

### Februar 2015

---

#### ➤ **Thema des Monats: Ölpreisverfall fördert Konjunkturerholung in der Eurozone**

- Die Gründe für den Ölpreisrückgang
- Ölpreis drückt Inflation im Euroraum
- Die Vor- und Nachteile sinkender Ölpreise in Importstaaten
- Moderater Anstieg des Ölpreises auf Jahressicht

## Team Investmentstrategie

**Dr. Marco Bargel**

Chefinvestmentstrategie

marco.bargel@postbank.de

**Heinrich Bayer**

heinrich.bayer@postbank.de

**Thilo Heidrich**

thilo.heidrich@postbank.de

**Heinz-Gerd Sonnenschein**

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

[www.postbank.de](http://www.postbank.de)

Redaktionsschluss: 02.02.2015

Deutsche Postbank AG

Zentrale

Friedrich-Ebert-Allee 114-126

53113 Bonn

Telefon: (0228)920-0

**Disclaimer:**

Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen Informationsmaterial dar, also weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers. Die Informationen in diesem Dokument wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; Postbank Investmentstrategie garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

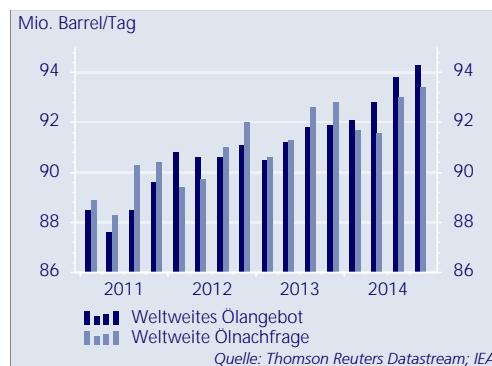
## Ölpreisverfall fördert Konjunkturerholung in der Eurozone

Der Ölpreis schien lange Zeit unfähig, einen klaren Trend ausbilden zu können. Zwischen 2011 und Mitte 2014 bewegte sich der Preis für die Nordseesorte Brent unter Schwankungen seitwärts und verließ die Spanne von 100 bis 120 US-Dollar pro Barrel (1 Barrel bzw. Fass entspricht etwa 159 Liter) nur selten und für kurze Zeit. Seitdem hat der Ölpreis jedoch einen der stärksten Rückgänge in seiner Geschichte verzeichnet. Seit dem 19. Juni 2014 ist der Preis von 115 zwischenzeitlich auf 45 US-Dollar gesunken. Dies entspricht einem Minus von 60%. Der letzte Rückgang dieser Größenordnung ist noch gar nicht so lange her. Zwischen Juli und Dezember 2008 gab der Preis für Öl von seinem Rekordhoch bei knapp 146 auf zeitweise 34 Dollar nach. Dies entsprach einem Rückgang von 77%. Damals erfasste die Finanzkrise binnen kurzer Zeit die Realwirtschaft und sorgte für eine tiefe, globale Rezession, die wiederum mit einem Nachfrageeinbruch bei Öl einherging. Im Zuge einer Erholung der Weltwirtschaft zog auch der Ölpreis da-mals zügig wieder an. Beim jüngsten Öl-preisrückgang ist der Fall dagegen anders gelagert. Zum einen sind die Ursachen vielschichtiger und zum an-deren zeichnet sich keine baldige und deutliche Gegen-reaktion ab, wie sie noch 2009 zu beobachten war. Daher rückt die Frage in den Vordergrund, welche Auswirkungen der deutlich gesunkene Ölpreis hat.

### Die Gründe für den Ölpreisrückgang

Im Kern stehen hinter dem jüngsten Öl-preisverfall fundamentale Gründe, nämlich das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage. Letztere hat sich vor dem Hintergrund einer global moderaten Konjunktur vergleichsweise schwach entwickelt. Das weltweite BIP wurde laut IWF im abgelaufenen Jahr um 3,3% ausgeweitet. Dies liegt klar unterhalb des durchschnittlichen Wachstums von 3,9% seit dem Jahr 2000. Während die USA noch als weltweite Konjunkturlokomotive agierte, blieb das Wachstum in der Eurozone verhalten.

### Kluft zwischen Ölangebot und –nachfrage hat sich ausgeweitet



In China wurde mit einem BIP-Zuwachs von „nur“ 7,4% im Jahr 2014 sogar der geringste Anstieg seit 1990 verzeichnet. Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass der Rohölbedarf auf globaler Ebene zuletzt gering ausfiel.

Gleichzeitig wurde das Ölangebot jedoch nicht an die niedrige Nachfrage angepasst, sondern stetig weiter ausgeweitet. Die dadurch entstehende Kluft zwischen Angebot und Nachfrage sorgte für den rapiden Preisverfall. Im Gegensatz zu 2008, als ein Schock auf der Nachfrageseite zum Öl-preissturz führte, waren es dieses Mal also in erster Linie angebotsseitige Faktoren, die dafür verantwortlich zeichneten.

Viele wichtige Ölförderländer entschieden sich nämlich bewusst gegen eine Drosselung der Ölförderung, die eine Stabilisierung der Preise zur Folge gehabt hätte. Dahinter stehen vor allem politische Motive. Saudi-Arabien, das nach wie vor größte Ölförderland der Welt, sprach sich auf der OPEC-Konferenz im November 2014 dafür aus, die Förderquoten trotz des gesunkenen Ölpreises unverändert zu lassen. Damit setzte es sich gegen den Widerstand zahlreicher anderer OPEC-Staaten durch, die teilweise auf einen höheren Ölpreis angewiesen sind, um ihre Staatshaushalte zu finanzieren. Mit dieser Entscheidung kam es zu einem Paradigmenwechsel der OPEC-Strategie. Bislang hatte sie stets versucht,

den Ölpreis stabil zu halten bzw. zu beeinflussen. Mit der Entscheidung vom November setzt das Kartell nun auf eine langfristige Aufrechterhaltung der Marktanteile. Saudi-Arabien als Drahtzieher hinter der Entscheidung kann aufgrund sehr niedriger Förderkosten einen geringen Ölpreis auch längere Zeit verkraften. Ein wichtiges Ziel der Maßnahme dürfte es gewesen sein, die zur Ölmacht avancierten USA auszubremsen. Sie sind durch das Fracking ihrerseits zu einem der weltgrößten Ölförderstaaten geworden und damit zu einem ernstzunehmenden Konkurrenten. Allerdings liegen die Förderkosten des Fracking im Bereich von 50 US-Dollar und damit weitaus höher als in vielen OPEC-Staaten, so dass sich diese Fördermethode nur bei einem Ölpreis oberhalb dieser Schwelle lohnt. Gleichwohl kommt der Ölpreisverfall auch der US-Politik entgegen, da er den Druck auf Russland erhöht, welches sehr stark von Rohstoffexporten abhängig ist. Die Kompromissbereitschaft Russlands im Ukraine-Konflikt könnte entscheidend vom niedrigen Ölpreis beeinflusst werden.

Eine weitere Erklärung für den Ölpreisrückgang liefert der Dollar-Wechselkurs. Dieser hat seit Mitte 2014 deutlich an Wert gewonnen. Das Ende 2013 ausgelaufene Anleihekaufprogramm der US-Notenbank (Fed) sowie die allmählich zunehmende Bereitschaft Fed, die Zinsen in absehbarer Zeit wieder anheben zu wollen, haben zu dieser Aufwertung geführt. Gegenüber dem Euro stieg der Dollar seit Anfang Mai 2014 bis jetzt um gut 18% auf. Die Stärke des Dollar beschränkte sich jedoch keineswegs nur auf den Vergleich mit dem Euro. Handelsgewichtet wertete die US-Währung gegenüber den wichtigsten Währungen laut monatlich veröffentlichten Daten der Fed von Juli 2014 bis Januar 2015 um knapp 14% auf. Ein aufwertender US-Dollar geht häufig mit einem sinkenden Ölpreis einher, weil Öl in Dollar abgerechnet wird. Dadurch verteuert sich Öl außerhalb des Dollar-Raums, wodurch die Nachfrage sinkt. Dieser Effekt dürfte den Abwärtstrend der letzten Monate noch verstärkt haben.

## Aufwertung des US-Dollar hat Ölpreisrückgang begünstigt



## Ölpreis drückt Inflation im Euroraum

Die Auswirkungen des jüngsten Ölpreisrückgangs sind vielschichtig und zahlreich. Es gibt sowohl Profiteure als auch Leidtragende. Sehr greifbar wird der Ölpreisrückgang hierzulande an der Tankstelle. Die Kraftstoffpreise haben deutlich nachgegeben und bewegen sich auf mehrjährigen Tiefs. Generell ist ein Großteil der rückläufigen Inflationsrate auf den Ölpreis bzw. die Energiepreise im Allgemeinen zurückzuführen. Die EWU-Inflationsrate rutschte im Dezember auf -0,2% und damit erstmals seit gut fünf Jahren in den negativen Bereich. Die Energiekomponente, die eine nahezu perfekte Korrelation mit dem Ölpreis aufweist, lag zuletzt sogar bei -6,3% gegenüber dem Vorjahr und drückte dadurch die Inflationsrate allein um 0,7 Prozentpunkte.

Der energiepreisbedingte Inflationsrückgang in den stark auf Ölimporte angewiesenen Regionen wie der Eurozone ist allerdings ein zweischneidiges Schwert. Ein positiver Effekt ist, dass die Kaufkraft der Konsumenten durch den Ölpreisrückgang steigt. Sie können einen größeren Teil ihres Einkommens für andere Konsumzwecke verwenden und dadurch das Wachstum ankurbeln. Auch Unternehmen profitieren mitunter vom gesunkenen Ölpreis, wobei der Grad stark von der jeweiligen Branche abhängt. Im Allgemeinen können viele Unternehmen durch niedrigere Herstellungs- und Transportkosten ihre Produkte günstiger anbieten, wodurch mit einer gewissen Verzögerung auch die Preise

anderer Gütergruppen sinken und damit insgesamt zu einer gedämpften Inflationsrate führen. Letzteres verstärkt zwar den positiven Kaufkrafteffekt, kann aber auch problematisch werden. In der aktuellen Phase ohnehin niedriger Inflationsraten und Inflationserwartungen sorgt der Ölpreisrückgang für eine starke Abweichung nach unten vom Inflationsziel. So beschloss die EZB im Januar 2015 nicht zuletzt wegen der Sorge vor einem sich selbst verstärkenden Inflationsrückgang, der schlimmstenfalls sogar in einer Deflation münden könnte, eine weitere Lockerung ihrer Geldpolitik durch den massiven Ankauf von Staatsanleihen.

### **Die Vor- und Nachteile sinkender Ölpreise in Importstaaten**

Länder und Regionen, die in hohem Maße von Ölimporten abhängig sind, sollten auf den ersten Blick von sinkenden Ölpreisen profitieren. Mit Blick auf das Wachstum spricht der bereits erwähnte Kaufkrafteffekt für eine Ausweitung des privaten Verbrauchs. Die seit Mitte 2014 beobachtbare Stimmungsaufhellung sowie anziehende Steigerungsraten beim privaten Konsum in der Eurozone lassen vermuten, dass sich dieser Effekt zumindest zum Teil bereits eingestellt hat. Andererseits haben deutliche Ölpreisrückgänge in der Vergangenheit häufig auch einen Anstieg der Sparsamkeit zur Folge gehabt, in Erwartung dessen, dass der Ölpreisrückgang nicht von Dauer ist und mittelfristig wieder steigt. Auch diese Mal ist zu erwarten, dass sich der Ölpreiseffekt nicht vollständig beim privaten Verbrauch niederschlägt.

Produktionsseitig vergünstigt ein sinkender Ölpreis die Herstellung und kann dadurch förderlich für die Produktion und Investitionen sein. Allerdings hat die Abhängigkeit der Produktion vom Öl - vor allem in hoch entwickelten Volkswirtschaften - in den vergangenen Jahrzehnten stetig nachgelassen. Die wesentlichen Gründe hierfür sind eine steigende Energieeffizienz sowie ein trendmäßiger Rückgang des Anteils des Verarbeitenden Gewerbes an der Wirtschaftsleistung. Der zunehmende Einsatz erneuerbarer Energien hat die Abhängigkeit vom Öl zusätzlich verringert.

Gleichwohl dürfte die Ersparnis durch den sinkenden Ölpreis in Europa enorm sein. Die Europäische Union ist mangels nennenswerter eigener Rohstoffvorkommen einer der größten Nettoimporteure von Energie. Im Jahr 2013 hatten die Energieimporte einen Wert von 500 Mrd. US-Dollar, wovon allein drei Viertel auf Öl entfielen. Umgerechnet zum damaligen Wechselkurs beliefen sich die Ölimporte der EU im Jahr 2013 auf gut 282 Mrd. Euro. Vor dem Hintergrund des zwischenzeitlichen massiven Ölpreisverfalls sowie der Annahme, dass dieser im weiteren Jahresverlauf moderat steigt, während der Euro noch etwas weiter abwertet, würde die EU in diesem Jahr nur noch Öl im Wert von 174 Mrd. Euro importieren. Der Ölpreiseffekt könnte damit zu einer signifikanten Verbesserung der Handelsbilanz beisteuern.

Jedoch gibt es auch bei der Betrachtung des Außenhandels mitunter dämpfende Effekte, die in erster Linie exportorientierte Staaten wie Deutschland betreffen. Durch sinkende Einnahmen in den ölexportierenden Staaten sinkt deren Nachfrage tendenziell, was wiederum zu Lasten der deutschen Exporte gehen könnte. Im Jahr 2013 gingen immerhin 6,6% der deutschen Ausfuhren in die OPEC-Staaten und Russland. Vor allem die Exporte nach Russland sind im vergangenen Jahr bereits deutlich gesunken, was jedoch auch zu großen Teilen an Handelsbeschränkungen im Zusammenhang mit der Ukraine-Krise lag.

### **Moderater Anstieg des Ölpreises auf Jahressicht**

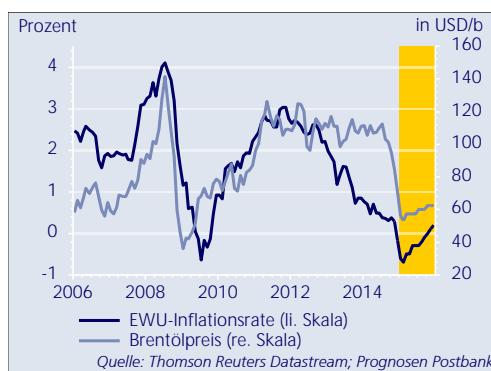
Der Ölpreis befindet sich nach einer rasanten Talfahrt aktuell in einer Stabilisierungsphase bei gut 50 US-Dollar pro Fass. Wir erwarten, dass sich daran in den nächsten Monaten eine moderate Erholung anschließt. Einen allzu starken Anstieg halten wir für unwahrscheinlich, da das Angebot bis auf weiteres sehr üppig bleiben wird und die Nachfrage nur allmählich zunehmen sollte. Auf Sicht von 12 Monaten erwarten wir den Ölpreis etwa 10 US-Dollar über dem aktuellen Niveau.

Ein so drastischer Ölpreisverfall, wie er seit Mitte 2014 zu beobachten ist, ist weder eindeutig positiv noch negativ. Bezogen auf das Wachstum auf Seiten ölimportierender Staaten gibt es zum Teil gegenläufige Effekte, wie die Analyse gezeigt hat. Der sich tatsächlich einstellende Wachstumseffekt hängt von einer Vielzahl von Faktoren ab, entsprechend vage sind die Schätzungen. Die Weltbank geht davon aus, dass ein Rückgang des Ölpreises um 10% das Wachstum in ölimportierenden Ländern um 0,1 bis 0,5 Prozentpunkte erhöhen kann. Vor dem Hintergrund unserer Ölpreis- und Euro-Dollar-Prognose würde sich der Ölpreisrückgang im Jahresdurchschnitt 2015 auf etwa 30% gegenüber dem Vorjahr belaufen. Dies dürfte die Konjunktur im Euroraum in diesem und auch dem nächsten Jahr unterstützen. Für unsere EWU-BIP-Prognose von 1,0% in 2015 sehen wir derzeit aufgrund der Ölpreisentwicklung ein Aufwärtsrisiko.

Im Hinblick auf die Inflationsentwicklung dürfte der Ölpreis trotz der aktuellen Stabilisierung noch etwas nachwirken. Wir rechnen damit, dass die EWU-Inflationsrate zunächst noch tiefer in den negativen Bereich rutscht und sich nachfolgend knapp unter der 0%-Marke stabilisiert. Gegen Ende des Jahres sollten Basiseffekte, ein moderater Ölpreisanstieg sowie eine bessere konjunkturelle Verfassung dazu führen, dass die Inflationsrate wieder in den positiven Bereich vorrückt. Im Jahresdurchschnitt rechnen wir mit einer EWU-Inflationsrate von -0,3%.

Zu guter Letzt beschränken sich die Einflüsse des Ölpreises nicht nur auf die Realwirtschaft. Auch auf den globalen Finanzmärkten kann es zu Verschiebungen kommen. Vor allem dann, wenn der Ölpreis nach einem Absturz längere Zeit niedrig bleibt oder – wie von uns erwartet – nur moderat steigt. Denn die aus dem Ölgeschäft erzielten Gewinne der großen Ölexportstaaten wurden zum Teil auch im Ausland angelegt („Petro-Dollars“) und haben dort beispielsweise den Renditerückgang von Staatsanleihen verstärkt. Bleibt der Ölpreis dauerhaft niedrig, könnte ein Teil dieser Ersparnisse wieder aufgelöst werden und zurück in die Ölexportierenden Staaten fließen.

## Moderater Anstieg des Ölpreises und der Inflation auf Jahressicht erwartet



Vor allem in Staaten, die auf Petro-Dollars angewiesen sind, könnte es zu Turbulenzen auf den Finanzmärkten kommen. In der Eurozone halten wir diese Gefahr jedoch für überschaubar, da die Geldpolitik derzeit so expansiv ist wie nie zuvor. Vielmehr sollten die positiven Effekte des Ölpreisrückgangs, primär in Form einer steigenden Kaufkraft, überwiegen.

Thilo Heidrich

## Prognosen Postbank

	02.02.	in 12 M
Brent-Ölpreis (in USD/b)	54	63
EUR/USD	1,13	1,05