 35 Mio. über dem Durchschnitt der vergangenen fünf Jahre liegen. Saudi-Arabiens Ölminister, Ali al-Naimi, liess unlängst verlauten, die Opec werde möglicherweise an ihrem Treffen vom 11. Sep-

Die Länder ausserhalb des Opec-Raums werden ihre Ölproduktion über die kommenden Jahre kaum steigern.

tember Massnahmen ergreifen, sollte der Ölpreis allzu hoch steigen. Der Iran konterte umgehend und sagte, die Opec werde keine Ausweitung beschliessen. Diverse Mitglieder des Kartells argumentieren, in Euro gerechnet sei Öl gar nicht so teuer – das ist die perfekte Entschuldigung, um den Hahn nicht aufzudrehen.

Hat die Opec denn ein Interesse an einem derart hohen Ölpreis?

Ja. Früher galt stets die Maxime, ein zu hoher Ölpreis wüрге die Weltkonjunktur ab. Mit dem laufenden Wirtschaftsboom hat die Opec indes erkannt, dass der Konjunkturmotor trotz massiver Verteuerung des Rohstoffs – von 20 auf fast 80 \$ in fünf Jahren – munter weiterbrummt. Somit hat das Kartell jeden Ansporn verloren, den Ölpreis auf ein tieferes Niveau zu drücken. Opec-Länder verfügen zudem über einen aufgeblähten Staatsapparat und sind auf die Öleinnahmen angewiesen, um ihr Budget zu decken. Der Iran und Venezuela etwa benötigen 55 \$ je Barrel, um kein Fiskaldefizit zu erwirtschaften. Diese «Gewinnschwelle» dürfte in den kommenden Jahren auf über 60 \$ je Barrel steigen.

Sie haben vorhin die enttäuschenden Förderprojekte im Nicht-Opec-Raum angesprochen. Können Sie etwas genauer sein?

Von Brasilien wurde für 2007 beispielsweise eine Ausweitung der Fördermenge von 200 000 Barrel pro Tag erwartet. Bislang hat das Land weniger als ein Fünftel davon geliefert. Kanada wächst kaum, die Nordsee fällt mit stark rückläufiger Produktion auf, Mexiko ebenfalls. Das einzige Projekt, das den Ausstoss Russlands noch steigen lässt, ist Sachalin. All anderen Felder Russlands sind im Niedergang. Die italienische Eni informiert ferner laufend über neue Probleme mit dem Kashagan-Feld in Kasachstan. Viele Felder in der Nicht-Opec-Welt haben ihren Zenit überschritten und befinden sich im Niedergang. Mit neuen Projekten gelingt es nur knapp, die Gesamtproduktion stabil zu halten.

Besteht Hoffnung auf eine Trendwende?

Das wird schwierig. Zwar wissen wir,

wo mehr Öl zu finden wäre; etwa in extrem tiefen Gewässern des Ozeans oder in den Teersandböden Kanadas. Das Problem sind die allorts knappen Kapazitäten. Die Industrie besitzt nicht genug Bohr-, Lastschiffe und flexible Pipelines, um die komplexen Tiefwasseranlagen zu bauen. Auch in Kanada fehlt es an schwerem Gerät. Die Kosten steigen laufend. Neue Projekte reichen knapp, um den Niedergang alter Felder zu kompensieren.

Sie prognostizieren, die Weltnachfrage werde zwischen 2006 und 2011 um 7,2 Mio. auf 90,8 Mio. Barrel Erdöl pro Tag wachsen. Der Nicht-Opec-Welt trauen Sie keine Steigerung zu. Das bedeutet, die gesamte benötigte Mehrproduktion wird aus dem Opec-Raum stammen.

Ja. Doch es kommt noch besser: Innerhalb der Opec sind nur vier Länder – Saudi-Arabien, der Irak, Katar und Nigeria – in der Lage, ihren Ausstoss nennenswert zu erhöhen. Saudi-Arabien und Katar sind verlässliche Geschäftspartner, doch der Irak und Nigeria zählen zu den krisenanfälligsten Nationen. Da besteht wenig Spielraum für die Absorption unerwarteter Förderausfälle. Freilich besteht auch die Chance, dass sich die politische Lage im Irak deutlich stabilisiert, was zu einer Entspannung am Ölmarkt führen würde. Ein Trauerspiel ist derzeit Venezuela: Das Land erreichte bis vor kurzem in seinen Orinoco-Feldern eine stabile, berechenbare Fördermenge von 550 000 Barrel pro Tag. Nun, da Venezuelas Präsident Hugo Chávez die Felder nationalisiert hat, sind bereits Produktionsprobleme zu beklagen. Die guten Ingenieure, die für Exxon Mobil oder Conoco Phillips in den Orinoco-Feldern gearbeitet hatten, sind alle weitergezogen.

Was ist Ihre langfristige Prognose für die Entwicklung des Ölpreises?

Im April erhöhten wir unsere Schätzung für den über alle Zyklen normalisierten Ölpreis auf von 41 auf 50 \$ je Barrel Brent. Heute denke ich, 50 \$ entsprechen wohl eher dem unteren Ende der Bandbreite als einem Mittelwert. 50 \$ mag nach wenig klingen, doch man darf nicht vergessen, dass bis vor zwei, drei Jahren ein Niveau von 20 bis 25 \$ als langfristiger Ölpreis anerkannt war. Lee Raymond, Konzernchef von Exxon, war bis zu seiner Pensionierung Ende 2005 überzeugt, der Ölpreis werde wieder auf 25 \$ sinken.

Was bedeuten diese Aussichten – steigende Macht der Opec, kaum Produktionsausweitungen im Rest der Welt – für integrierte Ölkonzerne wie Exxon oder BP?

Ich darf nicht über einzelne Unternehmen sprechen, doch generell kann gesagt werden, dass sie sich auf extrem komplexe Projekte an den Grenzen der technischen Möglichkeiten konzentrieren sollten. Ein Beispiel dafür sind Bohrungen in der Tiefsee. In diesen Gebieten besitzen die westlichen Konzerne klare Konkurrenzvorteile.

Ist ein hoher Ölpreis eigentlich gut für die Shells und Exxons der Welt?

Nicht unbedingt. Der Ölmarkt durchläuft Zyklen. Eine langgezogene Hochkonjunktur, die den Konzernen grosse Summen Geld in die Kassen spült, weckt bloss Begehrlichkeiten. So fordern etwa die Regierungen der Förderländer einen grösseren Kapitalanteil an Projekten sowie höhere Tantiemen, oder die Regierung des Heimatstaates erhebt Steueransprüche. So gesehen sollten sich die Konzerne auf den langfristig normalisierten Ölpreis ausrichten, ihre Investitionen entsprechend kalkulieren und überschüssiges Geld in Form von Dividenden und Titelrückkäufen an die Aktionäre ausbezahlen.

Wäre es nicht besser, sie würden das Geld in Investitionen stecken?

Das ist einfacher gesagt als getan. Es bestehen jetzt schon überall Kapazitätsengpässe. Die Explorations- und Entwicklungskosten sind zwischen 2003 und 2005 um über 185% auf 21 \$ je Barrel gestiegen. Wer fordert, die grossen integrierten Konzerne sollten mehr investieren, facht die Kosteninflation weiter an. So gesehen ist es keine schlechte Idee, Dividenden und Aktienrückkäufe zu erhöhen. Denkbar ist auch, dass sich die Konzerne künftiges Wachstum durch weitere Akquisitionen sichern. Interview: Mark Dittli, New York



Technische Analyse in der Praxis

Roche und Dollar

Roche GS stagnieren seit einem Jahr. Die Kurse gehen im volatilen Trend seitwärts – eine Entwicklung, welche seit Februar auch im SMI zu beobachten ist. Die Pfeile im Wochen-Chart markieren Divergenzen zwischen Preis-Entwicklung und Preis-Momentum. Das Momentum sinkt dann, wenn die Kurse zwar noch steigen, die prozentual gemessene Dynamik des Basis-trends jedoch abnimmt. Das ist eine Entwicklung, wie sie typischerweise in Märkten anzutreffen ist, die sich in einer Transitionsphase befinden. Wie die Entwicklung der vergangenen achtzehn Monate zeigt, können während einer solchen Phase durchaus noch neue Kurshöchststände erreicht werden. Die Kurse fallen nach solchen Avancen in der Regel aber wieder auf den Ausgangspunkt zurück.

Was würden wir mit Roche GS tun? Tatsache ist, dass die Pharmatitel europaweit schwach tendieren und underperformen. Roche machen da zwar keine Ausnahme, zählen aber zu den stärksten Vertretern des Sektors. Sie heute aus längerfristigen Motiven zu kaufen, ist aus technischer Sicht wenig reizvoll. Dazu fehlt es schlicht an herausragenden Merkmalen. Ausserdem ist Roches Problem vor allem auch ein Problem des Gesamtmarktes.

Offensichtlich werden die Kurse als «hoch» wahrgenommen, aber noch nicht als zu hoch, denn sie fallen ja nicht. Die Möglichkeit besteht nun, dass sich die laufende Meinungsbildungs-Phase hinzieht und sich mittelfristig eine ähnliche Entwicklung zeigt wie im Januar 2007. Damals waren die Kurse aus dem Seitwärtstrend kurz nach oben ausgeschert – um kurz danach in rasantem Tempo wieder zurückzufallen. Roche GS bieten vorab kurzfristig orientierten Investoren noch Chancen. Das Interesse längerfristigerer

Anleger müsste hingegen darin bestehen, ihre Positionen in wahrscheinlich noch kommenden, stärkeren Augenblicken zurückzufahren.

Zum US-Dollar: Was dürfen wir wohl in nächster Zeit von ihm erwarten? Gegenüber dem Franken hat der Greenback eine Flag-Struktur ausgebildet. Das ist insofern negativ, als dass es sich dabei um einen leicht abwärts geneigten Trendkanal handelt, die Kurse also leicht dazu neigen, unter Druck zu geraten. Flags sind aber auch positiv zu sehen, weil sie im übergeordneten Kontext eine Konsolidierungsstruktur darstellen. Im vorliegenden Fall wird der Anstieg von 2005 konsolidiert.

Flags werden zu ihrem Ende hin häufiger durch eine prozyklische Akzeleration abgeschlossen. Im vorliegenden Fall könnte das dazu führen, dass der Dollar durch die offensichtliche Unterstützung im Bereich 1.18/1.19 Fr. bricht. Der Dollar würde typischerweise kurz abtauchen, um dann wenig später mit Schwung wieder in die Gegenrichtung zu streben.

Dass die Chance auf tiefere Kurse besteht, zeigen Flagstruktur und stagnierendes Momentum. Nachhaltig tiefere Kurse sind eher unwahrscheinlich, das zeigt die Tatsache, dass sich auf tieferen Kursen sofort positive Divergenzen ausbilden würden. Der Anreiz besteht für Investoren darin, allenfalls von einem kurzfristig motivierten Kursrückgang und damit einem attraktiver werdenden Risiko-Chancen-Verhältnis profitieren zu können. Bleibt eine solche Möglichkeit in den nächsten zwei bis drei Monaten aus, kann der Dollar etwa auf dem heutigen Niveau gekauft werden. Roland Vogt www.invest.ch

Die Meinung des Autors muss nicht mit jener der Redaktion übereinstimmen.

