

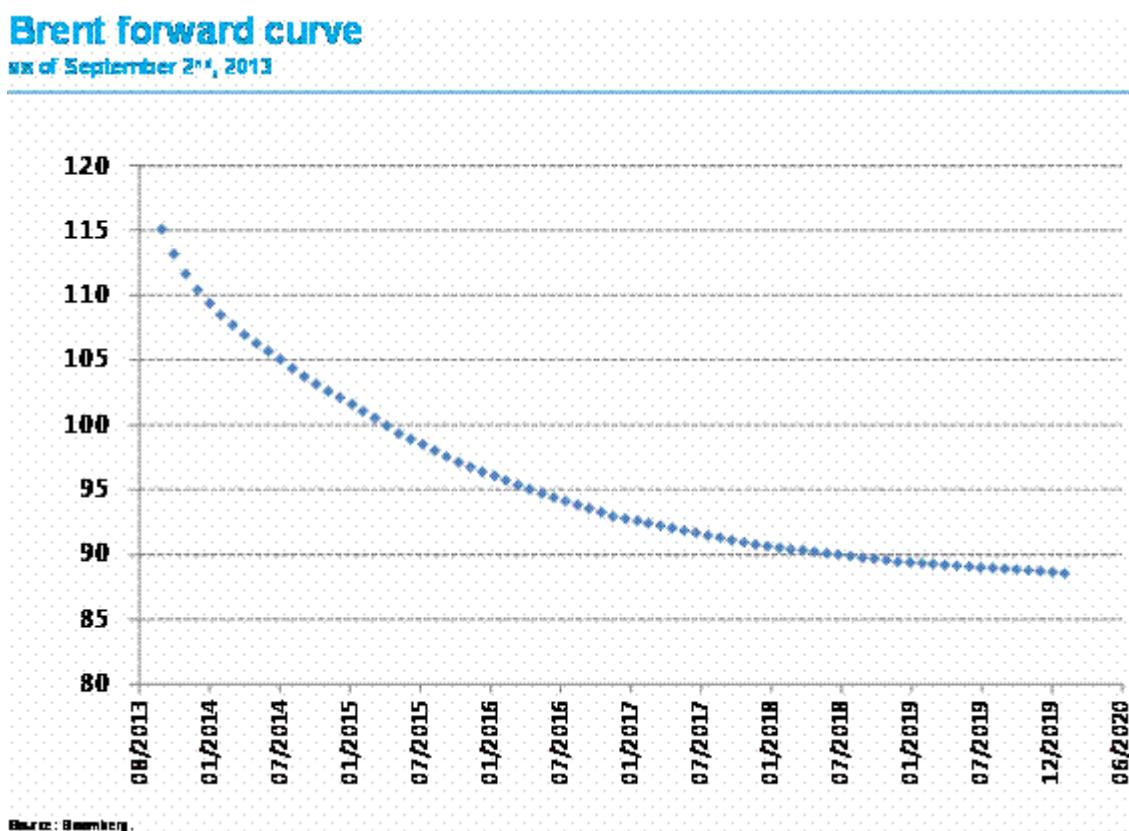
# Die fehlerhafte Erdöl-Terminpreiskurve

12.09.2013

Die Entwicklung der Ölmarkte im letzten Jahrzehnt bestätigt die Theorie: der Terminmarkt ermöglicht keine Preisvorhersagen, sondern spiegelt regelmäßig aktualisierte Punktbeobachtungen von Marktschätzungen für Preise von Erdöl zu verschiedenen Lieferterminen wieder. Determinierende Einflussfaktoren sind von Liefertermin zu Liefertermin jeweils unterschiedlich.

Energy Funds Advisors glaubt, dass die Inkohärenz der Preisinformationen der Terminmärkte (Brent) mit den Fundamentaldaten seit einigen Monaten und heute immer noch maximal ist.

## Starke Verzerrung der Terminkurve von Brentöl



Anfang September 2013 betrug der Spread (in Backwardation) zwischen sofortiger Lieferung (spot) und Lieferung am Ende des Jahrzehnts mehr als USD 25 (siehe obige Graphik). Dieser historisch große Unterschied kommt nicht aufgrund einer fehlerhaften Bewertung von Spot-Preisen zustande, welche die aktuelle Marktsituation abbilden und ständig multipler Arbitrage ausgesetzt sind, sondern aufgrund der Preise für Lieferung in der Zukunft. Trotz der Anonymität von Geschäften auf organisierten Märkten und der Undurchsichtigkeit des außerbörslichen Handels gibt es übereinstimmende Hinweise von Sekundärquellen, welche die Diagnose aus der erfolgten Preissenkung und anschließender Stabilisierung des Brent-Preises bei 90 USD für Lieferungen von 2017 bis 2019 ziehen: diese Entwicklung ist hauptsächlich das Ergebnis einer massiven Strategie der Kursabsicherung von Schieferölproduzenten in den USA, welche den Großteil ihrer Produktion auf Termin verkaufen, um die Finanzierung ihrer Unternehmensentwicklung zu ermöglichen.

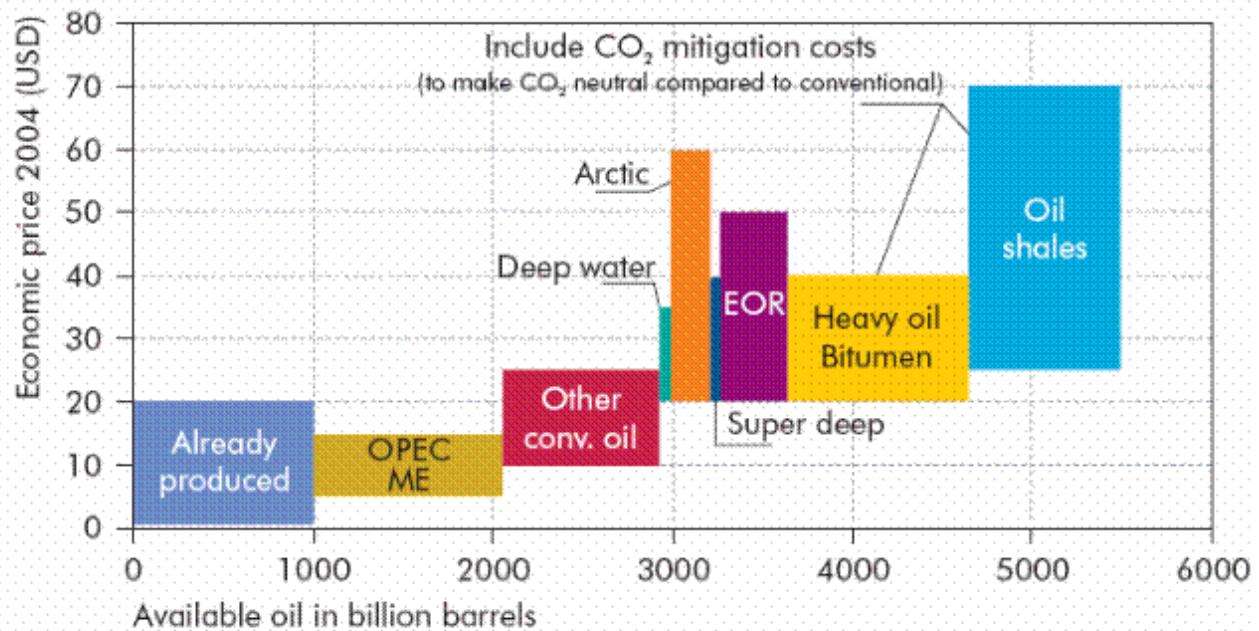
Wir stellen hier nicht den Sinn dieser ungewöhnlich ausgeprägten Absicherungsstrategie im Vergleich zu Usancen in anderen Industriezweigen in Frage, weisen aber auf die dadurch verursachte starke Verzerrung des Ölpreises hin. Den ständigen Verkäufen auf Termin stehen, bisher, keine entsprechenden Käufer gegenüber, weder von Marktteilnehmern mit Risiken bei steigenden Ölpreisen (Schwerindustrie, Luftfahrt, Chemie), noch von Finanzinvestoren. Der aus dieser Situation entstehende Terminpreis von USD 90 steht

im Widerspruch zu drei Sachverhalten, die im Wesentlichen bullish sind: Angebotsfaktoren, Nachfragesteigerungspotential und geopolitisches Umfeld.

### Die drei Faktoren, welche erklären, warum der mittelfristige Brentpreis stark unterbewertet ist

Erstens wird der über die nächsten 5 Jahre erwartete Anstieg von Produktionskosten unterschätzt. Ölpreisvorhersagen werden meistens auf der Basis von Angebotskurven gemacht, welche die ultimativen Reserven (maximal förderbares Volumen), abhängig von Kosten, darstellen. An dieser Stelle ist es nützlich an die Schlussfolgerungen und Preisvorhersagen zu erinnern, welche aus der entsprechenden Angebotskurve in 2005 (siehe folgende Graphik) gezogen wurden: ultimative Reserven von mehr als 3 Trillionen Fässern bei Produktionskosten von weniger als USD 40. Es wurde angenommen, dass die globale Produktion die Nachfrage abdecken können würde und dass der Ölpreis einem nur leicht ansteigenden Pfad folgen würde. Jegliche mittelfristige Spannung, welche zu Marktpreisen oberhalb dieser Tendenz führe, würde die Förderung von neuen Ressourcen ermöglichen, was wiederum eine Preiskorrektur zur Folge hätte.

### Liquid hydrocarbons supply curve (reserves) in 2005

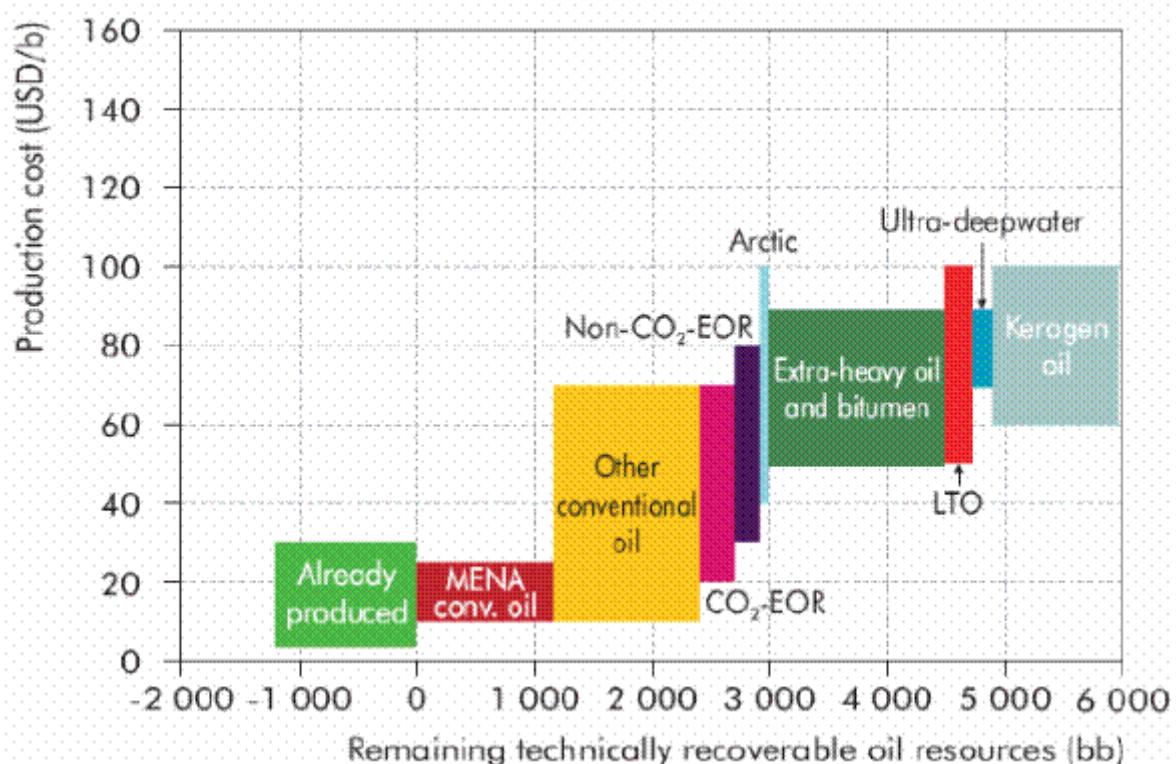


Quelle: IEA 2005, Resources to Reserve – Oil & Gas Technologies for the Energy Markets of the Future

Wie wir wissen, ist der Ölpreis seit 2005 aus 2 Gründen, welche nicht aus der statischen Betrachtung der Angebotskurve hervorgehen, stark gestiegen: Kostenexplosion in Teilbereichen der Technologieaufwendungen (Stahl, Gehälter von Ingenieuren und Arbeitern) sowie enttäuschende Ergebnisse bei der Entdeckung von neuen Reserven in den letzten Jahren. Die Entdeckung von neuen Reserven an flüssigen Kohlenwasserstoffen belief sich zwischen 10 und 15 Milliarden Barrels/Jahr, was erheblich niedriger war, als die jährliche Produktion von ungefähr 27 Milliarden Fässern. Diese Ergebnisse decken sich mit dem Trend, der erstmals Anfang der 1990 Jahre auftauchte.

Die Analyse der verschiedenen Segmente des Ölsektors erlaubt die These, dass die zuletzt publizierte Angebotskurve (in 2013, siehe folgende Graphik) die gleichen Fehler wie in 2005 wiederholt. Hier wird von statischen Kosten ausgegangen; tatsächlich steigen diese ständig, insbesondere im Offshore-Bereich, obwohl der Kostenanstieg langsamer, als im letzten Jahrzehnt verläuft. Weiter ist es sehr fraglich, ob ultimative Reserven (in diesem Fall die Summe der bereits geförderten und in der Zukunft zu fördernden Volumen) von 3500 auf 4000 Milliarden Fässer korrigiert werden können, wenn man die bereits erwähnten enttäuschenden Ergebnisse bei der Entdeckung von neuen Reserven berücksichtigt.

## Liquid hydrocarbons supply curve (reserves) in 2013



Die Erdölangebotskurve von 2013 vermittelt daher eine falsche Nachricht an Markt und Investoren. Die Nachricht sollte heißen: aufgrund von fortwährenden Kostensteigerungen bei Förderung und Erschließung sowie den Schwierigkeiten bei der Entwicklung von neuen Produktionskapazitäten wird der Ölpreis pro Fass aufgrund von Sachzwängen und den Herausforderungen an die Industrie am Ende des Jahrzehnts bedeutend höher als USD 100 sein und zwar in etwa bei USD 130.

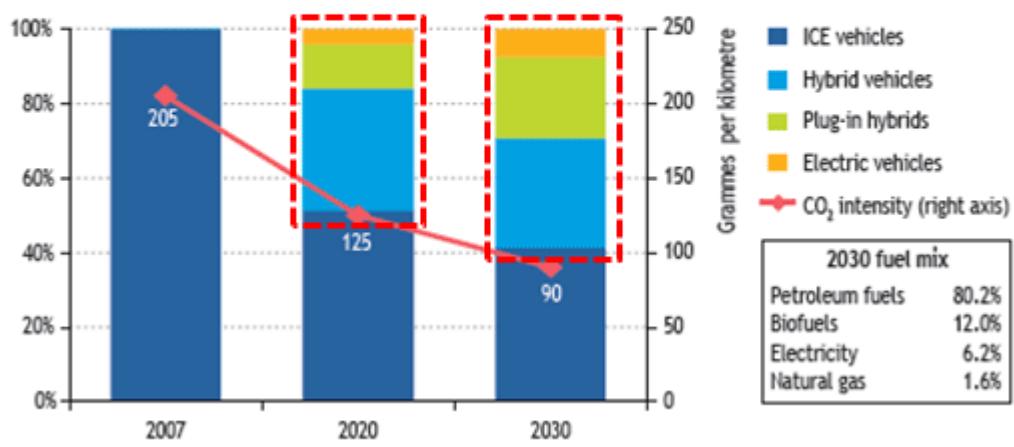
Der zweite strukturell ölpressteigernde Faktor liegt im potentiellen Wachstum der Nachfrage, hauptsächlich getrieben durch den Transportsektor. Man kann viele Hinweise auf eine unterstellte Veränderung im Transportbereich finden: neue Technologien, Hybrid- und Elektromotoren. Diese sollen kurzfristig (innerhalb dieses Jahrzehnts) den Energiebedarf deckeln und zu einem Schrumpfen des Ölmarktes durch Nachfragerückgang führen.

Das sogenannte 450-Szenario der IEA (International Energy Agency) bezieht sich auf das Ziel die Konzentration von 450 ppm (parts per million) Kohlendioxid in der Atmosphäre nicht zu überschreiten, um die globale Erwärmung auf höchstens 2°C zu beschränken. Dieses Szenario ist abhängig von einer raschen Umsetzung dieser neuen Technologien und Einführung der neuen Motoren im Transportbereich. Nur dieses Szenario erlaubt gleichzeitig eine Deckelung der weltweiten Erdölproduktion in etwa auf heutigem Niveau (90 Millionen Fässer pro Tag) und einen leicht sinkenden Ölpreis auf USD 90, auf ein Niveau also, den die Brent-Terminkurve heute einpreist.

Solch ein Szenario unterstellt, dass der Anteil der hybriden- und elektrischen Fahrzeuge vom gesamten Automobilmarkt in 2020 50% beträgt und 60% in 2030 (siehe nachfolgende Graphik). Der Anteil dieser Fahrzeuge in 2007 war unbedeutend. Eine einfache Interpolierung zwischen 2007 und 2020 erlaubt abzuleiten, dass der Anteil dieser neuen Motoren in 2012 schon bei etwa 25% liegen sollte. In 2012 betrug der Anteil von Hybrid- oder Elektrofahrzeugen am internationalen Automobilmarkt (62 Millionen Fahrzeuge) jedoch nur 1 Million Fahrzeuge, deutlich weniger als die 15 Millionen, die das 450-Szenario implizit annimmt.

**The required adaptation of the road transport sector: 50% market share of hybrid and electric vehicles in the world automobile market in 2020**

**Figure 9.4 • World share of passenger vehicle sales by technology and average new vehicle on-road CO<sub>2</sub> intensity in the 450 Scenario**



Die Grundtendenz der Verbreitung dieser Technologien, welche zu höherer Energieeffizienz und zu einer fortgehenden Substitution von flüssigen Kohlenwasserstoffen (fossile und synthetische Treibstoffe) führen wird, ist unbestritten; die Umsetzungsgeschwindigkeit wird jedoch überschätzt. Es ist heute schon sicher, dass der Einsatz von hybriden und elektrischen Motoren im Transportsektor, so wie im oben genannten Szenario in 2020 (am langen Ende der aktuellen Brent-Terminkurve) geplant, nicht im angenommenen Maße eintreten wird.

Die Größenordnung der Diskrepanz zwischen Erwartung und Realität in Höhe von 1 zu 15, ist ein zwingender Hinweis darauf, dass es unrealistisch ist, weniger Spannungen auf den Ölmarkten und Preisrückgänge aufgrund von schwächerer Nachfrage zu erwarten.

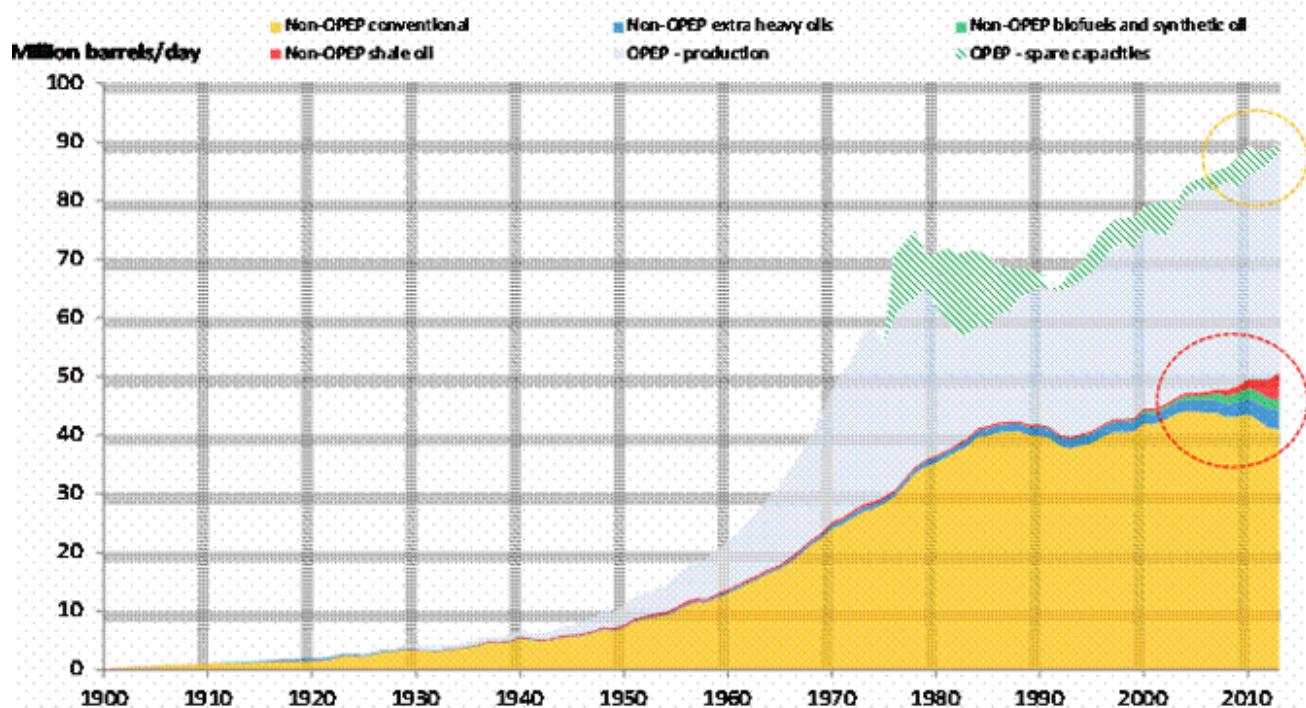
Der dritte und letzte preistreibende Faktor ist die geopolitische Situation im Nahen Osten und Nordafrika. Die sich kontinuierlich verschlechternden Situationen in Syrien, Ägypten oder Libyen, sowie latente Spannungen mit anderen Ländern, seien es Ölproduzenten oder nicht, wird von den Medien weit überwiegend als Zufälle zyklischer Natur mit vorübergehendem Effekt eingeordnet. Wir glauben, dass dies ein falscher Befund ist und dass der Zeitraum, welche dieser Übergangsphase, synonym einer Destabilisierung, entspricht, eine Generation ist.

Die Gesellschaften im Nahen Osten und Nordafrika zeigen multiple Brüche auf: sozial, religiös und verwandtschaftlich, welche nur in einer Größenordnung von ein oder zwei Jahrzehnten reduziert werden kann. Wie die Entwicklung der Situation in Syrien zeigt, sind Solidarität und Animositäten zwischen ethnischen und religiösen Gruppen so komplex, dass eine nationale und regionale Befriedung ohne eine Form von Internationalisierung des Konflikts nicht möglich scheint. Daher sollte das geopolitische Risiko einer Destabilisierung der Erdölproduktion als strukturell angesehen werden.

### Die steigenden Bedeutung von Erdöl bei Investitionsstrategien

Die kombinierten Konsequenzen der 3 in diesem Papier kurz angerissenen Faktoren sind heute schon in den wesentlichen Segmenten des globalen Ölmarktes sichtbar (siehe nachfolgende Graphik): die konventionelle Nicht-OPEC-Produktion beginnt zu sinken, obwohl dieser Trend durch die Entwicklung von Schiefer-Öl in den USA, eine vorübergehende Ressource, abgeschwächt wird; das Wachstum der OPEC-Produktion auf Kosten von reduzierten Produktionsreserven, auf die mehr und mehr aufgrund der Verbreitung von Schockwellen geopolitischer Natur (innerhalb und außerhalb der OPEC) zurückgegriffen werden muss.

## Components of the world oil market



Source: data Rystad Energy - Energy Funds Advisors - Glazda & Baye à la Tapis (1981)

Das aktuelle Preissignal der Terminmärkte am langen Ende der Kurve hat die unbestrittenen, in den nächsten Jahren erwartete, steigende strukturellen Ungleichgewichte nicht eingepreist. Dieser Widerspruch ist eine seltene Gelegenheit das Gewicht von Erdöl in Investmentstrategien zu erhöhen.

© Olivier Rech  
Energy Funds Advisors  
[www.energyfundsadvisors.com](http://www.energyfundsadvisors.com)

Dieser Artikel stammt von [GoldSeiten.de](http://GoldSeiten.de)

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/182309-Die-fehlerhafte-Erdöl-Terminpreiskurve.html>

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere [AGB/Disclaimer!](#)

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!  
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2025. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).