

Aktienkurse der Ölfirmen haben Luft nach oben

Die Erholung des Erdölpreises hat die Aussichten der Oil Majors deutlich verbessert

MICHAEL SCHÄFER

Derzeit blicken die Anleger gebannt auf den Anstieg der US-Zinsen, auf einem anderen Schauplatz spielt sich aber eine ebenso eindruckliche Entwicklung ab, und zwar beim Erdöl. Am Tiefpunkt im April des vergangenen Jahres hatte ein Fass der Nordseesorte Brent noch weniger als 20 \$ gekostet. Im Mai stieg der Preis bereits wieder über die Schwelle von 30 \$, im Juni fiel dann die Marke von 40 \$. Zum Jahresende waren es dann schon rund 50 \$, wie es die beiden Schweizer Grossbanken Credit Suisse und UBS im Frühjahr prognostiziert hatten – quasi eine Punktlandung also.

Disziplinierte Förderländer

Getragen von der Erholung der Wirtschaft sowie der Hoffnung auf eine Fortsetzung der Normalisierung ging es aber auch in diesem Jahr weiter steil nach oben. Inzwischen kostet das Rohöl so viel wie seit fast zwei Jahren nicht mehr, und damit bewegt sich der Preis sogar über dem Niveau vor der Corona-Pandemie. Zu Wochenbeginn war ein Fass Brent kurzfristig mehr als 70 \$ wert und notierte am Mittwoch bei 67 \$. Die amerikanische Sorte West Texas Intermediate (WTI) war mit knapp 64 \$ etwas günstiger.

Grund für den jüngsten Preisschub war die Ankündigung der Organisation erdölexportierender Länder und ihrer Verbündeten (Opec+), die tägliche Produktion nur geringfügig um 0,15 Mio. Fass zu erhöhen. Marktbeobachter hatten eine Ausweitung der Förderung um das Zehnfache dieser Menge erwartet. Auch Raketenangriffe auf Ziele in Saudiarabien, darunter Einrichtungen des staatlich kontrollierten Energiekonzerns Saudi Aramco in Ras Tanura, wo sich das grösste Erdöllager des Landes befindet, trugen zum Preisschub bei.

«Wir sind in einer aussergewöhnlichen Situation», sagt Pablo Gonzalez, Laut dem Rohwarenexperten von der Independent Capital Group befindet sich der Erdölmarkt schon seit einem halben Jahr im Defizit. Mit anderen Worten: Trotz der Corona-Krise übersteigt die globale Nachfrage die Produktion. Saudiarabien, das innerhalb der Opec den Ton angibt, wolle die Lagerbestände auf den fünfjährigen Durchschnittswert drücken, vermutet Gonzalez.

Klar ist, dass ein über einen längeren Zeitraum bestehendes Defizit preisstützend wirkt. Genau von diesem Szenario gehen immer mehr Banken aus. So hat soeben die UBS ihre Prognose für Rohöl angehoben und geht nun von einem Preis für Brent von 75 \$ pro Fass im zweiten



Im Zug der wirtschaftlichen Erholung normalisiert sich der globale Energieverbrauch, und am Ölerminal in Shandong, China, gibt es wieder mehr zu tun.

Halbjahr 2021 aus. Zu einem ähnlichen Schluss kommen die Analytiker von Goldman Sachs, die mit dem gleichen Wert im dritten Quartal rechnen.

Auch wenn diese Erwartungen ein Potenzial von 10% in wenigen Monaten in Aussicht stellen, ist es für Privatanleger grundsätzlich nicht ratsam, direkt in Rohstoffe wie Erdöl zu investieren. Der übliche Weg über den Terminmarkt verlangt einige Kenntnisse und ist häufig mit sogenannten Rollverlusten verbunden.

Solche entstehen, wenn der Preis von Terminkontrakten mit einer längeren Laufzeit über denjenigen mit kürzeren Laufzeiten liegt. Auch wenn derzeit das Gegenteil zutrifft, ist das bei Erdöl die normale Konstellation. Das «Roll» eines bald fälligen Kontrakts in einen länger laufenden kostet dann Geld und schmälert die Rendite. Allfällige Gewinne, die durch die Veränderung des Ölpreises entstehen, schmelzen zumindest teilweise dahin, und Verluste werden gar verstärkt.

Mit Erdöl viel Geld verdienen

Langfristig deutlich interessanter ist es dagegen, über den Aktienmarkt an den Ölpreisentwicklungen zu partizipieren.

In den vergangenen Monaten haben die Aktien von Energiefirmen weltweit allerdings bereits kräftig zugelegt und sich dabei phasenweise besser entwickelt als der breite Markt. Allcin seit Ende Oktober ist der MSCI-World-Energy-Index um über 70% gestiegen.

Seit dem Tiefpunkt nach dem Absturz der Börsen im März des vergangenen Jahres haben sich die Kurse im Schnitt sogar verdoppelt. Dennoch böten die Aktien aus dem Erdöl- und Erdgassektor in der gegenwärtigen Situation weiterhin Chancen, ist Gonzalez überzeugt. «Auf dem derzeitigen Niveau des Rohölpreises verdienen die integrierten Energiekonzerne überdurchschnittlich hohe freie Cashflows», sagt der Experte.

Auf Basis der erwarteten Gewinne für dieses und das kommende Jahr seien die Titel der integrierten Erdölkonzerne immer noch günstig bewertet. Die ausgeprägte Kostendisziplin der jüngeren Vergangenheit mache sich nun bezahlt, und die Aussichten auf die traditionell hohen und stabilen Dividendenrenditen seien nach dem teilweise verhaltenden 2020 bei den meisten Gesellschaften wieder intakt. So rechnen die Analytiker von Simmons

Energy bei etlichen Firmen wie BP, Chevron, Exxon Mobil oder Total wieder mit Dividendenrenditen von 5% und mehr.

Angesprochen auf die notwendige Energiegewende weg von fossilen Brennstoffen hin zu erneuerbaren Energien entgegnet Gonzalez, dass der Anteil Ersterer am globalen Energiemix heute noch 84% ausmache und nur langsam abnehmen werde. Etliche der sogenannten Oil Majors begeben sich der Herausforderung auch aktiv.

Obwohl sich insgesamt vieles noch im Bereich der Absichten und Ambitionen bewege, hätten vor allem die grossen europäischen Akteure bereits damit begonnen, in das Geschäft mit erneuerbaren Energien zu investieren und eigene Produktionskapazitäten aufzubauen. Diese Aktivitäten sind laut Gonzalez aber noch kaum in den Aktienkursen reflektiert.

Selbst wenn der Erdölpreis wieder leicht zurückgehen sollte, stecke insgesamt noch Potenzial in dem Sektor, sagt der Rohstoffexperte. Diese Gefahr müsse man allerdings einkalkulieren, denn angesichts des vergleichsweise hohen Niveaus sei es einerseits für Mitglieder der Opec+ verlockend, etwas

zu schummeln, also grössere Mengen zu fördern als vereinbart. Andererseits drohe eine Ausweitung der Fördermengen durch die amerikanischen Fracking-Firmen, die bei diesen Rohölpreisen ebenfalls sehr rentabel operieren könnten.

Alle Höhen erreichen

Die Commerzbank, die im zweiten Quartal mit einem Erdölpreis zwischen 60 und 65 \$ pro Barrel rechnet, wört davor, die Flexibilität der kleinen und mittelgrossen US-Schieferfirmen zu unterschätzen. Allerdings spreche der von vielen dieser Unternehmen vollzogene Strategiewechsel weg vom Fokus auf Wachstum und hin zu mehr Finanzdisziplin für eine langsamere Produktionsausweitung als in der Vergangenheit.

Aber auch bei der Nachfrage besteht noch einiger Spielraum nach oben, denn die Erholung der Wirtschaft von der Corona-Krise ist noch nicht abgeschlossen. Die UBS erwartet, dass die bisherigen Rekordmengen aus dem Jahr 2019 von täglich 102 Mio. Fass im zweiten Halbjahr 2022 wieder erreicht werden.

Gonzalez ist mit seinem Optimismus für den von manchen Kommentatoren schon totesgesehenen Sektor nicht allein. Vor wenigen Tagen hat Goldman Sachs die Preisziele der amerikanischen Energiekonzerne um durchschnittlich 15% angehoben und die der europäischen Pendants um 26%. Auf dem alten Kontinent zählt die Bank BP, Repsol, Eni, Royal Dutch Shell und Total zu ihren Favoriten.

Rohölpreise fast auf Zweijahreshoch



Finanzinvestition contra Realinvestition

Zu einer Kontroverse in der NZZ: Wann lohnt es sich, bei Finanzentscheiden abzuwarten? Wie man bei Investitionen rechnen muss – eine Replik

URS BIRCHLER UND MONIKA BÜTLER

Wie berechnet man den Ertrag einer Investition? Diese Frage stellt sich regelmässig der Finanzchefin eines Unternehmens genauso wie gelegentlich dem Familiennom. Offenbar ist die Aufgabe kniffliger als gedacht. Am Beispiel einer Familie, die ihre Ferien plant, hat die NZZ am 11. Februar 2021 darzustellen versucht, dass sich bei Finanzentscheiden ein Abwarten lohnen kann, selbst wenn der Frühbucher-Rabatt höher ist als die erwarteten Ersparnisse einer Last-Minute-Buchung. In einem Blog-Beitrag hat Urs Birchler, ohne den Wert des Abwartens zu verkennen, die Berechnung der NZZ als grob verfehlt bezeichnet. Die NZZ wiederum wehrte sich am 9. März 2021 unter dem Titel «An dieser simplen Prozentrechnung scheiterte der prominente Professor» gegen jene Kritik.

Worum geht es in dieser Kontroverse? Mit einem einfachen Beispiel lässt sich dies erklären. Die Finanzchefin einer Firma habe 1000 Fr. in der Kasse

und steht vor der Aufgabe, dieses Geld optimal zu verwenden.

Szenario A (Finanzanlage): Die Finanzchefin hat die Wahl zwischen einer sicheren Anlage der Mittel mit einem sicheren Bruttoertrag von 2000 Fr. oder einer späteren, unsicheren Anlage. Bei Abwarten winken im günstigen Fall 4000 Fr., im ungünstigen Fall kommen nur die eingesetzten 1000 Fr. zurück. Falls beide Ergebnisse dieselbe Wahrscheinlichkeit von 50% haben, schlägt Abwarten mit einem erwarteten Bruttoertrag von 2500 Fr. die sofortige Investition.

Szenario B (Realinvestition): Die Finanzchefin muss den Bau einer neuen Produktionsstätte im optimalen Zeitpunkt finanzieren. Sie veranschlagt den Wert der neuen Fabrik – und somit die maximale Zahlungsbereitschaft für den Neubau – auf 1000 Fr. Dieser Betrag ist identisch mit dem Investitionsbetrag im Szenario A. Baut die Unternehmung sofort, kostet der Bau 500 Fr. Wartet sie ab, kostet er im günstigen Fall (Wahrscheinlichkeit 50%) nur 250 Fr., im ungünstigen (eben-

falls 50%) hingegen 1000 Fr. Die gebaute Fabrik ist also immer dieselbe, aber die Ersparnis variiert: Bei Sofort-Investieren bleiben der Unternehmung 500 Fr. in der Kasse, bei Abwarten im Durchschnitt nur 375 Fr. Hier schlägt also Sofort-Investieren die Alternative Abwarten.

Beide Szenarien sind bis an die Schmerzgrenze vereinfacht. Einerseits vernachlässigen sie den in der Praxis wichtigen Vorteil des Abwartens, um später eventuell eine ganz andere – oder überhaupt keine – Investition zu tätigen. Andererseits unterschlägt die Verwendung von Erwartungswerten das mit einem Abwarten verbundene Risiko.

Doch die beiden Szenarien haben einen Vorteil: Offensichtlich haben beide die exakt gleichen prozentualen Renditen an den Entscheidungspunkten. Eine sofortige Investition bringt in beiden Szenarien eine Rendite von 100%. Bei einer späteren Investition ist die Rendite im günstigen Falle 300%: Aus 1000 Fr. werden 4000 Fr. in Szenario A, mit 250 Fr. kann ein Wert von 1000 Fr. generiert werden in Szenario B. Im ungünstigeren Fall beträgt die Rendite 0%: 1000 Fr. bleiben 1000 Fr. Der entscheidende Unterschied zwischen den beiden Szenarien liegt darin, dass in A der Investitionsbetrag fix, aber der Ertrag unsicher ist. In B ist der Ertrag, das heisst der Wert der Fabrik fix, der Investitionsbetrag aber unsicher: 500 Fr. sofort contra 250 oder 1000 Fr. bei Abwarten.

Und genau dank dieser leicht unterschiedlichen Ausgangslage zeigen die beiden Beispiele, wie man bei Investitionsrechnungen muss beziehungsweise wie man nicht rechnen darf.

In Szenario A führt der Vergleich der Alternativen zum selben Resultat, unabhängig davon, ob man in Erträgen (Franken) oder in Renditen (Prozent) rechnet. Der Grund: Basis ist immer derselbe investierte Betrag von 1000 Fr. In Szenario B führen der Vergleich anhand von Erträgen und der Vergleich mittels Renditen zu unterschiedlichen Empfehlungen. Im ersten Fall obliegt die sofortige Investition, im zweiten ge-

winnt Abwarten. Der Grund: Der Vergleich mittels prozentualer Renditen beruht auf unterschiedlichen Investitionsbeträgen. Die Inkonsistenz dieser Renditebasen führt zum falschen Resultat im ursprünglichen NZZ-Artikel.

Kurz: In der Investitionsrechnung ist wichtig, dass man Zähler und Nenner nicht gleichzeitig variiert. Dies wäre unser Kompromissvorschlag.

* Die NZZ entschuldigt sich bei Urs Birchler für den unzutreffenden Titel des ursprünglichen Artikels und die im Text enthaltene Unterstellung, er habe den Ausdruck «Milchmädchenrechnung» verwendet.

Urs Birchler ist emeritierter Professor für Banking an der Universität Zürich. Er war viele Jahre Direktionsmitglied der Schweizerischen Nationalbank. Monika Bütlér ist selbständige Ökonomin. Sie ist Mitglied verschiedener Verwaltungen- und Stiftungsorgane. Sie war bis 2020 Universitätsprofessorin für Volkswirtschaftslehre und Direktorin des Schweizerischen Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung an der Universität St. Gallen.