

Das neue Paradigma des Ölmarktes

Ursachen und Folgen der
Ölpreiskorrektur

Baring Asset Management GmbH

Ulmenstrasse 37-39
60325 Frankfurt am Main

Tel: +49 69 7168 1888

Fax: +49 69 7169 1899

www.barings.de

Authorisiert und reguliert von der Financial Conduct Authority

**250 years of open minds
and uncommon perspectives.**

Januar 2015

**NUR FÜR INSTITUTIONELLE ANLEGER
/ PROFESSIONELLE ANLAGEBERATER**

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	2
Ursachen für den Ölpreisabsturz.....	3
Das neue Paradigma des Ölmarktes.....	5
Vorteile aus dem Wandel ziehen.....	7

Zusammenfassung

Der globale Ölmarkt steht an einem noch nie da gewesenen Wendepunkt. Der jähe Fall des Ölpreises im vergangenen halben Jahr hat für viele Produzenten offenkundig eine goldene Ära beendet. Diese war zwar lediglich von kurzer Dauer, da sie nur wenige Jahre nach dem Absturz des Ölmarktes infolge der globalen Finanzkrise begann, wir sind jedoch davon überzeugt, dass das Verständnis über die Entwicklungen der Industrie in diesem Zeitraum wichtige Erkenntnisse darüber liefert, wie sich der Markt zukünftig entwickeln wird.

Im Gegensatz zum vorherigen Absturz ist die aktuelle Krise nicht das Ergebnis einer schwächeren Nachfrage, sondern eines strukturellen Überangebots, das von der gewaltigen Ausdehnung des amerikanischen Onshore-Bereichs herrührt. Für die Entwicklung der US-Onshore-Industrie, die durch historisch hohe Ölpreise, die Verfügbarkeit von günstigen Krediten und den rasanten technologischen Fortschritt bei der Schieferölförderung beflügelt wurde, waren die letzten Jahre von entscheidender Bedeutung.

Durch den hohen Ölpreis, der beinahe drei Jahre lang über 100 USD je Barrel lag, konnten kostenintensive Investitionsvorhaben realisiert werden, was mit niedrigeren Preisen nicht nachhaltig möglich gewesen wäre. Gleichzeitig zog das Preisniveau mehrere kleine Explorations- und Förderunternehmen in die Branche. Für das Verständnis über die weitere Entwicklung der aktuellen Marktdynamik ist dies ein äußerst wichtiger Punkt. Unserer Einschätzung nach wird der Absturz des Ölpreises zu Kürzungen und Verschiebungen von kostenintensiveren Projekten sowie zu Konsolidierungen am oberen Ende der Kostenkurve führen, an dem viele der erwähnten US-Onshore-Unternehmen angesiedelt sind. Darüber hinaus müssen einige größere integrierte Mineralölgesellschaften ihre zahlreichen Projekte außerhalb der USA, die ebenfalls am obersten Ende der Kostenkurve liegen, überdenken.

Die während der Sitzung im November 2014 getroffene Entscheidung der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC), die Fördermenge angesichts der sinkenden Preise nicht zu begrenzen, wird diese Neuausrichtung zusätzlich beschleunigen. Unserer Ansicht nach läutet diese aktive Maßnahme der OPEC die Entstehung eines neuen Paradigmas am Ölmarkt ein. Infolge der fällig werdenden Ölsicherungsgeschäfte und der Abwicklung von bestehenden Ölbohrverpflichtungen wird sich die neue Struktur durch eine erhöhte Volatilität und ein Überangebot auszeichnen.

Die Anzahl an Ölplattformbetreibern im US-Onshore-Sektor dürfte zukünftig schrumpfen und wir gehen daher von einer starken Angebotskorrektur in den nächsten sechs bis zwölf Monaten aus, was in der zweiten Jahreshälfte zu einer Preiserholung führen dürfte. Die Niveaus der Vergangenheit wird der Ölpreis unserer Einschätzung nach allerdings nicht mehr erreichen. Sollten sich die Preise dahingehend entwickeln, dass sie eine erneute Kapitalflut in den US-Onshore-Bereich auslösen, ist es eher wahrscheinlich, dass die OPEC aktiv auf die Förderquote einwirken wird.

In einem Umfeld, das sich durch einschneidende Veränderungen auszeichnet, ist es unserer Ansicht nach unerlässlich, mit Blick auf Investitionen am globalen Markt für Rohstoffaktien eine ausgewogene Strategie beizubehalten. Wir schöpfen die Bandbreite an verfügbaren Sektoren in unserem Anlageuniversum vollständig aus und nehmen die direkten und sekundären Anlagechancen, die sich durch das neue Paradigma des Ölmarktes im gesamten Rohstoffaktiensegment ergeben, interessiert zur Kenntnis.

Duncan Goodwin,
Head of Global Resources
Global Resources Equity Team
Baring Asset Management

29. Januar 2015

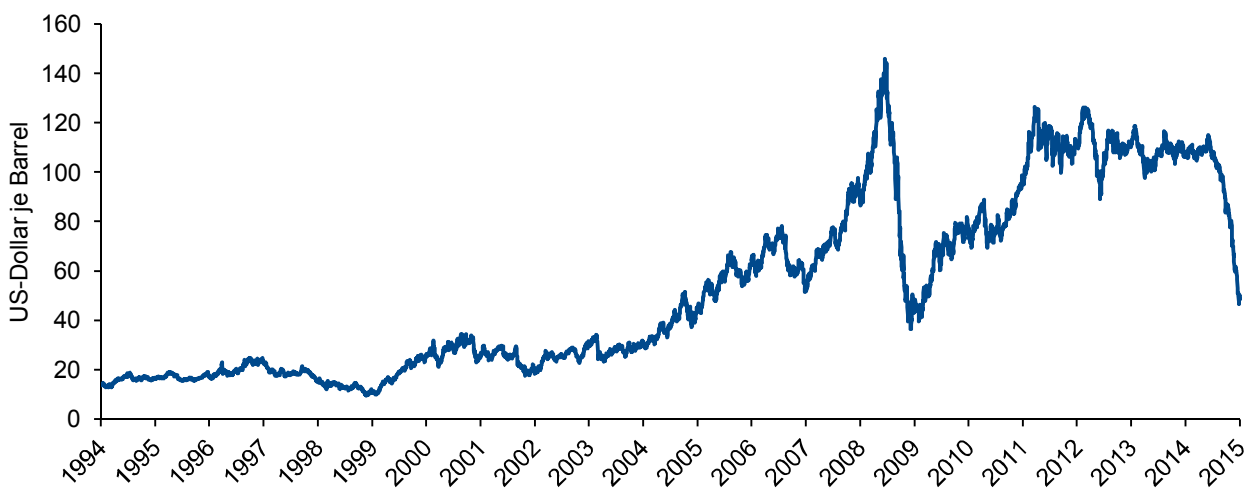
Ursachen für den Ölpreisabsturz

Der immense Rückgang des Ölpreises von durchschnittlich 109 USD je Barrel in der ersten Hälfte des letzten Jahres auf 48 USD je Barrel Ende Januar 2015 löste eine Schockwelle in der Weltwirtschaft und an den Finanzmärkten aus. Alle Hoffnungen auf eine angebotsgetriebene Erholung wurden zunichte gemacht, nachdem die Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) in ihrer Sitzung vom 27. November 2014 eine Kürzung der Fördermengen ablehnte.

Das Verständnis über die strategischen Beweggründe der OPEC sowie die dem Preissturz zugrunde liegenden Einflüsse der Industrie, bieten die besten Erkenntnisse darüber, welche Faktoren die Erdölindustrie zukünftig formen werden und welche Preisniveaus kurz- und mittelfristig erreicht werden könnten.

Unserer Ansicht nach haben eine vergleichsweise schwache Nachfrage der wichtigsten erdölverbrauchenden Märkte und der starke US-Dollar zu dem aktuellen Preissturz beigetragen, der hauptsächlich Einflussfaktor ist jedoch das Überangebot, das vom US-Onshore-Sektor ausgeht.

Abbildung 1: Preisentwicklung Brent Crude - Intercontinental Exchange



Quelle: Bloomberg, 20. Januar 2015

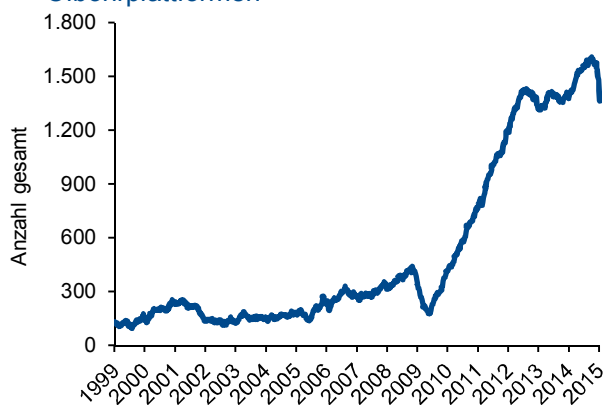
Ein positiver Angebotsschock für Schieferöl

Wenn wir in die jüngere Vergangenheit blicken, würden wir den Beginn des Arabischen Frühlings als den entscheidenden Wendepunkt für die rapide Entwicklung des US-Onshore-Sektors bestimmen. Die Preise für Rohöl gingen im Verlauf des gesamten Jahres 2010 kontinuierlich nach oben und entwickelten sich damit parallel zur steigenden weltweiten Nachfrage und den Förderbeschränkungen der OPEC. Seit dem Jahr 2011 begrenzen jedoch politische Ereignisse im Nahen Osten und Nordafrika das Angebot in den

wichtigsten Produktionsgebieten, was die Preise für den Großteil der letzten drei Jahre auf über 100 USD je Barrel trieb (siehe Abbildung 3).

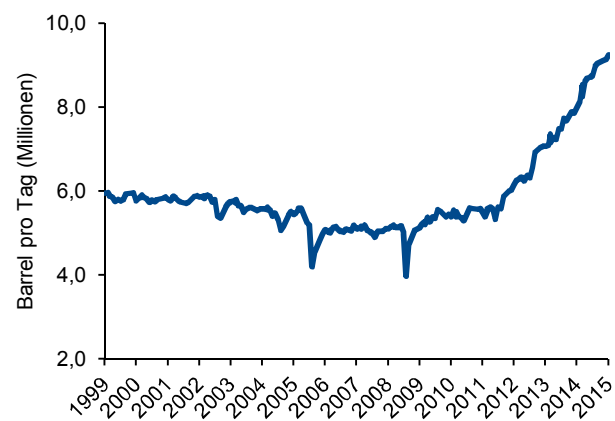
Oberhalb der wichtigen Marke von 100 USD je Barrel wurden kostenintensive Investitionsvorhaben für eine unkonventionelle Ölexploration und -förderung wirtschaftlich tragbar und riefen eine Flut an neuen Investitionen in die US-Onshore-Industrie auf den Plan. Dies galt umso mehr in einer Zeit von historisch niedrigen Zinssätzen, die die Investitionen in diesem Segment noch weiter beflügelten. Durch die Kapitalzuflüsse wurden neue Quellen und Becken zur Exploration erschlossen und setzten einen massiven technologischen Fortschritt wie das Hydraulic Fracturing und horizontale Bohrungen von der Gasgewinnung bis zur Ölförderung in Gang.

Abbildung 2: Anzahl US-Ölbohrplattformen



Quelle: Baker Hughes, 16. Januar 2015

Abbildung 3: Rohölförderung USA



Quelle: US Energy Information Administration, 22. Januar 2015

Als Ergebnis davon hat sich die Anzahl der aktiven Onshore-Ölplattformen von 179 im Juni 2009 auf 1609 im Oktober 2014 fast verneunfacht (siehe Abbildung 2), da eine neue Generation von kleineren Betreibern in den Sektor strömte. Anders als die OPEC und größere strategische Anbieter handeln diese Produzenten wahrscheinlich isoliert, verfolgen eine eher kurzfristige Perspektive und erhöhen angesichts der fallenden Preise die Fördermengen.

Tatsächlich haben laut dem amerikanischen Amt für Energiestatistik (EIA) Unternehmen in der Schieferölförderung die Produktionsmenge erhöht. In zwei der am weitesten entwickelten Ölfördergebiete, der Eagle Ford-Region in Texas und der Bakken-Region, die sich hauptsächlich in North Dakota befindet, hat sich die Fördermenge im Dezember beispielsweise um mehr als 20% im Vorjahresvergleich auf 551 beziehungsweise auf 547 Barrels pro Tag erhöht.

Das neue Paradigma des Ölmarktes

Die Entscheidung der OPEC aus ihrer Sitzung vom 27. November, trotz des Überangebots am Markt die Förderquote nicht zu reduzieren, markiert unserer Ansicht nach die Entstehung eines neuen Paradigmas am Ölmarkt. In diesem Zusammenhang wird sich der Ölmarkt, basierend auf dem weiter vorherrschenden Überangebot über die kommenden sechs bis zwölf Monate, durch eine erhöhte Volatilität infolge der fällig werdenden Ölsicherungsgeschäfte und der Abwicklung von bestehenden Ölbohrverpflichtungen auszeichnen.

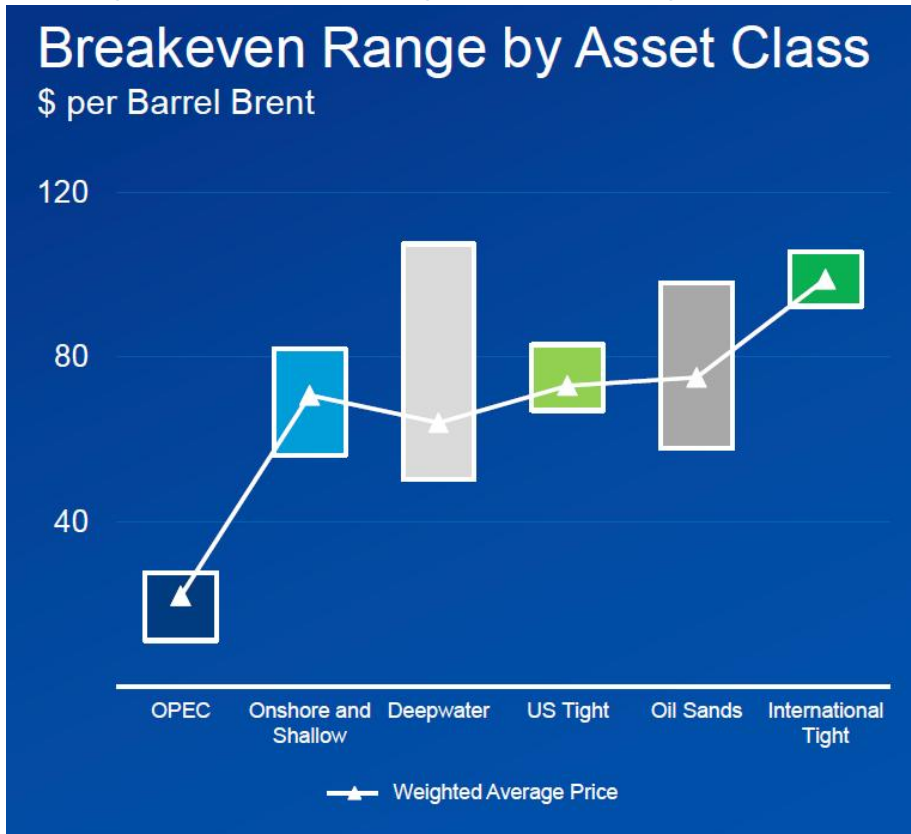
Vollkommene Einigkeit dürfte unter den OPEC-Mitgliedern indes nicht herrschen. Als förderstärkster Ölproduzent der Welt hat die Stimme Saudi-Arabiens den höchsten Einfluss und es scheint, als trafen die Saudis die strategische Entscheidung, auf Kosten von nordamerikanischen Onshore-Produzenten ihren Marktanteil zu verteidigen. Wir haben Analyseberichte gelesen, denen zufolge das Land über zwei oder mehr Jahre hinweg durchaus ein Haushaltsdefizit verkraften könnte.

Andere OPEC-Mitgliedstaaten verfügen jedoch nicht über die gleiche Finanzstärke, weshalb es diesen Ländern nicht möglich ist, den Staatshaushalt auf dem aktuellen Preisniveau weiterhin zu finanzieren. Demzufolge dürfte die OPEC nach ihrer nächsten Sitzung im Juni 2015 eine konstruktivere Haltung einnehmen, sollten die Preise bis dahin weiterhin in der Spanne zwischen 40 USD bis 50 USD je Barrel liegen.

Falls die Preise über einen längeren Zeitraum niedrig bleiben sollten, werden wir auf etwas längere Sicht eine enorme angebotsseitige Reaktion in den USA erleben. Laut unseren Analysen könnten möglicherweise 800 Bohranlagen (d.h. etwa 50% weniger als das Spitzenniveau vom Oktober 2014) in den kommenden sechs bis zwölf Monaten abgeschaltet werden. Auf dieser Grundlage prognostizieren wir eine Angebotsverknappung zum Jahresende hin sowie einen Preisanstieg auf durchschnittlich 60 USD je Barrel für das Gesamtjahr 2015 und auf 70-80 USD je Barrel im Jahr 2016. Dieser Preiskorridor befindet sich innerhalb der Breakeven-Spanne der Produktionskosten von amerikanischen Schieferölproduzenten (siehe "US Tight" in Abbildung 4).

Sollten die Preise wieder in Richtung 100 USD je Barrel steigen, dürfte dies die Investitionsausgaben sowie die Förderung im nordamerikanischen Onshore-Sektor anregen, was erneut zu dem Teufelskreis von Überproduktion und einbrechenden Preisen führen könnte, den wir aktuell erleben. In einem solchen Szenario würden wir erwarten, dass die OPEC durch die Steuerung der Förderquoten eine aktive Rolle einnimmt, um eine Stabilität an den Märkten sicherzustellen.

Abbildung 4: Verlauf der Herstellungskosten nach Bezugsquelle



Quelle: Chevron Corporation (März 2014); Wood Mackenzie. OPEC nur Onshore. Breakeven-Spanne: 25. bis 75. Perzentil.

Hinweis: "Tight" bezieht sich in diesem Zusammenhang auf Schieferöl.

Vorteile aus dem Wandel ziehen

In einem Umfeld, das sich durch einschneidende Veränderungen auszeichnet, ist es unserer Ansicht nach unerlässlich, mit Blick auf Investitionen am globalen Markt für Rohstoffaktien eine ausgewogene Strategie beizubehalten. In den von uns verwalteten Portfolios, die in diesem Segment investieren, haben wir den Energiesektor untergewichtet. Wir behalten eine negative Korrelation zum Energiesektor bei und schöpfen gleichzeitig die volle Bandbreite an verfügbaren Sektoren in unserem Anlageuniversum aus (siehe Abbildung 5).

Hinsichtlich des Öls befinden sich die Rohölpreise weiterhin auf einem auf Dauer nicht haltbaren niedrigen Niveau, was sich direkt auf Energiegesellschaften auswirkt. Unserer Ansicht nach sollten diese größeren strategischen Unternehmen ihre Investitionsvorhaben am oberen Ende der Kostenkurve (z.B. Ölsand, Tiefseebohrungen) zurückstellen oder zumindest aufschieben und Kapital in Bereiche etwas weiter unten entlang der Kostenkurve umschichten (z.B. US-Schiefer). Zusammengefasst werden diese Unternehmen unserer Einschätzung nach den US-Onshore-Sektor konsolidieren und infolgedessen die Möglichkeit haben, sich die effizienteren Explorations- und Förderunternehmen zu attraktiven Bewertungen herauszufiltern.

Insgesamt betrachtet wird Kapital vom US-Onshore-Markt abfließen, sollten die Preise auf diesem Niveau bleiben, was zu einer Reduzierung der Gesamtzahl an Bohranlagen führen wird – diese Entwicklung hat bereits begonnen (siehe Abbildung 2). Gleichzeitig nehmen die Aktivitäten im Bereich Fusionen und Übernahmen in diesem Sektor durch strategische Käufer zu. Vor diesem Hintergrund vermeiden wir bei unserer Positionierung Unternehmen im Ölfeldservice, die durch die Kürzungen der Investitionsausgaben belastet werden und bevorzugen stattdessen existenzfähige, langfristige nordamerikanische Energie- und Produktionsunternehmen. Im aktuellen Marktumfeld sind die größeren Firmen unserer Ansicht nach vergleichsweise teuer. Außerdem gehen wir davon aus, dass solche Unternehmen Übernahmen in jenem Marktsegment anvisieren, in dem wir investiert sind.

Abbildung 5: Positionierung der Strategie für globale Rohstoffaktien

	Gewichtung Referenzindex (%)*	Strategie (%)	Aktive Gewichtung (%)
Energie	59,0	38,2	-20,8
Öl-, Gas- & Kohleproduzenten	43,4	32,3	-11,1
Öl- & Gasanlagen, Bohrungen & Dienstleistungen	6,3	2,2	-4,1
Öl- & Gasverarbeitung, Lagerung & Transport	9,3	3,7	-5,6
Material	41,0	53,8	12,8
Chemikalien	21,1	25,1	3,9
Metalle & Bergbau (ohne Gold und Edelmetalle)	12,0	14,9	2,9
Gold & Edelmetalle	2,2	3,3	1,1
Baustoffe	3,0	3,7	0,6
Container & Verpackung	1,6	0,0	-1,6
Papier & Forstprodukte	1,1	6,9	5,8
Nichtzyklische Konsumgüter	0,0	7,7	7,7
Barmittel	0,0	0,3	0,3

Quelle: Barings, 31. Dezember 2014. *60% MSCI AC World Energy / 40% MSCI AC World Materials (Monatliche Anpassung der Gewichtung, Wiederanlage der Bruttodividende)

Wir sind der Ansicht, dass das neue Energieparadigma auch in anderen Bereichen zahlreiche Chancen bietet. Dementsprechend bevorzugen wir auch weiterhin energieintensive Teilsektoren des Rohstoffuniversums, in denen Produzenten von niedrigeren Inputkosten profitieren dürften. Dies beinhaltet Spezialchemieunternehmen wie beispielsweise Hersteller von Beschichtungen. Andere Teilsektoren, in denen die positiven Auswirkungen spürbar sein dürften, umfassen solche Unternehmen, die von einer steigenden Verbrauchernachfrage profitieren wie beispielsweise einige Nahrungsmittelverarbeiter und Firmen mit Zugang zum US-Automobilsektor.

Innerhalb des Rohstoffuniversums sehen wir attraktive Aktienbewertungen, was angesichts der jüngsten Kursrückgänge nicht verwunderlich ist. Wir sind davon überzeugt, dass unser diversifizierter Ansatz in der nahen Zukunft Schutz vor einem extremen Volatilitätsniveau bieten wird und dabei gleichzeitig mögliche, positive Optionen für die längere Perspektive bereithält. Zum Jahresauftakt 2015 weist unsere Global Resources Equity Strategy eine niedrigere Volatilität auf als der breite Markt. Abgesehen von den jüngsten Entwicklungen im Ölsektor sehen wir zahlreiche Chancen am Markt für Rohstoffaktien und behalten aus diesem Grund für den weiteren Jahresverlauf unsere optimistische Haltung für die Anlageklasse bei.

Duncan Goodwin,
Head of Global Resources
Global Resources Equity Team
Baring Asset Management

WICHTIGE INFORMATION

Dieses Dokument wird von Baring Asset Management Limited genehmigt und veröffentlicht, von der Financial Conduct Authority (britische Finanzdienstleistungsaufsicht) autorisiert und reguliert und in Ländern außerhalb Großbritanniens von dem entsprechenden Tochterunternehmen/verbundenen Unternehmen von Baring Asset Management, dessen/deren Name(n) und Kontaktdaten in diesem Dokument angegeben sind, zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument stellt kein Angebot zum Verkauf bzw. keine Aufforderung zur Beantragung eines Produkts oder einer Dienstleistung von Baring Asset Management dar und dient ausschließlich Informationszwecken.

Vor der Anlage in ein bestimmtes Produkt sollten Leser, die keine professionellen Anleger sind, ihren Finanzberater konsultieren.

Darüber hinaus muss das Key Investor Information Document (KIID) vor einer Anlage erhalten und gelesen werden. Außerdem sollten alle maßgeblichen Dokumente in Bezug auf das Produkt, wie Berichte, Abschlussrechnungen und Prospekte gelesen werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind nicht als Anlage-, Steuer-, Rechts- oder sonstige Beratung oder Empfehlung oder als Angebot zum Verkauf oder Aufforderung zur Beantragung eines Produkts oder einer Dienstleistung von Baring Asset Management zu verstehen.

Eine Anlage ist stets mit Risiken verbunden. Der Wert einer Anlage und der erzeugten Erträge kann ebenso fallen wie steigen und ist nicht garantiert. Die Wertentwicklung der Vergangenheit stellt keine Gewähr für die zukünftige Wertentwicklung dar. Genannte Renditen werden nicht garantiert. Währungsschwankungen können sich nachteilig auf den Wert, Preis oder Ertrag einer Anlage auswirken. Mit einer Anlage in Schwellen- oder Entwicklungsländern (die direkt oder über Investmentvehikel erfolgt) sind zusätzliche Risiken verbunden. Investitionen in höher rentierliche Anleihen, die von Emittenten mit einer geringeren Bonitätseinstufung ausgegeben werden, können zu einem höheren Ausfallrisiko führen und damit den Ertrag und Vermögenswert beeinträchtigen. Ertragszahlungen können eine teilweise oder vollständige Kapitalrückzahlung darstellen. Erträge können durch den Verzicht auf künftigen Kapitalzuwachs erzielt werden. Wir gehen auf angemessene Grundlage davon aus, dass die hierin aufgeführten Informationen von Dritten, wie hier angegeben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung richtig sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen können sich jederzeit ändern. Dieses Dokument kann interne Richtlinien zur Portfoliozusammenstellung umfassen.

Da es sich dabei um Richtlinien handelt, besteht für den Fonds keine Verpflichtung, sich grundsätzlich an diese Beschränkungen zu halten. Diese Richtlinien können sich ohne vorherige Ankündigung ändern und werden lediglich zu Informationszwecken bereitgestellt. Dieses Dokument kann Aussagen enthalten, die auf unseren aktuellen Ansichten, Erwartungen und Projektionen basieren und sich auf die Zukunft beziehen. Wir gehen keine Verpflichtung ein, die zukunftsorientierten Aussagen zu aktualisieren oder zu berichtigen. Die tatsächlichen Ergebnisse können wesentlich von den erwarteten Ergebnissen der zukunftsorientierten Aussagen abweichen. Vergütungsvereinbarungen gemäß dem britischen Financial Services and Markets Act 2000 stehen für Offshorefonds nicht zur Verfügung. Es sind keine Fondsanteile in Ländern erhältlich, in denen ihr Angebot oder Verkauf untersagt ist; insbesondere darf der Fonds weder direkt noch indirekt in den USA oder an eine US-Person verkauft werden. Zeichnungen und die Ausgabe von Anteilen erfolgen nur auf der Grundlage des aktuellen Verkaufsprospekts. Unterlagen, die nähere Angaben zu Ländern/Städten enthalten, in denen Barings agiert, müssen Folgendes enthalten - Aufstellungen von Orten oder Ortskennungen auf Landkarten (nicht abschließende Aufzählungen). Diese können Orte auflisten, in denen Barings eine Niederlassung hat und/oder in denen Barings eine lokale Organisation oder Einzelperson ernannt hat, um in ihrem Namen bestimmte Aspekte ihres Geschäfts auszuführen. Bei Daten, die von Morningstar stammen: © Morningstar, Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die Informationen in diesem Dokument (1) sind Eigentum von Morningstar und/oder ihren Contentanbietern, (2) dürfen weder vervielfältigt noch weitergegeben werden, und (3) die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität dieser Informationen wird nicht garantiert. Weder Morningstar noch ihre Contentanbieter übernehmen die Verantwortung für Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieser Informationen entstehen. Ein S&P-Fondsmanagement-Rating repräsentiert nur eine Meinung; Anlageentscheidungen sollte man hierauf nicht begründen. „S&P“ und „Standard & Poor's“ sind Markenzeichen von The McGraw-Hill Companies, Inc. Copyright 2012 © Standard & Poor's Financial Services LLC.



Baring Asset Management GmbH
Ulmenstraße 37-39, 60325 Frankfurt
Autorisiert & reguliert von der Financial Conduct Authority
Complied (Frankfurt): Februar 2015