
ÖL: AUCH IN ZUKUNFT BACKWARDATION

NOVEMBER 2018

Aufgrund einer wahrgenommenen Knappheit beim Angebot befanden sich die Öl-Futures-Kurven im vergangenen Jahr meist in einer Backwardation-Situation. Neben den Gewinnen aus den Schwankungen der Öl-Spotpreise hat dies den Investoren außerdem eine „Rollrendite“ beschert. Obwohl der Ölmarkt unseres Erachtens zurzeit ausgeglichen ist, scheint dieses Gleichgewicht jedoch fragil. Wenn die jüngst (zumeist) in Backwardation befindliche Kurve einen angespannten Markt widerspiegelt, sind wir der Ansicht, dass diese Backwardation von Dauer sein könnte, da ein Mangel an Investitionen in die Erschließung von Ölquellen und in die Ölproduktion für ein begrenztes Angebot sorgen könnte. Auch können weitere Versorgungsunterbrechungen nicht ausgeschlossen werden.

ROLLRENDITE: EINE GEWINNQUELLE

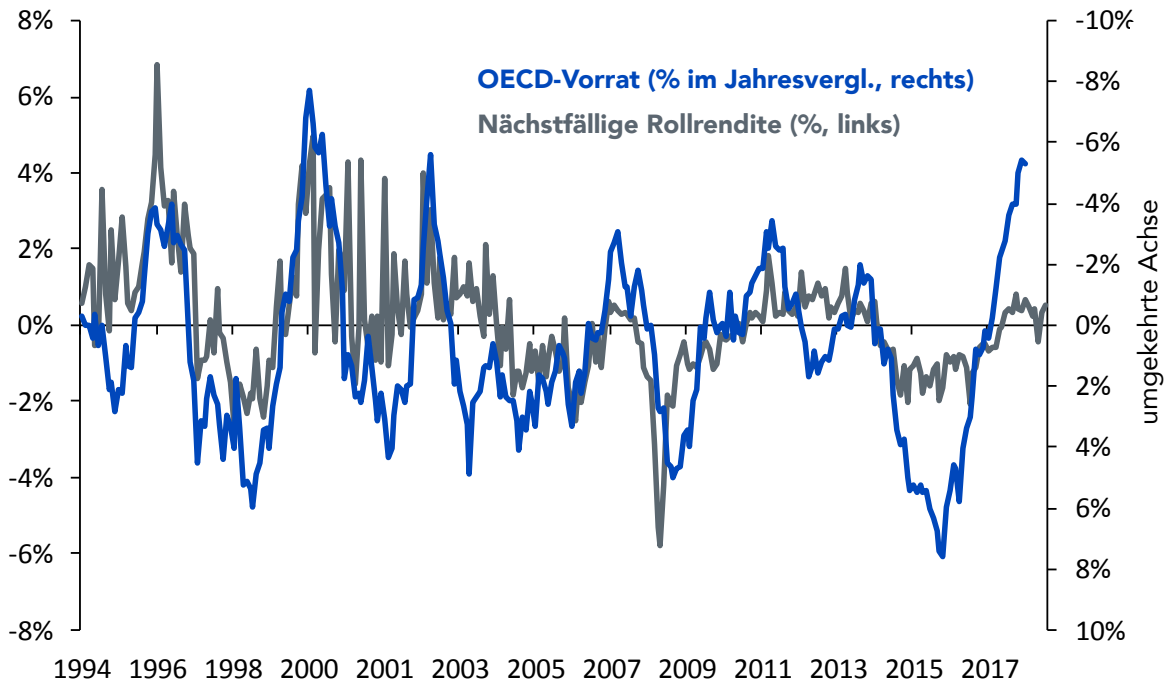
Eine Backwardation-Situation¹ auf der Futures-Kurve ist ein Anzeichen für eine Angebotsknappheit. In diesem Szenario sind Verbraucher/Investoren bereit, für den Rohstoff bei Kassalieferung bzw. Lieferung zum nächstfälligen Termin mehr zu bezahlen, als einen Kontrakt über die Lieferung in ein paar Monaten einzugehen (was günstiger wäre), da die Chance auf eine „Rollrendite“ besteht.

Ein Investor kann eine Rollrendite erwirtschaften, wenn ein Terminkontrakt für einen Rohstoff sich seiner Fälligkeit nähert. Wenn der Investor sein Engagement in dem Rohstoff fortsetzen möchte, kann er seinen bestehenden Kontrakt verkaufen und einen anderen Kontrakt eingehen, dessen Fälligkeit sich weiter rechts auf der Kurve befindet. Wenn sich die Futures-Kurve in einer Backwardation-Situation befindet, wird der Investor seinen Kontrakt zu einem höheren Preis verkaufen, als der Kontrakt kostet, den er kauft, und somit einen Gewinn verbuchen.

Historisch lässt sich beobachten, dass wenn sich die Öl-Futures-Kurve in Backwardation befindet (d. h. die Rollrenditen positiv sind), die Ölvorräte sinken – die Ölnachfrage ist also größer als das Angebot, weshalb Vorräte abgebaut werden.

¹ Backwardation: Wenn der aktuelle Futureskontrakt zu einem höheren Preis verkauft werden kann als der Preis für einen neuen Futureskontrakt. Dies führt für den Investor zu einem Gewinn. Eine umfassende Erläuterung der Begriffe Backwardation, Contango, Rollrenditen, Spot-Rendite, Gesamrendite, Überrendite und Sicherheitenrendite finden Sie auf den Seiten 48–52 der ETPedia (Kapitel „Rohstoffindizes verstehen“).

Abbildung 1: Brent-Rollrenditen und OECD-Ölvorräte



Quelle: Bloomberg, WisdomTree, Daten verfügbar bis Schlusskurs vom 30. September 2018

Die historische Performance ist kein Anhaltspunkt für die künftige Performance und jedes Investment kann im Wert sinken.

Eine sich abzeichnende Angebotsknappheit kann ebenfalls ein Anzeichen für steigende Preise sein. Es gibt keine Garantie dafür, dass die Preise tatsächlich steigen werden, historisch gesehen scheint es jedoch so, dass die Überrenditen² häufiger positiv als negativ waren, wenn sich die Öl-Futures-Kurve in Backwardation befand (d. h. die Rollrenditen positiv waren).

ROLLRENDITEN UND ÜBERRENDITEN BEI BRENT

	Positive Rollrendite	Negative Rollrendite	GESAMT
Positive Überrendite	39	25	64
Negative Überrendite	18	28	46
GESAMT	57	53	110

Quelle: Bloomberg, WisdomTree, Stand der Daten: 30. September 2018. Mit den von Bloomberg veröffentlichten vierteljährlichen Überrenditen und implizierten Rollrenditen (mit einem nächstfälligen Preis) vom zweiten Quartal 1991 bis zum dritten Quartal 2018.

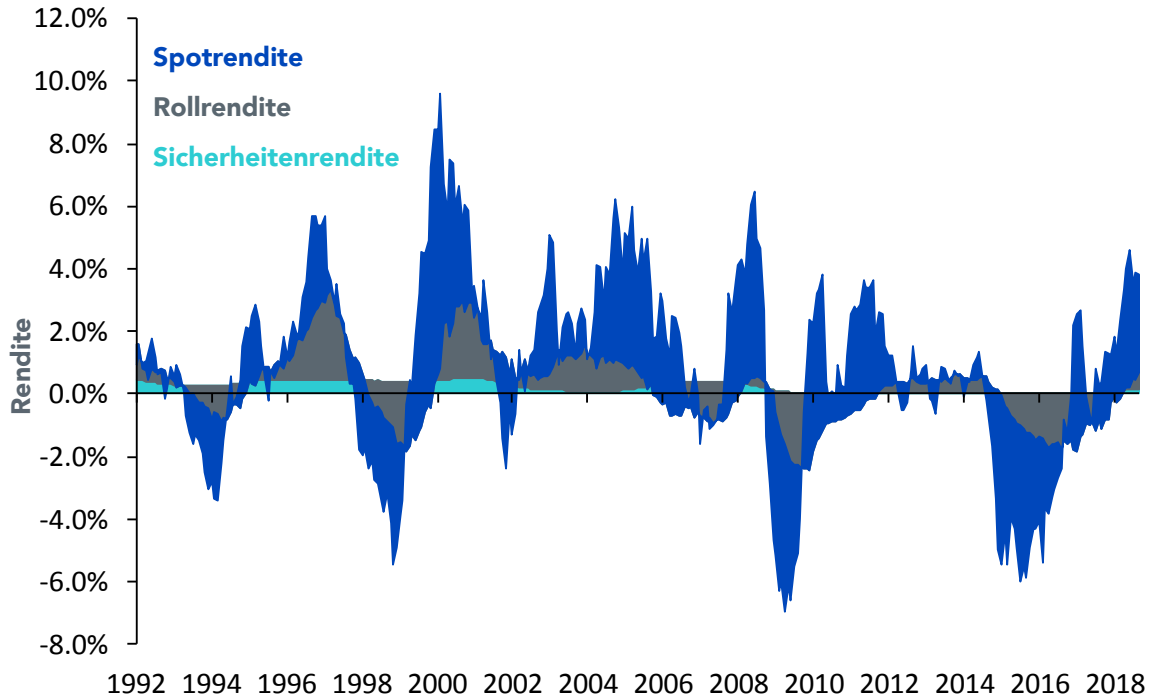
Die historische Performance ist kein Anhaltspunkt für die künftige Performance und jedes Investment kann im Wert sinken.

Im Laufe des vergangenen Jahres hätte ein Investor einen Zuwachs von 44 % beim Preis und von 9 % in Form von Rollrenditen verzeichnet, wenn er anhand einer Frontmonatsstrategie in Brent-Rohöl investiert hätte. Bei einem Investment unter Anwendung derselben Strategie in WTI-Rohöl hätte sich der Zuwachs auf 42 % beim Preis und 3 % bei den Rollrenditen belaufen³.

² Die Überrendite ist die Gesamtrendite abzüglich der Sicherheitenrendite.

³ Berechnet mithilfe der Bloomberg Commodity Index Überrenditen für Brent- und WTI-Rohöl und den Preisen für nächstfällige Futures als Spotpreis im Jahr bis zum 30. September 2018. Berechnungen basieren auf dem Index, nicht dem Produkt, weshalb keine Gebühren enthalten sind. Ein Investor würde außerdem eine Sicherheitenrendite von knapp 3 % bei Brent und 2 % bei WTI erwirtschaften.

Abbildung 2: Zusammensetzung der Brent-Gesamtrenditen (rollierender 12-Monats-Durchschnitt)



Quelle: Bloomberg, WisdomTree, Daten verfügbar bis Schlusskurs vom 5. Oktober 2018

Die historische Performance ist kein Anhaltspunkt für die künftige Performance und jedes Investment kann im Wert sinken.

WARUM BEFINDEN SICH DIE ROHÖLKRIVEN JÜNGST ZUMEIST IN EINER BACKWARDATION-SITUATION?

Die Backwardation-Situation der Ölkurve wurde größtenteils von der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) herbeigeführt. Seit Januar 2017 beschränkt das Erdölkartell das Ölangebot, indem es an seine Mitglieder und Partner Quoten für die von ihnen geförderten Rohölmengen vergibt. Obwohl den Quoten des Kartells in der Vergangenheit nur mäßig Folge geleistet worden ist, haben sie dieses Mal außergewöhnlich gut funktioniert. Begründet werden kann dies teilweise damit, dass bis Juni 2018 jedes Land eine eigene Quote zugeteilt bekommen hat (im Gegensatz zu einem Gesamtlimit für die Gruppe). Durch einzelne Quoten war jedes Land für seine eigene Produktion verantwortlich, was zur Einschränkung des Rohölangebots beigetragen hat.

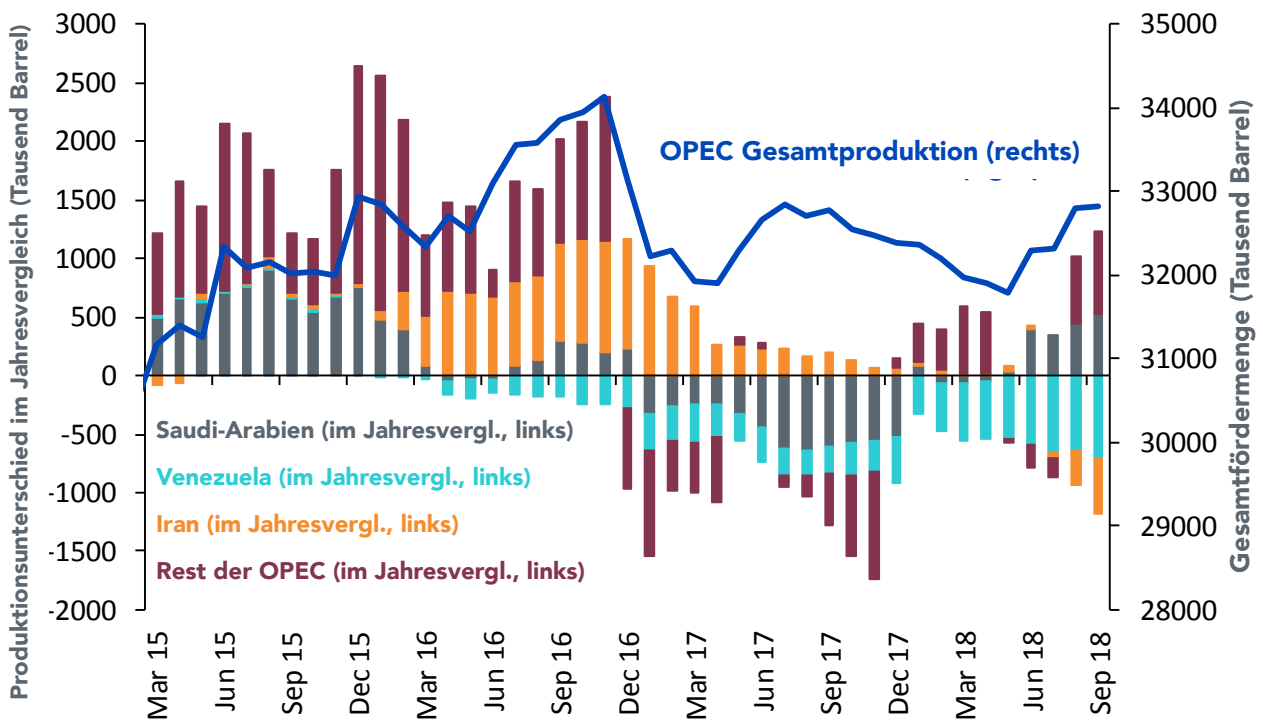
Ein weiterer Aspekt, der bei der Einhaltung der Fördermengen durch die OPEC eine Rolle gespielt hat, waren unbeabsichtigte Produktionsunterbrechungen. In Venezuela ist es beispielsweise zu einem Zusammenbruch der Wirtschaft gekommen, was sich stark auf die Ölproduktion ausgewirkt hat. Da Venezuela nicht in der Lage ist, internationale Dienstleister zu bezahlen, haben sich diese aus dem Land zurückgezogen. Versorgungsausfälle in Libyen und Nigeria haben die Angebotsvolatilität der OPEC ebenfalls begünstigt.

KANN SICH DIE BACKWARDATION HALTEN?

Brent gerät am vorderen Ende ins Stocken

Im Juni 2018 hat sich die OPEC wieder von Quoten für einzelne Länder abgewendet, weshalb die hohe Einhaltung der Quoten, wie dies im Laufe des vergangenen Jahres zu beobachten war, möglicherweise nicht von Dauer ist, falls die Organisation wieder in das alte System zurückfällt. Das könnte erklären, warum die Brent-Futures-Kurve im Juli und August ganz vorne wieder in eine Contango-Situation umgeschwenkt ist. Saudi-Arabien – das größte Land in der OPEC – hat seine Produktion seit dem Ende des Länderquotensystems in der Tat ausgeweitet. Und mit Ausnahme von Venezuela und dem Iran haben die meisten anderen OPEC-Länder ihre Produktion ebenfalls erhöht. Nach der Rückkehr zu einer vollkommen in Backwardation befindlichen Kurve, ist das kurze Ende der Kurve nun wieder im Contango. Dies wird durch die Befürchtungen bezüglich eines Überangebots durch eine steigende Anzahl von Förderanlagen in den USA sowie Verzögerungen bei der vollständigen Verhängung der Sanktionen gegen den Iran untermauert. Trotz dieser aktuellen Entwicklungen erwarten wir nicht, dass sich dies langfristig auf das Angebot auswirken wird. Andererseits dürften dauerhafte Produktionsrückgänge in Venezuela und dem Iran zu einer Fortsetzung der wahrgenommenen Knappheit – und damit zur Backwardation – beitragen. Während das vordere Ende der Kurve gegenüber Wechseln anfälliger bleiben wird, gehen wir nicht davon aus, dass sich eine Contango-Situation dauerhaft auf der Kurve halten wird.

Abbildung 3: Unterschied bei der Erdölproduktion der OPEC-Länder im Jahresvergleich



Quelle: Bloomberg, WisdomTree, Daten verfügbar bis Schlusskurs vom 5. Oktober 2018

Die historische Performance ist kein Anhaltspunkt für die künftige Performance und jedes Investment kann im Wert sinken.

BEDROHUNG DURCH FEHLENDES ÖLS AUS DEM IRAN

Im Moment sind die globalen Rohölmärkte ausgeglichen. Doch obwohl die OPEC ihre Produktion ausweitet und US-Schieferöl ein Wachstum verzeichnet, ist dieses Gleichgewicht fragil. Schon eine weitere Erschütterung des Angebots in Libyen oder Kanada könnte Zweifel an der Versorgung aufkommen lassen.

Die extraterritorialen Sanktionen der USA gegen den Iran haben das Potenzial, für eine Knappheit zu sorgen. Zwischen 2016 und 2017 trug der Iran stark zum Produktionswachstum der OPEC bei. Die USA haben jedoch eine Frist für Anfang November gesetzt, bis zu der andere Länder sich dem Embargo des Landes auf iranische Ölimporte beugen müssen (vollständige Verhängung verzögert sich). Aufgrund dessen sind die Fördermengen des Irans in den letzten Monaten zurückgegangen. Die iranischen Produktionsrückgänge könnten noch höher ausfallen, falls die Sanktionen mit Nachdruck durchgesetzt werden.

Obwohl die iranischen Exporte nach Japan und Indien vorerst sinken, erwarten wir, dass die chinesischen Behörden die US-Sanktionen größtenteils ignorieren werden. Doch sogar China, der größte Importeur von iranischem Öl, läuft Gefahr, sich gegen das Land sperren zu müssen. Ein Handelsabkommen mit den USA könnte die Einhaltung der Sanktionen als Voraussetzung vorsehen. Doch auch ohne ein Handelsabkommen üben die USA einen hohen Einfluss aus. Beispielsweise hat Sinopec – eine chinesische staatseigene Ölraffinerie, die sowohl an der Hongkonger als auch an der New Yorker Börse notiert wird – Berichten zufolge auf Druck der USA iranische Importe reduziert.

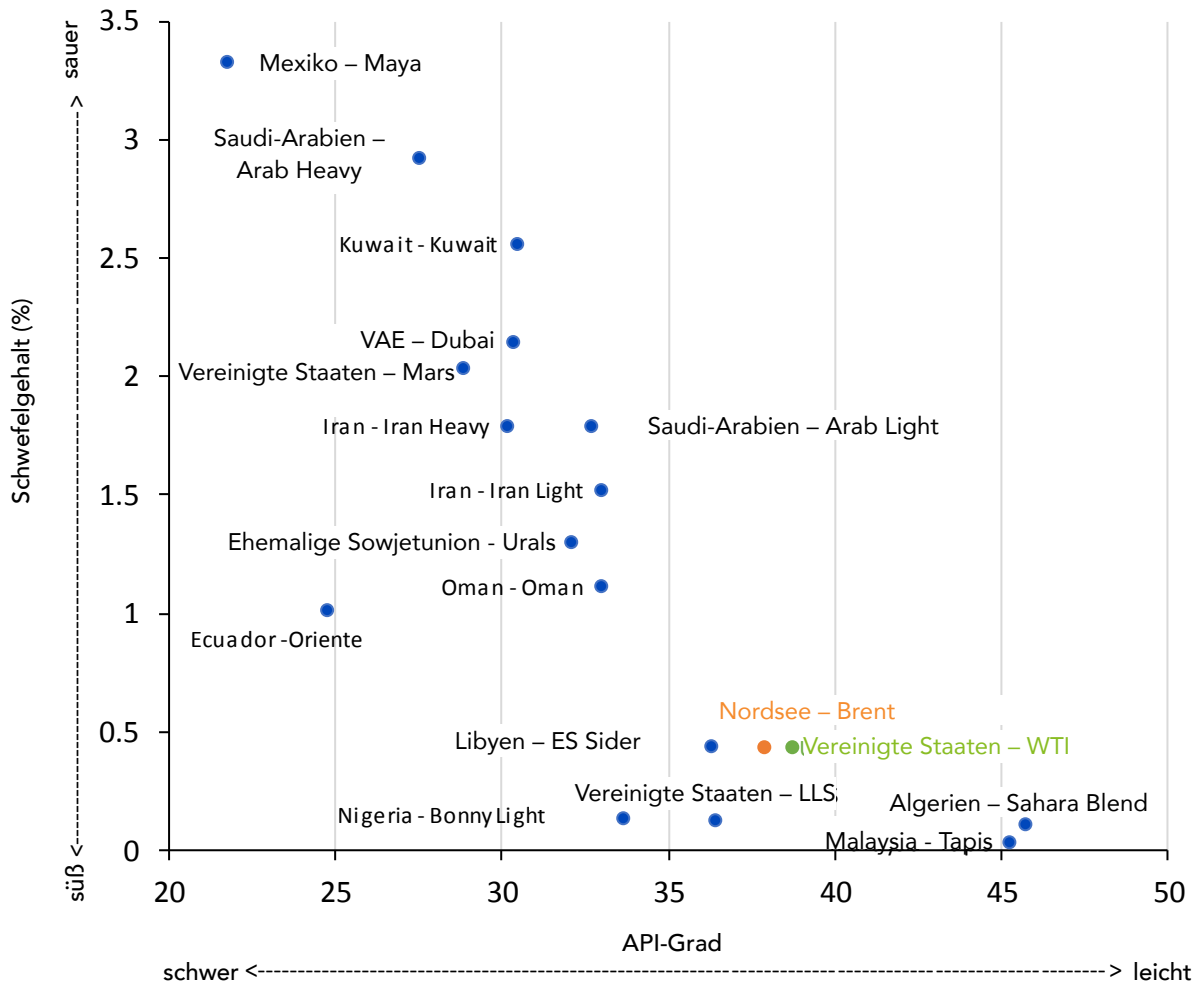
Zu allem Übel könnte der Iran Transporte rund um die Straße von Hormus – eine 55 Kilometer breite strategische Meerenge im Persischen Golf – blockieren, was zu einer weiteren Verknappung des globalen Rohölangebots führen würde.

KNAPPHEIT KONZENTRIERT SICH AUF SCHWERES ROHÖL

Das Angebot an „schwereren“ Rohölen ist am stärksten durch Versorgungsausfälle gefährdet. Venezuela, der Iran und Kanada produzieren „schwere“ (niedriger API-Grad), „saure“ (hoher Schwefelanteil) Rohöle und in diesen Ländern ist es dieses Jahr zum Großteil der Versorgungsausfälle gekommen (wobei es bei den ersten beiden wahrscheinlich ist, dass es zu anhaltenden Ausfällen kommen wird). Das weltweit stärkste Wachstum beim Rohölangebot kommt derzeit aus US-Schieferöl, das „leicht“ (hoher API-Grad) und „süß“ (niedriger Schwefelanteil) ist. Obwohl die globale Angebotsbilanz bei Rohöl insgesamt also fast ausgeglichen ist, wächst die Ölproduktion auf ungleichmäßige Weise, da das Angebot von schweren Rohölen rückläufig ist und beim Angebot von leichten Rohölen Zuwächse verzeichnet werden.

Raffinerien sind in der Regel auf die Verarbeitung einer bestimmten Ölkategorie, also mit einem bestimmten Schwefelgehalt und API-Grad, ausgerichtet. Sie können ihre Prozesse zwar an verschiedene Ölkategorien anpassen, dies erfordert jedoch Investitionen und ist kurzfristig im Allgemeinen nicht umsetzbar. Ein Engpass bei schwereren Rohölsorten könnte deshalb für Raffinerien Probleme verursachen. Es ist aufgrund der Angebotsknappheit somit wahrscheinlich, dass sich die Preise für schwere Rohöle (oder Proxys für schwere Rohöle) besser entwickeln werden als die für leichtere Rohöle.

Abbildung 4: Rohöl nach Dichte und Schwefelgehalt

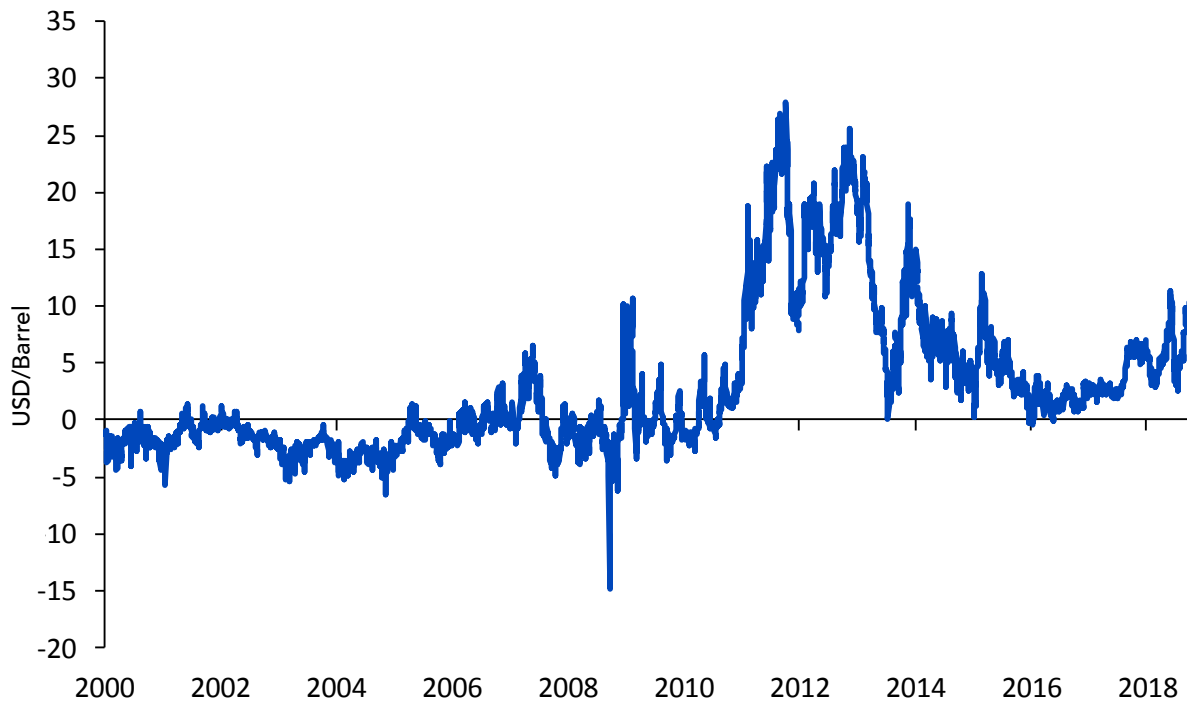


Quelle: Energy Information Administration, WisdomTree, Daten verfügbar bis Schlusskurs vom 4. Oktober 2018

Die historische Performance ist kein Anhaltspunkt für die künftige Performance und jedes Investment kann im Wert sinken.

Brent- und WTI-Rohöl sind sich ähnlich und am „leichteren“ und „süßeren“ Ende des Spektrums angesiedelt. Obwohl es sich weder bei Brent noch bei WTI um Indizes schwerer Rohöle handelt, wird Brent weithin als Proxy für die globalen Preise herangezogen, und wir erwarten, dass sich die Knappheit des Ölangebots verstärkt im Brent-Index widerspiegeln wird. Aus diesem Grund wird Brent gegenüber WTI unseren Erwartungen nach weiterhin mit einer Prämie gehandelt werden (wie dies seit 2010 größtenteils der Fall ist).

Abbildung 5: Brent-WTI-Spread



Quelle: Bloomberg, WisdomTree, Daten verfügbar bis Schlusskurs vom 4. Oktober 2018

Die historische Performance ist kein Anhaltspunkt für die künftige Performance und jedes Investment kann im Wert sinken.

KURSWECHSEL DER OPEC UNWAHRSCHEINLICH

Obwohl die OPEC äußerst unberechenbar ist, bezweifeln wir, dass die Gruppe die Quoten ganz abschaffen wird, wie sie es zuletzt im Zeitraum 2014–2016 getan hat. Die Beziehungen zwischen dem Iran und Saudi-Arabien befinden sich zwar an einem Punkt, an dem sich die Vertreter der beiden Länder kaum im selben Raum aufhalten können – was das OPEC-Treffen im Juni 2018 fast zu Fall gebracht hätte –, unseres Erachtens ist der Wille des Rests der Gruppe und ihrer zehn externen Partner jedoch stark genug, um das Abkommen weiterzuführen. Die Beziehungen werden sich wahrscheinlich nicht vertiefen, doch keines der Mitgliedsländer möchte zu einer Situation wie im Jahr 2014 zurückkehren, als die Ölpreise so stark abstürzten, dass die wirtschaftliche und finanzielle Gesundheit der OPEC-Länder auf dem Spiel stand. Höchstwahrscheinlich ist es schmerzhaft genug, zuzusehen, wie sich Venezuela schwertut. Obwohl sich Saudi-Arabien und Russland bereit erklärt haben, die Fördermengen zu erhöhen, um eine übermäßige Knappheit zu vermeiden, profitieren sie aufgrund der höheren Preise von einer gewissen Knappheit. Unseres Erachtens ist von dieser Seite deshalb keine starke Erhöhung der Fördermengen zu erwarten.

WEITERES WACHSTUM BEI US-SCHIEFERÖL OHNE AUSBAU DER INFRASTRUKTUR NICHT GARANTIERT

Wie bereits erwähnt, ist die größte Angebotssteigerung im Bereich US-Schieferöl zu finden. Doch auch bei dieser Quelle hat das Wachstum seine Grenzen. Die Infrastruktur muss mit dem Wachstum der Ölproduktion Schritt halten. Dass WTI Midland gegenüber WTI Cushing mit einem so hohen Abschlag gehandelt wird, zeigt, dass in den Schieferölregionen ein Überangebot an Rohöl produziert wird, das nicht schnell genug dorthin gelangt, wo es benötigt wird. Die eingeschränkte Infrastruktur könnte die Befriedigung des weltweiten Rohölbedarfs durch US-Schieferöl bremsen.

Abbildung 6: WTI Midland - WTI Cushing



Quelle: Bloomberg, WisdomTree, Daten verfügbar bis Schlusskurs vom 3. Oktober 2018

Die historische Performance ist kein Anhaltspunkt für die künftige Performance und jedes Investment kann im Wert sinken.

NACHFRAGE ZUNÄCHST WEITER HOCH

Wie wir in unserem Artikel „Eingeschränkte Investitionen in Erdöl und Erdgas könnten auch in Zukunft für Knappheit sorgen“ ausgeführt haben, ist es mittelfristig wahrscheinlich, dass der Mangel an Investitionen in die Ölproduktion zu einer Knappheit führen wird, wenn die Nachfrage weiterhin hoch bleibt. Im Gegensatz zu anderen zyklischen Rohstoffen wie Industriemetallen scheint der Markt aufgrund der aufkeimenden Handelsstreitigkeiten bei Rohöl keine Reduzierung der Nachfrage zu befürchten. Diese Dichotomie ist uns unerklärlich. Wir vermuten, dass der Markt eher bei den Industriemetallen als bei Rohöl falsch liegt. Die International Energy Agency erwartet in der Tat, dass die Rohölnachfrage 2018 um solide 1,4 Millionen Barrel pro Tag und 2019 um 1,5 Millionen Barrel pro Tag steigen wird (nach einem Anstieg von 1,5 Millionen Barrel pro Tag im Jahr 2017). Sollte der Markt die Nachfrage nach Rohöl jedoch überdenken, könnte sich die Kurve wieder dauerhaft in eine Contango-Situation wandeln.

FAZIT

Eine Backwardation-Situation auf der Öl-Futures-Kurve ist ein Signal für einen Bullenmarkt. Obwohl der Markt unseres Erachtens ausgeglichen ist, herrscht in bestimmten Bereichen eine Angebotsknappheit – vor allem bei schwereren Rohölen. Dies könnte ausreichen, um auch in Zukunft eine Futures-Kurve sicherzustellen, die sich trotz kurzfristiger Wechsel zwischen Backwardation und Contango am kurzen Ende der Kurve zumeist in einer Backwardation-Situation befindet. Unserer Ansicht nach ist weder eine neue Angebotswelle noch ein Einbruch der Nachfrage zu erwarten, es sei denn die aktuell optimistischen Nachfrageerwartungen sind unbegründet.

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Der Inhalt dieses Dokuments wird von WisdomTree UK Ltd („WTUK“), die von der britischen Finanzaufsichtsbehörde Financial Conduct Authority („FCA“) zugelassen ist und reguliert wird, herausgegeben. Unsere Richtlinie für Interessenkonflikte und das Verzeichnis der Interessenkonflikte sind auf Anfrage erhältlich.

Nur für professionelle Kunden. Wertsteigerungen in der Vergangenheit lassen keinen Schluss auf zukünftige Ergebnisse zu. Jegliche in diesem Dokument enthaltene historische Wertentwicklung kann u. U. auf Backtesting beruhen. Backtesting ist der Prozess, bei dem eine Anlagestrategie evaluiert wird, indem sie auf historische Daten angewandt wird, um zu simulieren, was die Wertentwicklung solch einer Strategie in der Vergangenheit gewesen wäre. Durch Backtesting erzielte Wertsteigerungen sind rein hypothetisch und werden in diesem Dokument einzig und allein zu Informationszwecken aufgeführt. Daten, die durch Backtesting gesammelt wurden, stellen keine tatsächlichen Wertsteigerungen dar und dürfen nicht als Indikator für tatsächliche oder zukünftige Wertsteigerungen angesehen werden. Der Wert einer Anlage kann durch Wechselkursbewegungen beeinflusst werden. Anlageentscheidungen sollten auf den Angaben im entsprechenden Prospekt sowie auf unabhängiger Anlage-, Steuer- und Rechtsberatung basieren. Diese Produkte sind gegebenenfalls nicht in Ihrem Markt verfügbar oder für Sie geeignet. Der Inhalt dieses Dokuments stellt weder eine Anlageberatung noch ein Angebot zum Verkauf bzw. eine Aufforderung oder ein Angebot zum Kauf eines Produkts oder zum Treffen einer Anlageentscheidung dar.

Eine Anlage in ETPs ist von der Wertentwicklung des zugrunde liegenden Index abzüglich Kosten abhängig, wird diese Wertentwicklung jedoch voraussichtlich nicht genau nachvollziehen. ETPs sind mit zahlreichen Risiken behaftet, u. a. mit allgemeinen Marktrisiken in Verbindung mit dem jeweiligen zugrunde liegenden Index, Kreditrisiken in Verbindung mit dem Anbieter der für das ETP verwendeten Index-Swaps, Wechselkursrisiken, Zinsrisiken, Inflationsrisiken, Liquiditätsrisiken sowie rechtlichen und aufsichtsrechtlichen Risiken.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind keine Werbung bzw. Maßnahme zum öffentlichen Angebot der Anteile in den USA oder einer zugehörigen Provinz bzw. einem zugehörigen Territorium der USA, wo weder die Emittenten noch ihre Produkte zum Vertrieb zugelassen oder registriert sind und wo die Prospekte der Emittenten nicht bei einer Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstigen Aufsichtsbehörde eingereicht wurden, und dürfen unter keinen Umständen als solche verstanden werden. Weder dieses Dokument noch darin enthaltene Informationen sollten (direkt oder indirekt) in die USA gebracht, übermittelt oder verteilt werden. Keiner der Emittenten sowie etwaige von ihr ausgegebenen Wertpapiere wurden oder werden gemäß dem United States Securities Act von 1933 oder dem Investment Company Act von 1940 registriert oder qualifizieren sich unter jeglichen anwendbaren bundesstaatlichen Wertpapiergesetzen.

Die in diesem Dokument erörterten Produkte werden von WisdomTree Issuer PLC („Emittentin“) begeben.

Diese Pressemitteilung enthält möglicherweise zukunftsbezogene Aussagen, darunter Aussagen bezüglich unserer Überzeugung oder unserer aktuellen Einschätzung bezüglich der Wertentwicklung bestimmter Anlageklassen und/oder Sektoren. Zukunftsbezogene Aussagen unterliegen bestimmten Risiken, Unsicherheiten und Annahmen. Es kann nicht garantiert werden, dass diese Aussagen richtig sind. Die tatsächlichen Ergebnisse könnten sich wesentlich von den Erwartungen in diesen Aussagen unterscheiden. Die Leser sollten sich daher nicht unangemessen auf diese zukunftsbezogenen Aussagen verlassen.