

Tiefer Ölpreis - Kein Retter in der Not

03. April 2020

Neben der Coronavirus-Pandemie und dem dadurch ausgelösten Angebots- und Nachfrageschock muss die globale Konjunktur zeitgleich einen dramatischen Rückgang des Ölpreises verarbeiten. Der für die Konjunktur von ölimportierenden Ländern leicht positive Effekt fällt im Vergleich zu den weitaus negativeren Wirkungen des Coronavirus-Schocks kaum ins Gewicht. In den ölexportierenden Ländern dagegen verstärkt der Ölpreisverfall noch die Auswirkungen der globalen Corona-Rezession. Den meisten Länder gemein ist ein deutlicher, aber temporärer Rückgang der Inflation.

Der Ölpreis gibt kräftig nach

Öl ist der Schmierstoff, der die Wirtschaft am Laufen hält. Schliesslich ist er einer der wichtigsten Energieträger von modernen Volkswirtschaften. So beträgt der Anteil von Öl an der weltweiten Primärenergie-Versorgung rund 32 %, gefolgt von Kohle mit etwa 27 % und Gas mit 22 %. Die Entwicklung des Ölpreises wird daher von vielen Finanzmarktakteuren genau verfolgt. Für Aufsehen erregte dabei in den letzten Wochen der rapide Preisverfall. Während Anfang des Jahres für ein Fass (159 Liter) Rohöl der Nordseesorte Brent noch USD 66 bezahlt werden musste, waren es Ende März noch knapp USD 23. Niedriger war der Preis zuletzt vor 18 Jahren nach den Anschlägen auf das World Trade Center in New York.

Ölpreisentwicklung (Brent)

USD/Barrel



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv. Letzter Datenpunkt: 2.4.2020

Nachfrage- und Angebotseffekte sorgen für Ölpreisverfall

Ursachen für den jüngsten Ölpreisrückgang finden sich sowohl auf der Nachfrage- als auch auf der Angebotsseite der Wirtschaft. Die Nachfrage nach dem Rohstoff ist im Rahmen der Coronavirus-Pandemie eingebrochen. Grund hierfür sind vor allem die von den Regierungen verhängten Massnahmen, die die Ausbreitung der Infektion eindämmen bzw. stoppen sollen. Die Reiseeinschränkungen haben beispielsweise dazu geführt, dass die internationale Passagierluftfahrt fast zum Erliegen gekommen ist. Auch der Individualverkehr ist in Zeiten von Homeoffice deutlich zurück-

gegangen. Darüber hinaus wurde die Industrieproduktion gedrosselt. Einige Automobilhersteller wie Volkswagen und BMW haben ihre Produktion in Europa und anderswo sogar gestoppt.

Aber auch von der Angebotsseite gehen preisdämpfende Effekte aus. Die Organisation Erdölexportierender Länder (OPEC) und ihre Partnerländer, zu denen auch Russland zählt, konnten sich auf ihrem Treffen vom 6. März nicht auf weitere Produktionskürzungen einigen. Russland und Saudi-Arabien, der wichtigste Ölproduzent innerhalb der OPEC, haben sich überworfen und es ist zu einem offenen Preiskrieg gekommen. Saudi-Arabien gab bekannt, dass es seine Ölexporte ab Mai um 600'000 Fass pro Tag auf eine Rekordmenge von 10.6 Mio. Fass ausweiten möchte. Das entspricht einem täglichen Volumen von fast 1.7 Mrd. Liter.

Positive Effekte für die Weltwirtschaft

Die konjunkturellen Effekte fallender Ölpreise sind von Land zu Land unterschiedlich. Zudem hängen sie auch von der Persistenz des Rückgangs ab. Grundsätzlich profitieren ölimportierende Länder und Regionen, wie China, die Schweiz und der Euroraum, von einem Ölpreisrückgang. So wird der private Konsum gestützt, da weniger für Ölprodukte ausgegeben werden muss. Das reale (inflationsbereinigte) Einkommen der Konsumenten ist also tendenziell höher. Gleichzeitig nehmen die Energiekosten für die Betriebe ab, so dass ihnen mehr Geld für Investitionen und für Arbeitskräfte zur Verfügung steht. Hierbei ist die positive Wirkung eines niedrigen Ölpreises jedoch geringer als in der Vergangenheit, da die Energieeffizienz im Trend der letzten Jahre zugenommen hat. So brauchen Autos und Häuser heute weniger Energie, um die gleiche Leistung zu erbringen als noch vor zehn oder zwanzig Jahren.

Des einen Freud, ist des anderen Leid. Das Nachsehen bei rückläufigen Ölpreisen haben die Ölförderstaaten wie Saudi-Arabien und Russland. Der Gesamteffekt auf die Weltwirtschaft dürfte jedoch positiv sein, da die Volkswirtschaften der ölimportierenden Länder deutlich grösser sind als die der ölexportierenden Länder.

Verfasst von: Dr. Björn Eberhardt und Brian Mandt, Luzerner Kantonalbank AG, Pilatusstrasse 12, 6003 Luzern

Die in diesem Dokument verwendeten Informationen stammen aus Quellen, welche die Luzerner Kantonalbank als zuverlässig erachtet. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernimmt die LUKB keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Veröffentlichung und der dargestellten Informationen. Die Publikation hat ausschliesslich informativen Charakter und ersetzt keinesfalls die persönliche Beratung durch unsere Kundenberater vor einem allfälligen Anlage- oder anderen Entscheid. Die Informationen können sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern.

Basisszenario: Ölpreisentwicklung gemäss Futures-Kurve

Eine quantitativ abgestützte Analyse zu den Effekten des Ölpreisrückgangs benötigt Annahmen zur Entwicklung des Ölpreises in den kommenden Monaten. Diese hängt von vielen Faktoren ab, darunter auf der Nachfrageseite u.a. die Tiefe der Coronavirus-Rezession sowie die Geschwindigkeit einer allfälligen Normalisierung. Auf der Angebotsseite dominiert die Frage, wie schnell sich die Konfrontation zwischen Russland und Saudi-Arabien beenden lässt und die OPEC+ sich auf Reduktionen der Fördermenge einigt.

Ölnachfrage durch Coronavirus-Pandemie belastet

Für die Nachfrageseite gehen wir in unserem Basisszenario davon aus, dass sich die globale Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte mit moderatem Tempo erholt. Dies setzt voraus, dass die Eindämmungsmassnahmen aufgrund des Coronavirus nach und nach gelockert werden können. Aus heutiger Sicht dürfte eine vollständige Rückkehr zum Status Quo vor der Krise nur bei Entwicklung eines Impfstoffes bzw. sehr wirksamer Medikamente möglich sein. Beides erscheint noch etliche Monate, wenn nicht gar Quartale entfernt. Von daher dürften nachfrageseitige Effekte für sich durchaus für eine Erholung des Ölpreises in den kommenden Monaten sorgen, ohne jedoch bald wieder ihr "normales" Niveau zu erreichen.

Streit zwischen Russland und Saudi-Arabien führt zu deutlicher Angebotsausdehnung

Die Entwicklung auf der Angebotsseite hängt von der schwer einschätzbaren Dynamik zwischen Russland und Saudi-Arabien ab. Zwar ist der aktuelle Ölpreis auf einem Niveau, das für beide Staaten unterhalb des sogenannten "fiskalischen Breakevens" (Preis, bei dem die Haushaltsbilanz ausgeglichen ist) liegt. Jedoch verfügen beide über substantielle Währungsreserven sowie Staatsfonds in der Grössenordnung von zusammen jeweils etwa USD 500 Mrd., was es ihnen theoretisch ermöglichen würde, noch eine geraume Zeit lang miteinander zu ringen. Zudem gilt es zu bedenken, dass der gesunkene Ölpreis zwar die Staatsfinanzen beider Länder belastet. Aber eine Übereinkunft bezüglich Produktionssenkungen hätte dies ebenfalls getan. Das heisst jedoch nicht, dass sich nicht doch Druck aufbauen kann, der beide Parteien zurück an den Verhandlungstisch bringt. Dazu könnte durchaus ein deutlich ansteigender Finanzbedarf im Zusammenhang mit der globalen Rezession bzw. dem Coronavirus beitragen. Wann ein solcher Punkt jedoch erreicht wird, lässt sich kaum vorhersagen. Dass der Markt jedoch schnell und heftig auf positive Nachrichten bewegen kann, zeigte sich zuletzt an den Reaktionen auf diesbezügliche Behauptungen des US-Präsidenten.

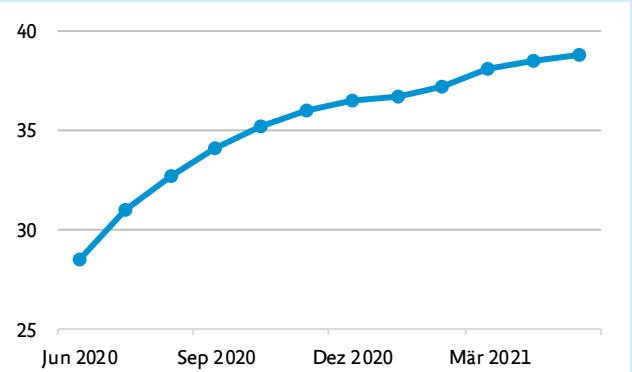
Futures-Kurve preist rasche Normalisierung ein

Ein Blick auf die Öl-Futures Kurve zeigt die Erwartung einer relativ rapiden Normalisierung des Ölpreises in den kommenden Monaten. Das mag aus heutiger Sicht optimistisch erscheinen. Andererseits ist es für uns weitgehend im Einklang mit unserem weltwirtschaftlichen Basisszenario und entsprechend reflektiert in der Ölpreisprognose aus unserer jüngsten Anlagepolitik. Wir würden das Risiko für die

Preisentwicklung jedoch als nach unten gerichtet sehen, d.h. dass die Erholung des Ölpreises langsamer vonstatten kommt als die Futures-Kurve signalisiert.

Ölpreis (Brent) Futures-Kurve per 3. April 2020

USD/Barrel



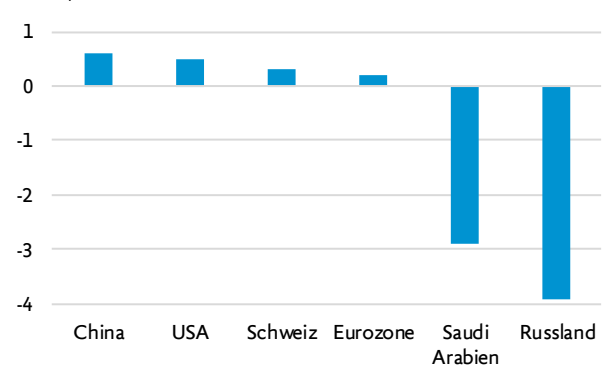
Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

Schweizer Konjunktur profitiert von niedrigem Ölpreis

Eine Modellanalyse ergibt nun, dass ein Rückgang des Ölpreises um 50 %, wie ihn die Futures-Kurve derzeit einpreist, das reale Wirtschaftswachstum der Schweiz im gleichen Jahr um ca. 0.4 Prozentpunkte erhöht. Das reale verfügbare Einkommen pro Haushalt steigt dabei um etwa CHF 1'300. In den USA beträgt der positive Konjunktoreffekt, der von einem niedrigeren Ölpreis ausgeht, rund 0.5 Prozentpunkte. In der Vergangenheit war dieser Effekt für die USA höher - nämlich rund 1 Prozentpunkt. Dass der Konjunktoreffekt geringer geworden ist, liegt einerseits daran, dass die USA selber deutlich mehr Öl fördern, und andererseits an der gestiegenen Energieeffizienz. Für China beläuft sich der positive Effekt sinkender Ölpreise auf das reale Wirtschaftswachstum auf etwa 0.6 Prozentpunkte. Bei den Ölförderländern Russland und Saudi-Arabien kommt es dagegen zu kräftigen Einbussen. Während das reale Wirtschaftswachstum Saudi-Arabiens um fast 3 Prozentpunkte niedriger ausfällt, beträgt der negative Effekt für Russland sogar fast 4 Prozentpunkte.

Effekt 50 % tieferer Ölpreise auf reales BIP-Wachstum

Prozentpunkte



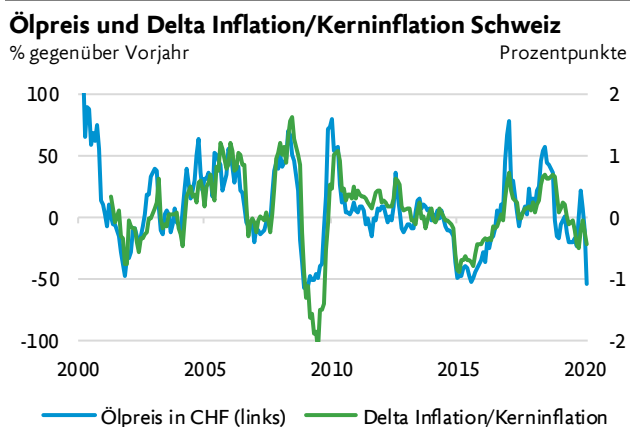
Quelle: Luzerner Kantonalbank, Oxford Economics

In der durch die Coronavirus-Pandemie ausgelösten globalen Rezession wirkt der massiv gesunkene Ölpreis zwar wie

eine zusätzliche quantitative Stützung der Weltwirtschaft. Angesichts der noch in vielen Ländern bestehenden Eindämmungsmassnahmen können die Konsumenten und die Unternehmen aber nicht in vollem Umfang vom Ölpreissrückgang profitieren. So bringt es einer Fluggesellschaft, die wegen der Reisebeschränkungen nicht oder nur sehr eingeschränkt fliegen darf, wenig, wenn die Kerosinpreise sehr niedrig sind. Entsprechend sind in den erdölimportierenden Ländern auch die negativen Folgen der Pandemie deutlich stärker als die allfälligen positiven Effekte des tieferen Ölpreises. In den erdölproduzierenden Ländern ist das Gegenteil der Fall: sowohl der gefallene Ölpreis als auch die globale Rezession wirken in die gleiche negative Richtung.

Inflation: Schneller und deutlicher Abwärtsdruck

Der Verfall des Ölpreises hat unmittelbare Auswirkungen auf die Inflationsraten. Denn in den Gesamtinflationsraten sind Komponenten enthalten (z.B. Benzin, Heizöl), über die Schwankungen des Ölpreises sehr direkt in die Messung des Preisniveaus einfließen. Daneben gibt es noch indirekte Effekte über Konsumgüter und -dienstleistungen, bei denen Öl bzw. verwandte Energieträger einen bedeutenden Kostenfaktor darstellen. Dazu zählen z.B. Flugreisen. Die Weitergabe von Preisschwankungen erfolgt hier jedoch häufig nur mit Verzögerung und oft auch nicht vollständig.



Eine Grobschätzung, wie stark sich der gefallene Ölpreis auf die Gesamtinflation auswirkt, lässt sich durch eine recht simple Annäherungsrechnung gewinnen: über den Zusammenhang zwischen der Differenz von Gesamt- und Kerninflation und den Schwankungen des Ölpreises (siehe Abbildung). (In dieser Differenz sind noch Nahrungsmittelpreise enthalten, jedoch schwanken diese weniger stark als die Energiepreise, weshalb wir dies im Rahmen einer Übersichtsrechnung akzeptabel finden.)

Schweizer Inflation sinkt in den negativen Bereich

Dieses Vorgehen liefert recht gute Annäherungen und zeigt z.B. für die Schweiz, dass eine 10% Veränderung des Ölpreises gegenüber dem Vorjahr historisch eine Abweichung der Gesamtinflation von der Kerninflation von ca. 0.15 Prozentpunkten erklärt. Aktuell liegt der Ölpreis 60 % unter dem Vorjahreswert, was somit bei Annahme eines linearen Zusammenhangs zu einem Unterschreiten der Kerninflation durch die Gesamtinflation von ca. 1 Prozentpunkt führen dürfte. Da die Schweizer Kerninflation zuletzt bei 0.2 % gegenüber Vorjahr lag, signalisiert dieses Vorgehen, dass die Gesamtinflationsrate bis auf -0.8 % sinken könnte. Hinzu kommt, dass bei Wendepunkten in der Inflationsdynamik das tatsächliche Ausmass oft unterschätzt wird.

Übernimmt man als Annahme zur weiteren Entwicklung des Ölpreises die Werte aus der Futures-Kurve, so bedeutet dies, dass der Ölpreis für die kommenden 9 Monate in 2020 im Schnitt zw. 40-50 % unter dem Vorjahr liegen wird. Insofern suggeriert das ein Unterschreiten der Kerninflation durch die Gesamtinflation von 0.7-0.8 Prozentpunkten. Dies liegt in etwa in der Grössenordnung unserer Schätzung für die Inflation in der Schweiz im Jahr 2020 von -0.5 %.

Positive, aber sehr niedrige Inflation in USA und Eurozone

Für die Eurozone ist der Erklärungsgehalt etwas schwächer. Bei einer aktuellen Kerninflation um 1 % legt das Vorgehen nahe, dass die Gesamtinflation in den kommenden Monaten auf leicht über 0 % sinken könnte. Am stärksten ist der Effekt in den USA. Hier kann ein 40-50 % Rückgang des Ölpreises dazu führen, dass die Gesamtinflation um bis zu 1.5 Prozentpunkte unter die Kerninflation (derzeit 2.3 %) sinkt. Von daher sehen wir die US-Inflation bei etwas unter 1 % gegenüber Vorjahr in den kommenden Monaten.

Fazit: Tiefer Ölpreis ist kein Retter in der Not

Der stark gefallene Ölpreis bringt angesichts der Coronavirus-Pandemie und der damit verbundenen starken wirtschaftlichen Belastungen nur geringe Linderung für die Schweizer Wirtschaft. Eine Rezession im Verlauf des Jahres 2020 wird sich dadurch in keiner Weise verhindern lassen. Der Ölpreis fällt damit als Retter in der Not aus. Ähnliches gilt für andere netto-ölimportierende Volkswirtschaften. Dagegen treten für Erdölexporture zusätzlich zu den Belastungen aus der globalen Corona-Rezession noch die negativen Effekte des tieferen Ölpreises auf. Von Seiten der Inflation dürften die meisten Länder im Jahr 2020 einen markanten Rückgang erfahren. So sehen wir diese für die Schweiz im Jahresdurchschnitt 2020 bei -0.5% nach +0.4% im Jahr 2019. Auf der Gegenseite dürfte dann bereits im Jahr 2021 ein markanter Anstieg stehen - unter der Voraussetzung, dass sich die Ölpreise wieder gemäss der Futures-Kurve normalisieren.