

ROHSTOFF- UND ÖLPREISVOLATILITÄT

DIE PHYSISCHEN MÄRKTE SIND NICHT SCHULD

DIE STARKEN PREISSCHWANKUNGEN VIELER ROHSTOFFE INKLUSIVE ÖL HABEN DIE DEBATTE ÜBER DIE URSACHEN DER PREISANSTIEGE UND DIE MÖGLICHEN GEGENMASSNAHMEN ANGEHEIZT. STEIGENDE NACHFRAGE VON SICH SCHNELL ENTWICKELNDEN GROSSEN VOLKSWIRTSCHAFTEN UND HÄUFIGE ANGEBOTSSCHOCKS WERDEN DABEI OFT ALS BEGRÜNDUNG GENANNT. SOLCHE HANDFESTEN FAKTOREN ZUR ERKLÄRUNG VON VOLATILITÄT SIND OFFENBAR LEICHTER ZU VERSTEHEN ALS DIE WETTEN IN HÖHE VON HUNDERTEN MILLIARDEN US-DOLLAR, DIE IN ERWARTUNG VORÜBERGEHEND STEIGENDER PREISE ABGESCHLOSSEN WERDEN. MIT EINEM MARKTVOLUMEN, DAS UM 20 BIS 30-FACH GRÖßER IST ALS DIE PHYSISCHE PRODUKTION, HABEN BÖRSENGEHANDELTE DERIVATE AUF DEN ROHSTOFFMÄRKTEN DIESE MÄRKTE SYSTEMATISCH IN FINANZMÄRKTE VERWANDELT. DAS SOLLTE DIE POLITIK HERAUSFORDERN, NEUE REGULATORISCHE VORKEHRUNGEN AN DEN FINANZMÄRKTEN ZU SCHAFFEN, ANSTATT NUR ÜBER DIE PHYSISCHEN MÄRKTE ZU KLAGEN.

Rohstoffpreise blieben 2011 und im ersten Halbjahr 2012 hoch und volatil. So war beispielsweise der Durchschnittspreis

ist die Frage, ob die gegenwärtig die Rohstoffmärkte überhaupt noch funktionieren, unausweichlich.

Platzierungen. Das führte zu einer Zunahme der Anlagen in Rohstoffpapiere. Sie stiegen von 10 Mrd. US-Dollar zum Ende des letzten Jahrhunderts auf ein Rekordhoch von 450 Mrd. US-Dollar im April 2011.² Dementsprechend übersteigt das Volumen der börsengehandelten Derivate die physische Produktion derzeit um das 20 bis 30-fache.³ Gleichzeitig ist der Marktanteil von FinanzinvestorInnen von weniger als 25% in den 1990-er Jahren auf mehr als 85% gestiegen. Ja, in Extremfällen repräsentieren sie sogar

Rohstoffmärkte werden zunehmend mit den Finanzmärkten integriert.

für UK-Brent (leicht), Dubai (mittel) und West Texas Intermediate (WTI) im Juli 2012 65% höher als der jeweilige Durchschnittspreis während des Rohstoffpreisbooms von 2003-2008¹. Der Ölpreis schwankte stark: Zu Jahresbeginn verzeichnete er einen deutlichen Anstieg, um im zweiten Quartal stark zu fallen. Ende August 2012 erstarkten die Ölpreise wieder und gewannen – trotz der sehr schwachen Entwicklung in der globalen Wirtschaft – alles, was sie im 2. Quartal verloren hatten wieder zurück.

Preisvolatilität war schon lange ein Charakteristikum der Rohstoffmärkte. Zurückzuführen ist dies auf die Knappheit an vielen globalen Rohstoffmärkten und die geringe Elastizität der Nachfrage. Während rohstofftypische Schocks in der Vergangenheit eine Schlüsselrolle spielten, fehlt diesem Faktor heute vor allem auf der Versorgungsseite und in den Ölmärkten die Überzeugungskraft. Bei politischen Schocks unternahmen die größten Ölproduzenten beachtliche Anstrengungen, um die Preise zu stabilisieren. Auch die ständig steigende Nachfrage seitens aufstrebender Wirtschaftsregionen erklärt nicht die enormen Ausschläge, die in all diesen Märkten zu verzeichnen sind. Schließlich bewegen sich heute viele Rohstoffpreise der wichtigsten Kategorien, wie Metall, Landwirtschaft und Energie im Gleichklang, und dieser Trend schließt Erklärungen, die auf Schocks von einzelnen Märkten basieren, aus. Deshalb

FinanzinvestorInnen führen die Herde an. Zu Beginn des neuen Jahrhunderts wurden Investitionen in Rohstoffe (oder deren Derivate) ein Teil größerer Investmentportfolios.

Politische Empfehlungen

- Verstärkte Transparenz in physischen Märkten. Zurverfügungstellung von besseren und zeitnäheren Fundamentaldaten.
- Verbesserung der Transparenz auf Warenterminbörsen und OTC- (außerbörslichen) Märkten. Versorgung mit mehr Daten über MarktteilnehmerInnen und Positionseinnahme, zumindest für die Regulierungsbehörden.
- Verstärkung der Regulierung von FinanzinvestorInnen. Das könnte auch das Verbot von bestimmten „Vehikeln“ für Rohstoffinvestitionen umfassen, Einführung von Positionslimits und Verbot des Eigenhandels für Finanzinstitutionen, die mit „hedging“ von Transaktionen ihrer Kunden betraut sind. International koordinierte Maßnahmen.
- Einführung eines Finanztransaktionssteuersystems. Dadurch könnten generell Finanzmarktaktivitäten verlangsamt werden, insbesondere der Hochfrequenzhandel.
- Einführung eines Systems, um mit Finanzblasen richtig umgehen zu können. Aufsichtsbehörden könnten mit der Aufgabe betraut werden, erforderlichenfalls direkt durch Kauf oder Verkauf von Warenterminkontrakten in den Handel einzugreifen, um Preiseinbrüche zu verhindern oder Blasen zu reduzieren. Eine solche Intervention sollte als letztes Mittel eingesetzt werden, um das Entstehen von spekulativen Blasen zu bekämpfen, wenn Reformen zur Erreichung größerer Markttransparenz und besserer Regulierungsdichte nicht durchgeführt werden oder sich als unwirksam erweisen.

alle MarktteilnehmerInnen an den Rohstoff-Futuremärkten.⁴

Diese InvestorInnen behandeln Rohstoffe als Anlageklasse, das heißt, sie wetten auf einen bestimmten Preistrend. Sie handeln nicht systematisch auf der Basis von fundamentalen Angebots- oder Nachfrageverhältnissen in einzelnen Märkten, auch wenn Schocks ihr Verhalten kurzfristig beeinflussen mögen. Im Allgemeinen sind ihre Kauf- und Verkaufentscheidungen von Herdenverhalten geprägt: Sie wurden von denselben Informationen gelenkt, die auch auf anderen Finanzmärkten zur Verfügung stehen. Da sie die weitaus größten Positionen auf den Rohstoffmärkten halten, ist es unbestreitbar, dass sie einen bedeutenden Einfluss auf die Preisbewegungen in diesen Märkten haben. Deshalb folgen die

Preise auf finanzierten Rohstoffmärkten in der Regel den Preisen auf reinen Finanzmärkten.

Seit 2009 hat sich die Korrelation zwischen den Preisen auf verschiedenen Rohstoffmärkten und den Preisen in anderen spekulativen Finanzmärkten erheblich verstärkt. In einem in Kürze erscheinenden UNCTAD-Diskussionspapier werden die Parallelbewegungen zwischen den Erträgen in verschiedenen Rohstoffmärkten und auf dem US-Börsenmarkt über den Zeitraum 1997-2011 unter Verwendung von Tick-Daten⁵ analysiert (Bicchetti und Maestre, 2012). Deutliche Parallelbewegungen mit hoher Frequenz erscheinen bis zu einem Sekundenintervall. Es ist klar, dass diese Rohstoffpreisänderungen in winzigen Inter-

vallen nicht durch Änderungen bei Angebot und Nachfrage in einem spezifischen Markt erklärt werden können. Denn die Fundamentaldaten für den US-Börsenmarkt und Rohstoffmärkte weichen stark voneinander ab. Unterschiedliche Fundamentaldaten können nicht – andauernd und gleichbleibend in den letzten Jahren, über alle untersuchten Märkte hinweg – gleichzeitig ähnliche Preisbewegungen auslösen. Im Gegenteil, unter Berücksichtigung der großen Zahl überprüfter Rohstoffe wäre aufgrund von Saisoneinflüssen, industrieller Nachfrage und spezifischer Dynamiken in den Rohstoffmärkten ein unterschiedliches Verhalten zu erwarten gewesen. Solche Unterschiede wurden jedoch nicht beobachtet.

Während die Fundamentaldaten diese parallelen Preisbewegungen also nicht erklären können, teilen Börsen und Rohstoffe eine bedenkliche Gemeinsamkeit: die marktbeherrschende Stellung von FinanzinvestorInnen. In der gegenwärtigen Zeit großer wirtschaftlicher Unsicherheiten haben Neuigkeiten über die Entwicklung der globalen Wirtschaft und politische Ankündigungen große Auswirkungen auf die Aktivitäten der Herden von FinanzinvestorInnen. Ihre Wahl der Finanzpositionen auf Rohstoff-Derivatemärkten folgt Marktgefühlen und -erwartungen, kaum jedoch den Fundamentaldaten.

Ein sehr erhellendes Beispiel bot sich im Laufe dieses Jahres. Nachdem Rohstoffinvestitionen zu Beginn 2012 kurzfristig anstiegen, brachen sie im 2. Quartal ein. Laut Barclays Capital (2012) zogen InvestorInnen im Mai 2012 8,2 Mrd. US-Dollar an Rohstoffinvestitionen ab. Doch mehr als alle Gerüchte über Kriegsvorbereitungen hier oder erfreulichere Wirtschaftsdaten da, haben sich die Ölpreise in Übereinstimmung mit den europäischen Börsen und der Entwicklung von politischen Entscheidungen und Gerüchten in der Eurozone bewegt.

Abbildungen 1 und 2 zeigen die Preisentwicklung auf Euro Stoxx 600, WTI Rohölpreis – eine Vergleichsgröße für die USA – und den Standard & Poor's Goldman Sachs Rohstoffindex (SPGSCI), ein Rohstoffindex, der sich hauptsächlich aus in den USA in den ersten acht Monaten von 2002 und 2012 gehandelten Warentermingeschäften (Futures) zusammensetzt.

Vergleicht man die Entwicklung dieser Preise während 2012 mit den Preisen 10 Jahre zuvor, so zeigt sich die dramatische Veränderung: Trotz der Ähnlichkeiten, was die realen Schocks 2002 und 2012 betrifft – Unsicherheit in Westasien, die Nachwirkungen des Börsenkrachs und die schwierige Getreideernte – könnte die Entwicklung

PREISENTWICKLUNG UNTERSCHIEDLICHER ROHSTOFFINDIZES VOR 10 JAHREN:



PREISENTWICKLUNG UNTERSCHIEDLICHER ROHSTOFFINDIZES IM JAHR 2012:



Quelle: UNCTAD-Berechnungen auf Grundlage von Daten aus der Bloomberg-Datenbank.

der drei Indizes nicht unterschiedlicher sein. Vor zehn Jahren hatte jeder dieser Märkte seine eigene Dynamik, 2012 hingegen bewegten sie sich in einem beinahe perfekten Gleichklang.

Mehr als allem anderen folgen SPGSCI und WTI Rohölpreise eng den aktuellen Ereignissen in der Eurozone, die die Gefühle und Erwartungen formen. Dies ist umso erstaunlicher, weil WTI Rohölpreise auf den mittleren Westen der USA beschränkt

von WTI um 9% – ein Anstieg, klar erkennbar in Abbildung 2 – der keinerlei Bezug zu fundamentalen Angebots- und Nachfrageänderungen hatte.

Es wird Zeit, den um sich greifenden Einfluss der Finanzialisierung zur Kenntnis zu nehmen. Durch die zunehmende Teilnahme von FinanzinvestorInnen in diesen Märkten hat sich die Charakteristik der Information, die die Preisbildung bei Rohstoffen ausmacht,

Situation ausgeprägten Herdenverhaltens auf den Finanzmärkten nicht länger haltbar. Der Preisfindungsmechanismus der Märkte ist ernsthaft gestört. Die Preise weichen über lange Perioden weit von dem Niveau ab, das durch Fundamentaldaten gerechtfertigt wäre.

Wegen dieser Verzerrungen senden Rohstoffpreise in finanzierten Märkten nicht die richtigen Preissignale über die relative Verknappung von Rohstoffen. Das beeinträchtigt die Allokation von Ressourcen und hat negative Effekte auf die Realwirtschaft. Um die ursprüngliche Funktion der Rohstoffmärkte wieder herzustellen, ist rasches politisches Handeln auf globaler Ebene erforderlich.

FinanzinvestorInnen dominieren die Preisfindung auf den Rohstoffmärkten.

bleiben. Dennoch bestimmen Ereignisse der Eurozone und Marktgefühle die Rohstoffpreise, unabhängig von Handelslogistik, Krieg, Dürre und anderen derzeit auftauchenden Angebotsschocks.

Eine weitere Bestätigung des Einflusses von FinanzinvestorInnen auf Rohstoffmärkte kann in der Markterholung der Ölmärkte in Folge des Übereinkommens zur Bankerekapitalisierung, das in der Eurozone Ende Juni 2012 beschlossen wurde, gefunden werden. Zu dieser Zeit stieg der Preis für Brent-Öl um 7% im Laufe eines Tages und der Preis

verändert. Im Gegensatz zur Effizienzmarkt-Hypothese trifft die Mehrzahl der MarktteilnehmerInnen ihre Marktentscheidungen nicht unabhängig und nicht basierend auf Fundamentaldaten in Bezug auf Angebot und Nachfrage. Für sie sind vielmehr Aspekte wichtig, die andere Märkte oder die Portfolio-Diversifizierung betreffen. Das bringt aber falsche Preissignale in den Markt.

Daher ist die Annahme eines atomistischen Marktes, in dem die TeilnehmerInnen individuell auf Basis ihrer eigenen Interpretation der Fundamentaldaten handeln, in einer

Heiner Flassbeck, UNCTAD, Direktor der Abteilung Globalisierung und Entwicklungsstrategien

- 1) UNCTADstat.
- 2) Institute of International Finance, 2011
- 3) Silvennoinen und Thorp, 2010.
- 4) Masters, 2008.
- 5) Tick bezeichnet die kleinstmögliche Preisänderung des Kurses von Wertpapieren an Kassamärkten oder Terminbörsen.

wirtschaftspolitik - STANDPUNKTE



Meinung, Position, Überzeugung. Der digitale Newsletter der Abteilung Wirtschaftspolitik in der Wiener Arbeiterkammer behandelt Aspekte der Standortpolitik, des Wirtschaftsrechts, der Regulierung diverser Branchen und allgemeine wirtschaftspolitische Fragestellungen aus der Perspektive von ArbeitnehmerInnen. Wirtschaftspolitik-Standpunkte erscheint 4-mal jährlich und wird per Email versandt.

Kostenlose Bestellung und alle Ausgaben nachlesen unter:
<http://wien.arbeiterkammer.at/wp-standpunkte>