

Preisbildung am Rohölmarkt



Mineralölwirtschaftsverband e.V.

Preisbildung am Rohölmarkt



Inhaltsverzeichnis

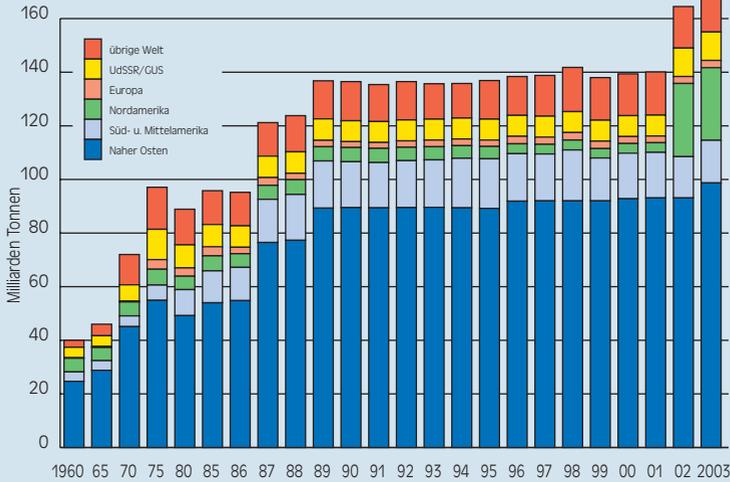
Preisbildung bis zur zweiten Ölpreiskrise 1979/80	5
Die Organisation Erdöl exportierender Staaten (OPEC)	5
Die Internationale Energieagentur (IEA) als Organisation der Öl importierenden Staaten	9
Die Neustrukturierung des Ölhandels	11
Der Ölmarkt in den 1980er und 1990er Jahren	11
Sinkender Einfluss der OPEC	15
Der internationale Ölmarkt heute: Termingeschäfte, Optionen und Terminkontrakthandel	21
Handel mit physischem Öl („wet barrels“)	25
Handel mit „Papieröl“ („paper barrels“)	35

Energierohstoffe wie Rohöl finden sich häufig nicht an den Orten, an denen sie benötigt werden. So liegt der größte Teil der Ölreserven fernab von den Industriestaaten, in denen Öl in großen Mengen ge- und verbraucht wird. Die weitaus höchste Konzentration der heute wirtschaftlich förderbaren Ölreserven – rund 55 Prozent – findet sich in den Staaten des Mittleren Ostens, vor allem in Saudi Arabien, Irak, Kuwait, Iran und in den Vereinigten Arabischen Emiraten. Zu den wichtigsten Öl-Exportländern der Welt zählen daneben vor allem Russland, Venezuela und Norwegen. Industriestaaten wie die USA, Deutschland oder Japan müssen den überwiegenden Teil ihres Ölbedarfs importieren.

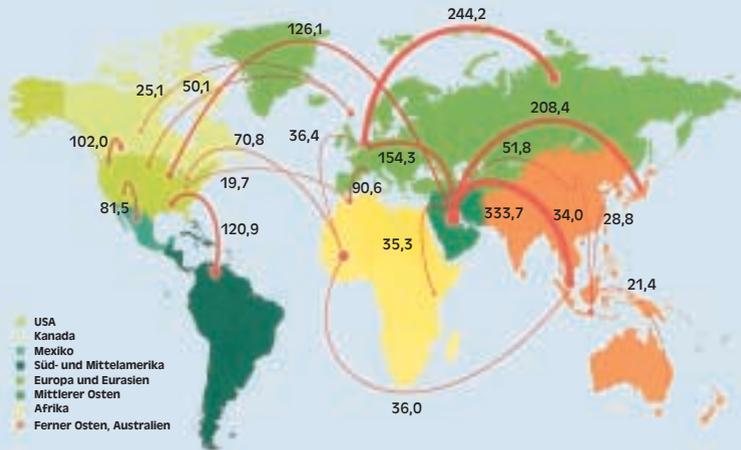
Die Preise für den Rohstoff Öl sind weltweit von Bedeutung. Das Thema Ölpreise lässt viele Menschen an die Organisation Erdöl exportierender Staaten – kurz OPEC – denken. Diese Organisation löst noch immer negative Gefühle aus: Das Klischee beinhaltet das Bild mächtiger Ölscheichs, die Ölmengen und Ölpreise kontrollieren – leere Autobahnen an autofreien Sonntagen in den 1970er Jahren sind vielen noch in Erinnerung. Die Vielzahl der Einflussfaktoren auf die Ölpreisbildung hat zudem dazu geführt, dass der Ölmarkt im Allgemeinen als wenig transparent und undurchschaubar angesehen wird.

Im Folgenden wird ein kurzer Blick auf die Entwicklung des Ölmarktes geworfen und versucht, Einflussfaktoren auf Ölmarkt und Ölpreisbildung und die Rolle der Börsen zu veranschaulichen.

Entwicklung der Weltölreserven



Die wichtigsten Welthandelströme



Preisbildung bis zur zweiten Ölpreiskrise 1979/80

Die Organisation Erdöl exportierender Staaten (OPEC)

Gründung der OPEC

Das Öl im Mittleren Osten und in Südamerika förderten bis in die 1950er Jahre vornehmlich die multinationalen, privatwirtschaftlichen Unternehmen, die jene Vorkommen zumeist auch erschlossen hatten. Bis Anfang der 1970er Jahre richtete sich der Ölhandel am „Posted Price“ (Listenpreis) aus, den die Rohölproduzenten (große Mineralölgesellschaften) gemeinsam festlegten und der die Abgaben an die Förderländer und damit letztlich deren Staatshaushalt bestimmte. Als die Öl besitzenden Staaten zunehmend feststellten, wie hoch die Gewinne waren, die die Konzessionshalter erwirtschafteten, verlangten sie einen höheren Anteil. Die Ölgesellschaften dagegen versuchten, den „Posted Price“ noch zu senken. Um sich gegen die Folgen dieses Preisverfalls für die eigenen Einnahmen zu schützen, gründeten fünf Staaten im Jahr 1960 die OPEC: Iran (damals noch Persien), Irak, Kuwait, Saudi Arabien und Venezuela. Heute umfasst die OPEC 11 Mitgliedstaaten, neben den Gründungsmitgliedern noch Algerien, Libyen, Nigeria, Indonesien, Katar und die Vereinigten Arabischen Emirate.

Die OPEC hatte sich bei ihrer Gründung das Ziel gesetzt, die Mitgliedstaaten gegen einen Preisverfall beim Rohöl sowie eine Verringerung ihrer Einnahmen aus der Ölförderung abzusichern und im gegenseitigen Interesse eine gemeinsame Ölpolitik zu betreiben. Um die Öleinnahmen ihrer Staaten zu

Weltmarktpreise ausgewählter Rohölsorten 1973 – 2004¹⁾ \$/barrel²⁾

	Großbritannien Brent ³⁾	West Texas Intermediate (WTI)	OPEC Korb ⁴⁾	VAE Dubai ⁵⁾
1973	n.a.	n.a.	n.a.	2,83
1974	n.a.	n.a.	n.a.	10,41
1975	n.a.	n.a.	n.a.	10,70
1976	12,80	12,23	n.a.	11,63
1977	13,92	14,22	n.a.	12,38
1978	14,02	14,55	n.a.	13,03
1979	31,61	25,08	n.a.	29,75
1980	36,83	37,96	36,15	35,80
1981	35,93	36,08	34,88	33,78
1982	32,97	33,65	32,38	31,04
1983	29,55	30,30	29,04	28,18
1984	28,66	29,39	28,20	27,52
1985	27,51	27,99	27,01	26,49
1986	14,38	15,04	13,53	12,96
1987	18,42	19,19	17,73	16,92
1988	14,96	15,97	14,24	13,18
1989	18,20	19,68	17,31	15,64
1990	23,81	24,50	22,26	20,38
1991	20,05	21,54	18,62	16,56
1992	19,37	20,57	18,43	17,21
1993	17,07	18,45	16,32	14,90
1994	15,98	17,21	15,52	14,76
1995	17,18	18,42	16,86	16,09
1996	20,80	22,16	20,23	18,56
1997	19,30	20,61	18,75	18,13
1998	13,11	14,39	12,28	12,16
1999	18,25	19,31	17,47	17,30
2000	28,98	30,37	27,60	26,24
2001	24,77	25,93	23,14	22,80
2002	25,19	26,16	24,32	23,85
2003	28,70	31,06	28,18	26,79
Januar 2004	30,94	33,95	30,33	28,88
Februar 2004	30,86	34,50	29,56	28,61
März 2004	33,57	36,53	32,05	30,85
April 2004	33,47	36,83	32,75	31,68
Mai 2004	37,76	40,24	36,27	34,74
Juni 2004	35,24	38,14	34,61	33,43
Juli 2004	38,61	40,90	36,29	34,65
August 2004	43,16	45,12	40,27	38,64
September 2004	43,13	45,68	40,36	35,55
Oktober 2004	49,90	53,33	45,37	37,54
November 2004	42,82	48,45	39,15	34,76
Dezember 2004 (vorl.)	39,69	43,44	36,22	34,20

¹⁾ bis 1985 überwiegend Listenpreise; ab 1986 Spot-Notierungen; ²⁾ ein barrel = 159 Liter = 0,136 Tonnen

³⁾ bis 1984 Notierungen für „Forties“; ⁴⁾ Durchschnittswerte ausgewählter OPEC-Rohöle

⁵⁾ bis 1979 Notierungen für „Arabian Light“; Quelle: OPEC Bulletin, Petroleum Intelligence Weekly (PIW)

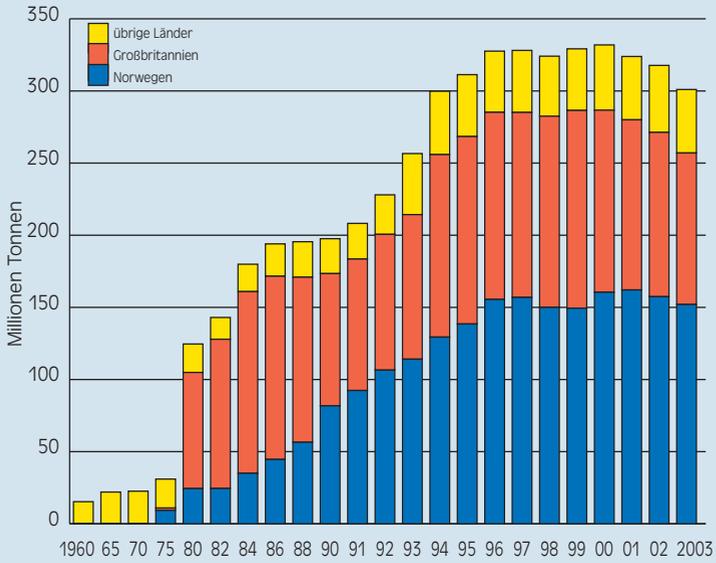
sichern, führten die OPEC-Länder eine Reihe von Verstaatlichungen im Bereich der Ölindustrie durch. Nach dem Kriegsausbruch im Nahen Osten im Jahr 1973 setzten die OPEC-Länder die Rohölpreise hoch und boykottierten Öllieferungen an die USA und die Niederlande. Die Folge war ein sprunghafter Anstieg der Ölpreise – die so genannte erste Ölpreiskrise.

OPEC dominiert Ölmarkt und Preisbildung

Von 1973 bis zum Beginn der 1980er Jahre kontrollierte die OPEC den Ölmarkt und die Preisbildung. Der „Posted Price“ wurde zuerst durch einen „Government Selling Price“, der von den Regierungen der Öl fördernden Staaten festgesetzt wurde, und später durch den „Official Selling Price“ ersetzt, der von den staatlichen Ölgesellschaften festgelegt wurde. Der OPEC gelang es damit, den Rohölpreis in den 1970er Jahren auf einem deutlich höheren Niveau zu halten, als in den Vorjahren erreicht worden war. Einen weiteren dramatischen Preisschub erlebte die Welt nach dem Umsturz in Iran durch Chomeini im Jahr 1979 und dem folgenden Beginn des Krieges zwischen Iran und Irak.

Die Reaktion der Öl importierenden Staaten auf die Preissteigerungen der 1970er Jahre war einerseits die Suche nach Möglichkeiten zur Verringerung ihres Ölbedarfs – etwa durch Energieeinsparmaßnahmen oder alternative Energien. Andererseits wurden bei dem hohen Preisniveau Ölfelder erschlossen, in denen die Förderung bei niedrigen Preisen nicht wirtschaftlich war – z.B. in der Nordsee und in Alaska. Und schließlich wurde die Internationale Energieagentur gegründet.

Entwicklung der Rohölförderung in Europa



Die Internationale Energieagentur (IEA) als Organisation der Öl importierenden Staaten

Gründung der IEA

Als Folge der ersten Ölpreiskrise zu Beginn der 1970er Jahre beschlossen die Verbraucherländer, sich besser gegen Versorgungsstörungen abzusichern. Im Jahre 1974 gründeten daher die Staaten der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD, derzeit 25 Mitgliedstaaten) zur Vermeidung künftiger Versorgungskrisen die Internationale Energieagentur (IEA). Die OPEC bekam damit quasi ein „Gegenüber“ auf Seiten der Erdöl importierenden Staaten.

Aufbau einer Krisenvorsorge

Um vorübergehende Ausfälle der Rohölversorgung aus einzelnen Lieferregionen ggf. überbrücken zu können, wurde ein System der internationalen Ölbevorratung aufgebaut. Zusätzlich wurden zur Sicherung der Energieversorgung Notstandspläne und Informationssysteme geschaffen. Die IEA beobachtet und bewertet die internationalen Energiemärkte, vor allem den Ölmarkt. Die regelmäßige Veröffentlichung der fundamentalen Marktdaten trägt zur Transparenz des Ölmarktes bei. Eine zeitnähere und umfassendere Berichterstattung über weltweite Angebots- und Nachfrageentwicklungen ist anzustreben.

Zentraler Baustein der IEA-Maßnahmen war die Einführung einer Pflicht-Bevorratung. Die Mitgliedsländer verpflichten sich, Vorräte an Mineralölprodukten oder ersatzweise Rohöl in der Höhe von 90 Tagesverbräuchen zu halten. Damit soll die heimische Energieversorgung im Falle einer vorübergehenden Versorgungsstörung längerfristig überbrückt werden können.

Bevorratung in Deutschland

In Deutschland schreibt das Erdölbevorratungsgesetz ausreichende Vorräte an Erdölerzeugnissen für Krisenzeiten vor. In diesem Zusammenhang wurde 1978 der Erdölbevorratungsverband (EBV) errichtet. Im EBV besteht eine Pflichtmitgliedschaft für alle Hersteller und Importeure bevorratungspflichtiger Produkte in Deutschland (zurzeit etwa 115 Mitglieder). Die Krisenvorräte können auf der Basis einer Freigabe-Verordnung des Bundeswirtschaftsministeriums freigegeben werden, wenn durch die Internationale Energieagentur ein mindestens siebenprozentiger Ausfall der Ölversorgung prognostiziert wird. Die Bedingungen zur Freigabe der Ölprodukte sind rechtlich detailliert geregelt. Die Kosten für dieses Sicherungssystem werden von allen Käufern bevorratungspflichtiger Produkten mitbezahlt: Zurzeit entfällt etwa auf jeden Liter Kraftstoff knapp ein halber Cent Bevorratungsabgabe.

Für detaillierte Informationen siehe www.ebv-oil.de

In Phasen hoher Ölpreise wird von manchen Politikern die Forderung erhoben, die Krisenvorräte teilweise freizugeben, um die Preise zu drücken. Dies haben bislang nur die USA einmal getan, während der Regierungszeit von Präsident Clinton. Bei solchen Forderungen wird allerdings übersehen, dass zum einen ein einmaliges zusätzliches Angebot von Rohöl mengenmäßig äußerst begrenzt ist und damit auch der Effekt auf den Rohölpreis eher als gering einzuschätzen ist. Zum anderen sollen die Vorräte der Überbrückung physischer Lieferausfälle dienen. Diese Funktion können sie aber nicht mehr erfüllen, wenn sie mit dem Ziel der Preisbeeinflussung verkauft werden.

Die Neustrukturierung des Ölhandels

Der Ölmarkt in den 1980er und 1990er Jahren

Rohöllieferung zu „Net back“-Bedingungen

Als die Ölnachfrage Anfang der 1980er Jahre zurückging, wurde zur Sicherung des Ölabsatzes den Öl verarbeitenden Raffinerien eine feste Marge garantiert und das Preisrisiko von den Ölförderern getragen – Rohölverkauf zu „Net back“-Bedingungen. Der Rohölproduzent erhält vom Raffineur den Betrag, der beim Verkauf der aus dem Rohöl erzeugten Produkte nach Abzug einer Marge für den Raffineur übrig bleibt. Dieses Verfahren, das dem Verarbeiter das Preisrisiko abnimmt und eine Gewinnspanne garantiert, führte bei den Raffinerien zu vermehrtem Produktausstoß. Das wiederum verschärfte die Konkurrenz. Die Produktpreise fielen und ließen die Rohölpreise innerhalb kurzer Zeit deutlich auf etwa 10 Dollar pro Barrel sinken.

Steigender Ölbedarf erfordert hohe Investitionen

Energieexperten rechnen damit, dass die weltweite Ölnachfrage von derzeit rund 80 Mio. Barrel pro Tag (mbd) auf etwa 121 mbd im Jahr 2030 steigen wird – ein Plus von rund 50 % in 25 Jahren. Die IEA drängt in dieser Situation auf höhere Investitionen in die Erschließung und Förderung von Öl, in die Verarbeitung und Vermarktung von Mineralölprodukten sowohl bei privaten Unternehmen als auch bei Staatskonzernen. Die Investitionen wirken sich erfahrungsgemäß erst mit einigen Jahren Verzögerung am Markt aus.

Private Ölunternehmen haben nur einen Anteil von rund 15 % an der weltweiten Ölförderung – 85 % liegen im Staatsbesitz. Der Anteil privater Unternehmen an den Investitionen der Ölbranche liegt allerdings höher als ihr Anteil an der derzeitigen Förderung. Zur Deckung der weltweiten Ölnachfrage sind nach Berechnungen der IEA bis 2030 Investitionen in Förderung und Verarbeitung von etwa drei Billionen Dollar erforderlich.

Einführung von Förderquoten

Dies war Anlass für die OPEC-Staaten, Förderquoten einzuführen. Sie verknappten das Ölangebot und teilten die Mengen auf die Mitgliedstaaten auf, um eine Preisstabilisierung zu erreichen. Der Ölhandel musste sich neu strukturieren. Zunächst wurde er über Spotmärkte abgewickelt. Später folgten – als Reaktion auf die durch geringe Quotendisziplin der OPEC ausgelösten Ölpreisschwankungen – Termingeschäfte und Terminkontrahandel.

Der Ölterminhandel diente den Ölhändlern zur Begrenzung von Preisrisiken, zog aber auch die Beteiligung neuer Gruppen am internationalen Ölhandel nach sich. Dazu gehören Rohstoffhändler und institutionelle Anleger, die über umfassende Kenntnisse aus Rohstoffhandel, Waretermingeschäften und Kapitalmärkten verfügen. Auf den Handel an den Ölbörsen gehen wir unten noch ausführlich ein.

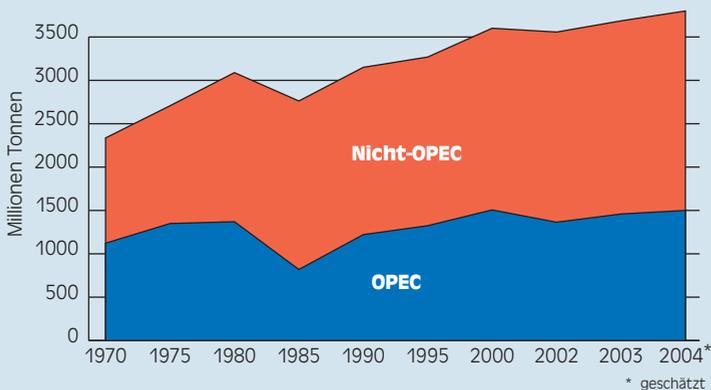
Niedrige Ölpreise verhindern Investitionen

Der Marktpreis ist der Preis, mit dem ein Ausgleich von Angebot und Nachfrage auf einem Markt herbeigeführt wird. Zugleich stellte dieser Preis und seine Entwicklung in der Vergangenheit einen Indikator für die relative Knappheit des gehandelten Gutes dar. Diese Funktion hat der Marktpreis für Öl unverändert. In den 1990er Jahren war das Ölangebot so reichlich, dass die Rohölpreise nahezu durchweg – zum Teil sogar deutlich – unter 20 Dollar pro Barrel lagen. Als die OPEC Ende der 1990er Jahre in Erwartung einer stark steigenden Nachfrage in Asien das Ölangebot noch erhöhte, entstand wegen der unerwarteten Asienkrise ein Überangebot an Rohöl

Investitionshemmnisse

Ein erhebliches Hemmnis für einen zügigen Ausbau der weltweiten Ölförderung sieht die IEA darin, dass wichtige Ölförderstaaten keine Investitionen ausländischer Ölkonzerne zulassen. Allen voran ist dies Saudi Arabien, der wichtigste Ölförderstaat der Welt. Die regierende Königsfamilie will die Kontrolle über die Ölförderung und über die Einnahmen nicht mit internationalen Ölgesellschaften teilen. Verschlussen für ausländische Investitionen sind auch die Ölwirtschaft Mexikos und die Kuwaits. In vielen anderen Staaten – z.B. in Russland und Iran – ist der Zugang eingeschränkt. Die Abschottung vieler Staaten führt dazu, dass Investitionen nicht in die Gebiete mit den größten noch unerschlossenen Feldern fließen können, sondern dass in die Erschließung kleinerer Felder investiert werden muss, was nur bei entsprechend hohen Rohölpreisen geschieht.

Entwicklung der Weltölförderung – OPEC/Nicht-OPEC



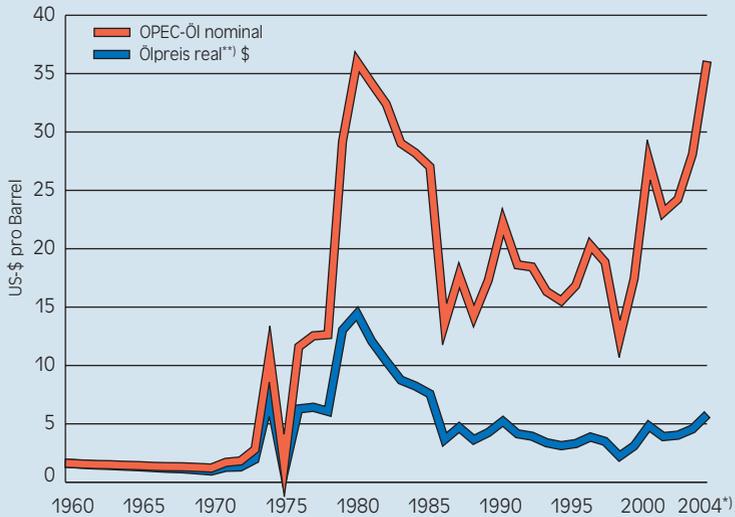
mit der Folge eines drastischen Ölpreisverfalls auf teilweise unter 10 Dollar pro Barrel. Der niedrige Ölpreis bewirkte sowohl eine Rücknahme der Ölförderung als auch eine Reduzierung der Investitionen in die Erschließung neuer Quellen. Die Folgen bekommen wir heute zu spüren: In einer Zeit hoher Ölnachfrage, niedriger Lagerbestände, nahezu ausgeschöpfter Förderkapazitäten und Furcht vor Angebotsverknappungen durch Terroranschläge oder politische Unruhen sind die Ölpreise auf ein sehr hohes Niveau geklettert, mit dem aber auch wieder wirtschaftliche Anreize für Investitionen in die Suche und Erschließung neuer Vorkommen und in den Aufbau neuer Förderkapazitäten entstanden sind.

Sinkender Einfluss der OPEC

Mengensteuerung zur Preisbeeinflussung

Wie groß ist nun der Einfluss der OPEC auf die heutige Ölpreisbildung? Derzeit kontrollieren die OPEC-Staaten knapp 40 Prozent der täglichen Ölförderung; am internationalen Ölangebot haben sie sogar einen Anteil von knapp 60 %, da einige Staaten mit hoher Förderung – z.B. die USA – die ganze oder den größten Teil der eigenen Produktion im eigenen Land verbrauchen und nicht exportieren. In den Mitgliedsstaaten der OPEC liegen knapp 70 % der gesamten gegenwärtig wirtschaftlich zu fördernden Ölreserven. Damit hat die OPEC noch immer erheblichen Einfluss auf das physische Ölangebot am Weltmarkt. Seit vielen Jahren ist die OPEC bemüht, zu einem ausreichenden Angebot an Rohöl beizutragen. Trotzdem sieht sich die OPEC mit einem sinkenden Einfluss auf die Ölpreisbildung konfrontiert.

Entwicklung des nominalen und realen Ölpreises in US-\$ von 1960 bis 2004^{*)} (Inflationsrate USA)



^{*)} bisheriger Jahresdurchschnitt

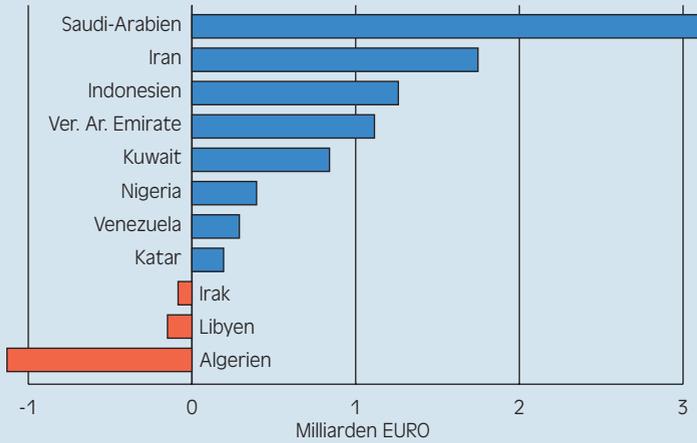
^{**)} real: ohne Inflation, in Kaufkraft von 1970

Der so genannte OPEC-Korbpreis – aus sieben verschiedenen Rohölsorten gebildet – ist eine Art Leitgröße für die Branche. Die Organisation strebt – so jedenfalls der derzeit gültige Beschluss aus dem Jahre 2000, über den 2005 erneut beraten werden soll – einen Korbpreis zwischen 22 und 28 Dollar je Barrel (159 Liter) an, also einen stabilen Durchschnittspreis von rund 25 Dollar. Wie schwierig es ist, den Ölpreis in diese Bahnen zu lenken, zeigt die Erfahrung der letzten Jahre. Die OPEC setzt keinen Preis, sondern versucht mit einer Steuerung des Ölangebots die Preise in das angestrebte Band zu bekommen. Sie kann mit ihrer Förderpolitik jedoch nur einen Teil des Weltölangebots beeinflussen.

Markterwartungen preisbestimmender als OPEC-Politik

Zudem interessiert die Akteure an den Börsen weniger die aktuelle Versorgungssituation; wichtiger sind die Erwartungen für die Zukunft. So hat ein seit zwei Jahren bestehendes Überangebot an Rohöl auf dem Weltmarkt für die Ölpreisbildung heute nahezu keine Bedeutung. Dagegen wiegt aus Sicht der Akteure an den Börsen schwer, dass etwa die Förderkapazitäten zurzeit weitgehend ausgelastet sind, eine weiter stark wachsende Nachfrage im asiatischen Raum („China-Boom“) erwartet wird, dass die weltweit steigende Nachfrage nach bestimmten Produkten die Verarbeitungskapazitäten weitgehend auslastet oder dass weitere Terroranschläge die Ölversorgung aus bestimmten Regionen unterbrechen könnten. Darauf gründen Sorgen, es könnte in Zukunft zu Versorgungsengpässen kommen. Die Folge solcher Überlegungen sind hohe Ölpreise, die den Anreiz für eine Ausweitung des Ölangebots und die Schaffung neuer Raffi-

Deutscher Außenhandelsüberschuss mit den OPEC-Staaten 2003



neriekapazitäten geben. Die OPEC hat in dieser Situation trotz dreimaliger Anhebung der Förderquoten im Jahr 2004 und aktuell weit über den offiziellen Quoten liegender Produktion zurzeit keinen nennenswerten Einfluss auf die Ölpreise.

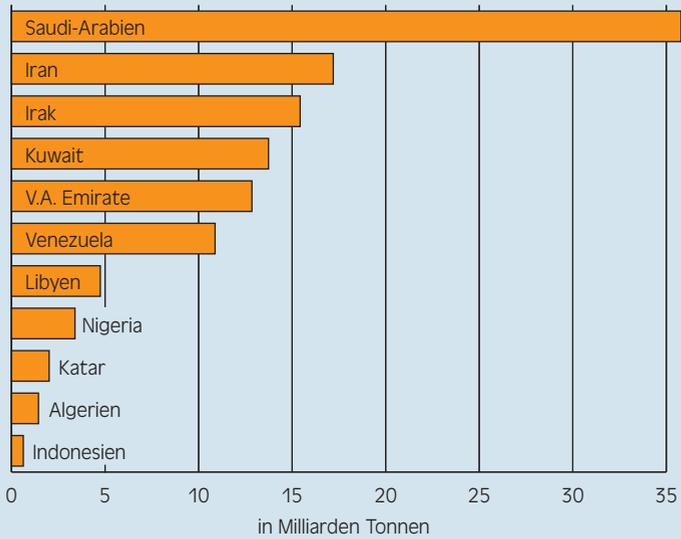
Marktanteil der OPEC sinkt

Der Anteil der OPEC an der weltweiten Ölförderung ist zudem von 50 % im Jahr 1970 auf unter 40 % gesunken. Bei hohen Ölpreisen ist die Ölförderung auch in Ländern außerhalb der OPEC attraktiv, in denen die Förderkosten tendenziell höher sind als in den OPEC-Staaten. Die Förderung des Nordseeöls Brent etwa wurde erst nach der ersten Ölpreiskrise wirtschaftlich interessant. Somit hat die Politik der OPEC zu einer Verringerung ihres Marktanteils und zur Verbreiterung der Öllieferregionen beigetragen. Seit den 1980er Jahren setzt die OPEC verstärkt auf einen Dialog mit den Ölimportstaaten und auf eine Politik der Verlässlichkeit: Ziel ist es, die Einnahmen der OPEC-Mitgliedstaaten auf einem angemessenen Niveau zu stabilisieren, ohne das Wirtschaftswachstum der Ölimportstaaten damit zu stark zu belasten.

OPEC-Staaten in Weltwirtschaft eingebunden

Dass die Interessen von Ölförderstaaten und Öl importierenden Industriestaaten gar nicht so gegensätzlich sind, wie es auf den ersten Blick scheint, zeigt ein Blick auf die Handelsbeziehungen Deutschlands mit den OPEC-Staaten. Die weltweite Verteilung der Ölreserven wird zwar häufig als einseitige Abhängigkeit empfunden. Dass Deutschland jedoch seit Mitte der 1980er Jahre regelmäßig hohe Handelsbilanzüberschüsse mit den Staaten der OPEC erwirtschaftet, wird meist übersehen

Rohölreserven der OPEC-Staaten



(rund 7 Mrd. Euro im Jahr 2003 und fast 60 Mrd. Euro in Summe seit 1986). Die Einnahmen aus dem Ölgeschäft werden von den OPEC-Staaten in Güter und Dienstleistungen aus den Industriestaaten reinvestiert. Welthandel ist eben keine Einbahnstraße.

Die Bezeichnung „Kartell“ für die OPEC-Staaten überdeckt gelegentlich, dass dies ein Zusammenschluss aus Staaten mit unterschiedlichen Interessen ist: Die Erdölländer mit geringeren Erdölreserven streben einen möglichst hohen Rohölpreis an, um kurzfristig hohe Einnahmen zur raschen Entwicklung ihrer Volkswirtschaften zu erzielen. Dabei ist es für sie wegen der geringen Reichweite ihrer Erdölreserven unerheblich, ob ein hoher Rohölpreis andere Energieträger wettbewerbsfähig macht, die das Erdöl mittelfristig vom Energiemarkt verdrängen könnten. Die OPEC-Länder mit großen Erdölreserven legen dagegen Wert auf einen Rohölpreis, der eine langfristige Nutzung ihrer Bodenschätze und damit die führende Rolle des Mineralöls auf dem Energiemarkt sichert.

Der internationale Ölmarkt heute: Termingeschäfte, Optionen und Termin- kontrakthandel

In Zeiten stark steigender Rohölpreise wird das Augenmerk verstärkt auf die Bestimmungsfaktoren dieser Preise gelenkt. Als treibende Kräfte in diesem Markt werden immer wieder Spekulanten genannt. Der Frage, wie die Aktivitäten an den Rohstoffbörsen die Preise beeinflussen, soll im Folgenden nachgegangen werden.

Hedge/Hedging (Engl. „Hecke“)

Unter Hedging versteht man die Absicherung von Vermögenspositionen gegen Kursrisiken. Bei einem Absicherungsgeschäft handelt es sich um ein Termingeschäft, das zum Schutz gegen eventuelle Verluste durch Preisänderungen im Waren-, Devisen- oder Wertpapierverkehr abgeschlossen wird. Grundgedanke dieses Absicherungsgeschäfts ist die Erzielung einer kompensatorischen Wirkung durch die Einnahme einer entgegengesetzten Position an den Terminmärkten, d. h. es wird beispielsweise versucht, eine Wertminderung einer gegenwärtig gehaltenen Position durch den entsprechenden Wertzuwachs einer Terminposition auszugleichen (Termingeschäft).

Hedger

Marktteilnehmer, der sich anhand von Futures und Optionen gegen Marktrisiken abzusichern sucht. Im Gegensatz dazu steht der Spekulant.

Spekulant

Ein Spekulant ist ein Marktteilnehmer, der seine Tätigkeit darauf ausrichtet, einen erwarteten Preisvorteil bei Kontrakten an der Börse zu nutzen. Der Spekulant geht somit ein Risiko ein, um Kursgewinne eher kurzfristiger Art zu realisieren und sorgt somit auch für eine erhöhte Marktliquidität.

Broker

Engl. Begriff für Personen, die Börsengeschäfte für fremde Rechnung durchführen.

An den Ölmärkten handeln im Prinzip zwei Gruppen von Marktteilnehmern:

- ◆ Die eine Gruppe besteht aus Produzenten und Verbrauchern, die mit dem physischen Öl arbeiten und über den Börsenhandel Preise absichern und Risiken minimieren wollen. Diese Akteure bezeichnet man als Hedger (hedge = Sicherungsgeschäft). Dazu gehören Ölgesellschaften und Ölhändler, deren Geschäftsbasis der Ankauf und die Lieferung von Öl ist, die also die Märkte mit Öl und Ölprodukten versorgen. Dazu gehören aber auch Unternehmen wie Fluggesellschaften oder Speditionen, die kalkulierbare Treibstoffkosten brauchen und ihre Preiskalkulation gegen Preisschwankungen absichern wollen.
- ◆ Die andere Gruppe besteht aus privaten und institutionellen Anlegern, die über Finanzinstitutionen (Fondsgesellschaften, Banken, Broker) die Risiken übernehmen, die die Hedger abgeben wollen und in dieser Risikoübernahme eine profitable Anlagemöglichkeit sehen. Diese Anleger verdienen am Auf und Ab der Ölpreise, sind aber nicht an einer tatsächlichen Lieferung der Ware interessiert (häufig als Spekulanten bezeichnet). Sie beziehen im Markt eine Gegenposition zu den Hedgern und hoffen, dass der Markt sich zu ihren Gunsten entwickelt.

Somit lassen sich die Motive für das Handeln der Marktteilnehmer in zwei Kategorien unterteilen: Auf der einen Seite stehen die Hedger, die den Wunsch nach Absicherung ihrer physischen Position haben, auf der anderen Seite stehen die Spekulanten. Der Hedger gibt Risiko ab, das der Spekulant ganz bewusst übernimmt.

Spotmarkt

Spotmärkte dienen dem kurzfristigen Handel mit Rohöl und Mineralölprodukten. Der Spotmarkt hat verschiedene Entwicklungsstufen durchlaufen. Er war ursprünglich nur ein Restmarkt für Raffinerieprodukte, weniger für Rohöl. In den 70er Jahren weitete der Handel sich langsam auch auf Rohöl aus. Bis Ende der 70er Jahre wurden allerdings höchstens 10 % der internationalen Öllieferungen über die Spotmärkte gehandelt. Ende 1982, nach den Veränderungen, die der zweiten Ölpreiskrise folgten, lief bereits mehr als die Hälfte des international gehandelten Rohöls über den Spotmarkt oder wurde zu Preisen verkauft, die vom Spotmarkt bestimmt waren.

Der für Europa und Deutschland relevante Markt ist der Rotterdamer Spotmarkt, ein „virtueller“ Markt – Synonym für kurzfristigen Ölhandel in Nordwesteuropa. Seine Akteure sind über ganz Europa verstreut; Geschäfte werden untereinander mittels moderner Kommunikationsmittel abgeschlossen.

Der Handel mit physischem Öl („wet barrels“)

Direkte Geschäfte zwischen Verkäufern und Käufern

Ein großer Teil des „realen“ internationalen Ölhandels läuft direkt zwischen Lieferant und Abnehmer, ohne dass diese Verträge an eine Börse gelangen. Oft bestehen langjährige, bewährte Lieferbeziehungen zwischen Käufern und Verkäufern. Der Anteil dieser Verträge am Weltölhandel wird auf gut 60 % geschätzt.

Spotgeschäfte

Wer kurzfristig Rohöl oder Mineralölprodukte kaufen oder verkaufen will, nutzt den so genannten „Spotmarkt“. Über Spotmärkte werden knapp 40 % des weltweiten Ölhandels abgewickelt. Der Spotmarkt basiert in Europa vor allem auf dem Angebot und der Nachfrage im Großraum Rotterdam, Antwerpen, Amsterdam, dem Zentrum der europäischen Ölindustrie. Geliefert wird am Spotmarkt in der Regel innerhalb von zwei Wochen. Die Preise für das physische Öl werden durch die Kurse an den internationalen Ölbörsen bestimmt: Der Öfterminkontrakt mit der nächsten Fälligkeit bestimmt den Spotpreis.

Der Nachteil des Spotmarktes ist, dass jeder Akteur den schwankenden Tagespreisen ausgesetzt ist. Das trifft in begrenzterem Umfang auch auf langfristige Lieferverträge zu, die an diese Märkte gekoppelte Preisformeln enthalten. So sind beispielsweise in diesen Verträgen Preisfestlegungen üblich, die sich auf die Notierungen des Energieinformationsdienstes Platt's für

Termingeschäft

Börsliches oder außerbörsliches Geschäft, bei dem die Erfüllung (Preis) zu einem später vereinbartem Zeitpunkt im Voraus festgelegt wurde.

Option

Vertraglich eingeräumtes Recht, eine Ware unter bestimmten Bedingungen zu einem bestimmten Preis zu erwerben oder zu veräußern. Man unterscheidet nach Kauf- und Verkaufsoptionen. Optionen sind selbstständig an der Börse handelbar.

Optionsgeschäft

Besondere Form des Termingeschäfts. Der Käufer einer Option erwirbt das Recht, vom Verkäufer (Stillhalter) innerhalb einer festgesetzten Frist entweder die Lieferung einer bestimmten Leistung (Kaufoption) oder ihre Abnahme (Verkaufsoption) zu einem im Voraus vereinbarten Preis (Basispreis) verlangen zu können. Dafür muss der Käufer eine Prämie (Optionspreis) zahlen. Im Unterschied zu Futures oder anderen Termingeschäften kann die Option ausgeführt werden, sie muss aber nicht.

OTC

Kurz für Over-the-Counter (engl. „über den Ladentisch“); Bezeichnung für den außerbörslichen Handel mit börsennotierten Papieren.

einen bestimmten Zeitraum beziehen, z.B. Durchschnittspreis des Liefermonats. Durch die Bildung eines Durchschnitts über bestimmte Zeiträume werden extreme Schwankungen geglättet. Die Händler erreichen damit insgesamt eine geringere Schwankungsbreite der Preise.

Bei Spotgeschäften und bei Verträgen, die preislich an Spotnotierungen orientiert sind, gibt es daher nur geringe Planungssicherheit. Um die Planungssicherheit zu erhöhen und die Risiken unerwarteter Preisveränderungen zu begrenzen, entstand Anfang der 1980er Jahre der Terminhandel.

Termin- und Optionshandel zur Absicherung von Preisrisiken

Termin- und Optionsgeschäfte werden sowohl von Ölproduzenten und -händlern als auch von Ölverbrauchern genutzt, um sich gegen Preisschwankungen abzusichern.

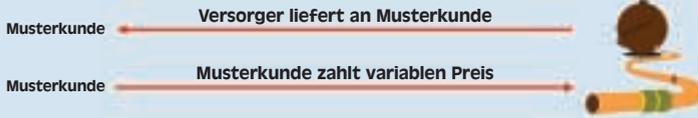
Termingeschäfte

Am Terminmarkt werden Kontrakte abgeschlossen, in denen heute schon die Bedingungen für eine Lieferung in der Zukunft festgelegt werden. Dies sichert die Vertragspartner gegen Preisschwankungen zwischen Vertragsabschluss und -ausführung ab.

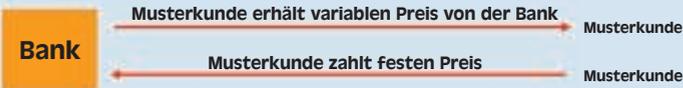
Termingeschäfte werden nahezu ausschließlich im OTC-(over the counter) Handel direkt zwischen zwei Vertragspartnern – einer ist i.d.R. eine Bank – abgeschlossen. Menge, Preis, Liefer-

Das Physische Geschäft

1. Schritt: Das physische Geschäft



2. Schritt: Das finanzielle Geschäft



Optionsprämie/Optionspreis

Die Optionsprämie (Optionspreis) ist der Preis für die Kauf- oder Verkaufsoption, den der Käufer der Option bei Abschluss des Geschäftes zu zahlen hat.

Strike

Dies ist der Preis, zu dem vereinbarungsgemäß eine Option ausgeübt werden kann.

Volatilität

Die Volatilität gibt die Schwankungen von Wertpapierkursen, Zinssätzen und Devisen an. Errechnet wird diese über die Standardabweichung relativer Kursdifferenzen. Unterschieden werden zwei Arten von Volatilität: a) historische Volatilität, die die Schwankungen in der Vergangenheit betrachtet, b) implizite Volatilität, die die erwartete Schwankung in der Zukunft betrachtet.

datum und Laufzeit werden zwischen den Vertragspartnern frei ausgehandelt, das Bonitätsrisiko wird von ihnen getragen. Bei Abschluss eines Termingeschäftes fließt zunächst kein Geld. Die Zahlung wird erst mit der Lieferung der Ware fällig.

Beispiel: *Eine Speditionsfirma mit festen Tarifeinnahmen möchte sich gegen die Gefahr steigender Dieseldieselfkraftstoffkosten im kommenden Winter absichern. Die Spedition kann in Termingeschäften feste Dieselpreise für die kommenden Wintermonate vereinbaren. Die physische Lieferung bleibt von dem ergänzenden Finanzgeschäft unberührt. Mit dem Festpreis hat die Firma Planungssicherheit, verzichtet aber auf die Chance, in einem „untypischen“ Winter von sinkenden Dieselpreisen zu profitieren.*

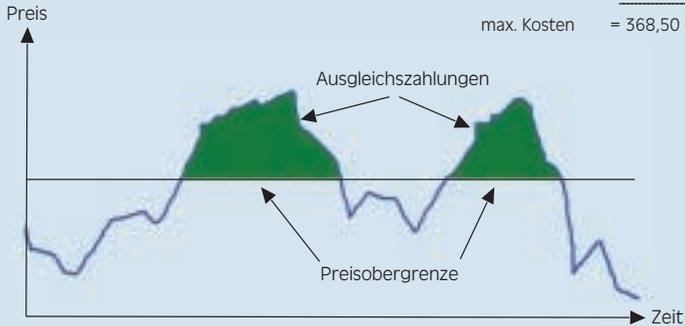
Optionsgeschäfte

Neben der fixen Absicherung durch Termingeschäfte gibt es die Absicherung durch Optionsgeschäfte. Dabei wird gegen Zahlung eines Preises (Optionsprämie) das Recht erworben, zu einem bestimmten Termin eine Ware zu einem bestimmten Preis (Preisobergrenze = Strike) abnehmen zu dürfen (Kaufoption = Call) oder liefern zu dürfen (Verkaufsoption = Put). Die Optionsprämie richtet sich nach der Laufzeit, der erwarteten Volatilität des Marktes und der Höhe des Strikes. Je höher dieser Strike gewählt wird, desto niedriger ist beim Call die Optionsprämie. Beim Put ist es genau umgekehrt.

Im Gegensatz zum Termingeschäft hat der Inhaber der Option also ein Wahlrecht, die Option auszuüben oder sich ander-

Absicherung mit Option

Strike	350 \$/t
Prämie	+ 18,50 \$/t
max. Kosten	= 368,50 \$/t



Call – Kaufoption

Die englische Bezeichnung für „Kaufoption“ ist „Call“. Der Käufer eines Call erwirbt das Recht – aber nicht die Pflicht – während der Laufzeit die angebotenen Papiere oder Waren zu den festgelegten Konditionen zu kaufen. Der Gegensatz dazu ist ein „Put“ bzw. die Verkaufsoption.

Put – Verkaufsoption

Die englische Bezeichnung für „Verkaufsoption“ ist „Put“. Der Käufer eines Put erwirbt das Recht – aber nicht die Pflicht – während der Laufzeit die angebotenen Papiere oder Waren zu den festgelegten Konditionen zu verkaufen. Der Gegensatz dazu ist ein „Call“ bzw. die Kaufoption.

weitig mit der Ware einzudecken oder sie zu liefern. Steigt z.B. bei der Kaufoption (Call) der Marktpreis über den bestimmten Preis hinaus, wird der Käufer die Option ausüben. Anderenfalls lässt er die Option verfallen und deckt sich zu dem günstigeren Preis mit der Ware am Spotmarkt ein. Die Optionsprämie ist allerdings verloren. Hat der Käufer eine Verkaufsoption (Put) erworben, wird er die Option ausüben, wenn der aktuelle Preis unter den Vertragspreis gefallen ist. Ist der Marktpreis höher als der bestimmte Preis, wird er die Option verfallen lassen.

Eine Option wirkt also wie eine Versicherung. Das Risiko ist bei Optionsgeschäften allerdings ungleich verteilt. Während der Käufer einer Option höchstens die Optionsprämie verliert, trägt der Verkäufer das Risiko, dass bei einer Call-Option der Marktpreis deutlich über den festgelegten Preis steigt oder bei einer Put-Option unter diesen fällt, er aber die Ware zum festgelegten Preis verkaufen bzw. kaufen muss. Die Verluste können für den Verkäufer also sehr hoch sein, während sein Gewinn maximal der erhaltenen Prämie entspricht.

Beispiel: Eine Fluggesellschaft möchte sich gegen über ein bestimmtes Niveau hinausgehende Preissteigerungen bei Flugkraftstoffen absichern und gleichzeitig die Möglichkeit behalten, die Kraftstoffe bei günstiger Preisentwicklung preiswert einzukaufen. Sie kauft eine Kaufoption (Call-Option), die ihr das Recht gibt, während einer festgelegten Laufzeit eine bestimmte Menge zu einem bestimmten Preis (Strike) – in unserem Beispiel 350 \$/t - zu kaufen. Für dieses Recht muss sie sofort die so genannte Optionsprämie – hier 18,50 \$/t – zahlen. Die Gesellschaft sichert sich durch das Optionsgeschäft nur gegen einen Preisanstieg ab. Sie behält die Möglichkeit, von

Zero-Cost-Collar



fallenden Preisen zu profitieren, sich also zu günstigeren Preisen am Spotmarkt einzudecken, wenn die Preise für Flugkraftstoff nicht über 350 \$/t steigen. Die gezahlte Optionsprämie ist dann allerdings verloren (wie eine Versicherungsprämie). Bei einem Kauf einer Kaufoption zahlt der Käufer also nie mehr als den vereinbarten Maximalpreis zuzüglich der Prämie (in unserem Beispiel also maximal 368,50 \$/t), während er gleichzeitig von fallenden Preisen profitieren kann.

Kombination von Kauf- (Call-) und Verkaufsoption (Put-Option)

Optionsgeschäfte können auch kombiniert werden. Durch den gleichzeitigen Erwerb einer Kaufoption mit einer Preisobergrenze und den Verkauf einer Verkaufsoption mit einem Mindestpreis wird ein Preiskorridor (Zero-Cost-Collar) verbindlich vereinbart. Mit dem Kauf der Option stellt der Kunde sicher, dass er nicht mehr als den vereinbarten Höchstpreis zahlt. Gleichzeitig verpflichtet er sich, wenigstens den vereinbarten Mindestpreis zu zahlen, selbst wenn die Preise noch darunter fallen. Für den Kauf der Call-Option zahlt er eine Optionsprämie, für den Verkauf der Put-Option erhält er eine Prämie. Der Grundgedanke der Zero-Cost-Collar-Strategie ist, dass man sich die Prämie für den Kauf einer Kaufoption durch den gleichzeitigen Verkauf einer Verkaufsoption finanzieren lässt, letztlich also keinen Kapitaleinsatz hat. Der Erlös aus dem Verkauf der einen Option deckt die Prämienkosten für den Erwerb der anderen Option. Der Collar schützt vor Preissteigerungen über die Obergrenze, man partizipiert aber nicht an günstigen Preisen unterhalb des Bodens.

Terminkontrakt/Future

Ein Terminkontrakt (Future) ist ein Vertrag über eine in der Zukunft liegende Leistung. Börsenterminkontrakte sind im Kontraktvolumen, in der Art und Qualität der Ware oder des Finanzinstruments sowie dem künftigen Erfüllungszeitpunkt standardisiert. Festgelegt sind die Spezifikationen des Kontraktgegenstands, der Preis sowie der Zeitpunkt der Lieferung.

Overbought

Dies bedeutet, dass der Markt überkauft ist, d.h. die Preise sind schnell und stark gestiegen und es ist mit einer Preiskorrektur zu rechnen.

Oversold

Dieser Begriff steht für einen überverkauften Markt, d.h. die Preise sind schnell und stark gefallen, so dass mit einer Preiskorrektur zu rechnen ist.

Beispiel: Der Rohölpreis steht bei 50 \$/b. Ein Unternehmen, das in einigen Monaten Öl kaufen muss, aber nicht das Risiko deutlich steigender Preise eingehen möchte, kauft eine Kaufoption mit dem Basispreis 55 \$/b. Das Unternehmen erwirbt damit das Recht, das Öl bis zum Ende der Laufzeit der Kaufoption zu einem Preis von 55 \$/b zu kaufen, und zahlt für dieses Recht eine Optionsprämie von 2,50 \$. Da das Unternehmen aber gleichzeitig eine Verkaufsoption mit dem Basispreis 45 \$/b verkauft, erhält es eine Prämie in gleicher Höhe, bezahlt also die Kaufoption praktisch durch den Verkauf der Verkaufsoption. Mit der Verkaufsoption räumt das Unternehmen einem anderen Marktteilnehmer das Recht ein, ihm bis zum Ende der Laufzeit der Verkaufsoption das Öl zu 45 \$/b anzudienen. D.h. auch wenn der Ölpreis auf 30 \$/b fällt, muss das Unternehmen das Öl zu 45 \$/b abnehmen. Da das aber aus heutiger Sicht ein vergleichsweise günstiger Preis ist, geht das Unternehmen dieses Risiko ein, da es nun durch die gekaufte Kaufoption sein Risiko durch besonders stark steigende Kurse losgeworden ist. Ergebnis: Das Unternehmen kauft sein Öl zu mindestens 45 \$/b und höchstens 55 \$/b.

Der Handel mit „Papieröl“ („paper barrels“)

Entstehung des Terminkontrakthandels

Die Weiterentwicklung der Termingeschäfte führte zur Entstehung des so genannten „Papiermarktes“ beim Rohöl, des Handels mit Terminkontrakten („Futures“). Die Kontrakte wurden standardisiert, so dass eine hohe Preistransparenz entstand. Ein

	Terminmarkt	Terminkontraktmarkt
Handel/Vertrag	Bilateraler Vertrag, Name des Vertragspartners bekannt, Vertragskonditionen (Menge, Preis, Lieferdatum) frei auszuhandeln	an einer Börse, Name des Vertragspartners unbekannt, standardisierte Kontrakte
Handelsmethode	direkt zwischen den Vertragspartnern	Börsenmakler an der Börse
Lieferung	Lieferung beabsichtigt, im Grunde eine physische Transaktion	nicht zur Lieferung vorgesehen; Finanzinstrument
Hinterlegungs- summe	Keine Hinterlegungs- summe, vollständige Zahlung bei Lieferung	von Börse fest- gelegte Hinterlegungs- summe für jeden Kontrakt; täglich fest- gelegte Sicherheits- leistungen erforderlich zum Ausgleich von Wertveränderungen der Kontrakte
Erfüllungsrisiko	liegt bei den Vertragspartnern	Börsengarantien für Transaktionen

Rohölkontrakt beispielsweise lautet auf 1.000 Barrel, Notierungen erfolgen in US-\$. Zudem wurde der Handel formalisiert, indem man einen ständigen Handelsplatz einrichtete, die Terminkontraktbörse. Es gibt drei etablierte Börsen im Ölgeschäft: die New York Mercantile Exchange (NYMEX), die International Petroleum Exchange (IPE) in London und die Singapore International Monetary Exchange (SIMEX). An der NYMEX allein werden etwa 65 % des weltweiten Handels mit Ölterminkontrakten abgewickelt, an der IPE werden gut 30 % der Futures gehandelt.

Während auf Spotmärkten mit physischem Öl gehandelt wird und Termingeschäfte die tatsächliche Lieferung von Öl vorsehen, ist der Terminkontraktmarkt ein reines Finanzinstrument. Ein Terminkontrakt führt i.d.R. nicht zur physischen Lieferung.

Terminkontrakte als Hedging-Instrument – Die Absicherung physischer Geschäfte

Bei der Ölindustrie stießen die Börsen anfangs auf Skepsis. Besorgt war man über die systembedingte Zulassung von marktfremden Akteuren. Sie verschafften dem Markt jedoch zusätzliche Liquidität. Die neuen Akteure übernahmen die Risiken, die die an der Preisabsicherung ihrer physischen Ware interessierten Hedger abgeben wollten. Ölhändler und -produzenten nutzen zwar auch Terminkontrakte für ihre Sicherungsgeschäfte; doch machen sie nur etwa 10 % der Akteure an den Terminkontraktbörsen aus.

Bearish

Bearish bezeichnet eine Tendenz an den Börsen zu weiterhin fallenden Preisen. Im Gegensatz hierzu steht „bullish“ für steigende Notierungen.

Bullish

Bullish bezeichnet ein deutliches Anzeichen auf weiterhin steigende Kurse an den Börsen. Im Gegensatz dazu steht „bearish“ für fallende Kurse.

Backwardation

Bei „Backwardation“ liegt die gegenwärtige Notierung höher als der Preis für in Zukunft fällig werdende Kontrakte; der umgekehrte Fall wird „Contango“ genannt.

Contango

Bei „Contango“ liegt die gegenwärtige Notierung tiefer als der Preis für in Zukunft fällig werdende Kontrakte. Im umgekehrten Fall nennt man dies „Backwardation“.

Ein **Beispiel** für die Nutzung der Terminkontraktbörse zur Risikominimierung durch einen Ölhändler könnte folgendermaßen aussehen:

Ein Unternehmen besitzt eine Schiffsladung Öl und möchte sich vor der Gefahr eines Preisverfalls schützen. Hierfür kann es an der Börse Terminkontrakte verkaufen. Wenn der Ölpreis fällt, sinkt zwar der Wert der Ladung, aber auch die Futures werden günstiger. So können die Kontrakte günstiger zurückgekauft werden als sie verkauft wurden, und der Gewinn aus dem Futuresgeschäft kompensiert den Wertverlust des physischen Öls. Steigt der Ölpreis, sollte die Werterhöhung der physischen Ware den Verlust aus der Futures-Position decken. Die Ware ist also gegen Preisänderungen gesichert.

Terminkontrakte als Finanzinstrument – Die spekulativen Geschäfte

Für die weitaus größte Zahl der Akteure – rund 90 % – ist der Handel mit Ölterminkontrakten ein finanzielles Betätigungsfeld. Sie haben kein Interesse am Besitz des Öls, sondern versuchen, Preisänderungen vorherzusehen und daraus ihren Nutzen zu ziehen. Diese Teilnehmer bringen dem Markt zusätzliche Liquidität und bilden den Gegenpool zu den Hedgern, indem sie das Risiko übernehmen, das die Hedger loszuwerden versuchen. Die abgeschlossenen Terminkontrakte (die „Papiere“) werden selber zum Handelsgegenstand. Es ist bezeichnend, dass nur 1 bis 3 % der Kontrakte vom ursprünglichen Erwerber bis zur Fälligkeit gehalten werden. Zudem wird an den Börsen ein Vielfaches der tatsächlich physisch vorhandenen Rohöl-

Referenzöle

Es gibt eine Vielzahl unterschiedlicher Rohölsorten, aber nur wenige werden an den Börsen gehandelt. Der Handel konzentriert sich auf bestimmte Sorten, sog. Referenzöle („marker crudes“). Jede bedeutende Förderregion hat ein Referenzöl, z.B. Brent Blend in Europa, West Texas Intermediate (WTI) in Nordamerika, Dubai Fateh für den Persisch-Arabischen Golf. Die Preisbildung aller anderen Rohölsorten erfolgt durch die Festlegung bestimmter Auf- oder Abschläge. Wenige marker crudes bestimmen so den Marktwert von etwa 80 % der weltweit gehandelten Rohölmengen.

Fundamentaldaten

Fundamentaldaten sind Kennziffern z.B. eines Unternehmens oder in diesem Fall des Ölmarktes. Dazu gehören Angebot an Rohöl und aktuelle Fördermengen, Angebot an Fertigprodukten, Nachfrage nach Rohöl und Fertigprodukten, Lagerbestände und Raffinerieproduktion.

mengen gehandelt. Man spricht daher auch von „paper barrels“ im Gegensatz zu den „wet barrels“, denen physische Geschäfte zu Grunde liegen.

Ein Markt für den Handel mit Ölterminkontrakten kann sich nur entwickeln, wenn die erwarteten Preise des Rohöls bei Käufern und Verkäufern differieren. Wie auch die Entwicklung in den Jahren 2003 und 2004 deutlich gezeigt hat, führten die unterschiedlichen Erwartungen über die künftigen Preisentwicklungen des Öls zu einem schnell wachsenden Markt für Ölfutures. Das Volumen des gehandelten Rohöls beträgt inzwischen etwa das Hundertfache der tatsächlichen Ölproduktion. Das bedeutet, dass nur ein kleiner Teil des auf dem Papier gehandelten Öls in der Praxis tatsächlich vorhanden ist. Mit dieser hohen Menge nur auf dem Papier gehandelten Rohöls rückt die Bedeutung der Fundamentaldaten des Ölmarktes, also z.B. Angebot und Nachfrage nach physischem Rohöl, bei der Ölpreisbildung immer mehr in den Hintergrund.

Fundamentale Grundlage der Spekulation

Jede Spekulation hat aber eine fundamentale Basis. Ein spekulatives Engagement in einem Markt – auch im Ölmarkt – entsteht nur, wenn es von fundamentalen Daten gestützt wird.

Mit dem Wirtschaftswachstum in weiten Teilen der Welt einhergehende Steigerung der Nachfrage nach Rohöl und Ölprodukten, Knappheit bei einzelnen Produkten und unterdurchschnittlich niedrige Bestände gehören zu den Fakten, die die Ölpreise 2004 in die Höhe getrieben haben. Gestützt wurde diese Preisbewegung durch die Befürchtung, dass einerseits die

Chartanalyse

Untersuchung und Prognose von Kursentwicklungen; aus Aufzeichnungen und graphischen Darstellungen (Charts) der bisherigen Kursentwicklung, die das Börsenverhalten der Anleger in der Vergangenheit widerspiegeln, werden Prognosen entwickelt.

Unterstützungslinie

Als Unterstützungslinie gilt eine Kursgrenze, die auf Grund von charttechnischen Analysen schwer nach unten zu durchdringen ist.

Widerstandslinie

Als Widerstandslinie gilt eine Kursgrenze, die aufgrund von charttechnischen Analysen schwer nach oben zu durchdringen ist.

verfügbaren Förderkapazitäten nicht ausreichen, die steigende Nachfrage zu decken, andererseits die Raffineriekapazitäten zur Verarbeitung der verfügbaren Rohöle zu den benötigten Produkten begrenzt sind. Angst vor weiteren Terroranschlägen, die unsichere Lage im Nahen Osten – insbesondere im Irak – sowie Unruhen und Streiks oder deren Androhung in wichtigen Förderländern wie Nigeria und Venezuela erhöhten die Furcht vor möglichen Versorgungsstörungen. Hinzu kamen außergewöhnliche Wetterverhältnisse (starke Wirbelstürme) im Golf von Mexiko. Vor diesem Hintergrund nahm das Engagement nichtkommerzieller, also spekulativer, Marktteilnehmer im Ölmarkt zu. Diese Marktteilnehmer verstärken Preisbewegungen und beschleunigen sie, können sie aber ohne fundamentale Grundlage nicht auslösen.

Technische Analyse wichtiges Entscheidungskriterium

Die Akteure, die so genannten Spekulanten, verdienen an den Preisschwankungen, die sie manchmal selbst mit verursachen (z.B. durch erforderliche Glattstellungsgeschäfte, s. S. 51). Bei deren Agieren am Terminkontraktmarkt handelt sich um reine Finanztransaktionen. Wie an allen Börsen sind die Kurse weitgehend durch Psychologie und lediglich zu einem kleinen Teil durch fundamentale Faktoren bestimmt. Die technische Analyse (Chartanalyse) von Entwicklungen bestimmt die Kauf- und Verkaufsentscheidungen. D.h. die Preisbildung findet in kurz-, mittel- und langfristigen Trends statt, orientiert sich an Unterstützungsmarken und Preiswiderständen (wie z.B. der Marke von 50 \$ pro Barrel Rohöl) und beachtet verschiedene Marktindikatoren, die über die Marktverfassung Aufschluss geben

Margins (Sicherheitsleistungen)

Sicherheitsleistung zur Risikoabdeckung bei Eingehen von börsengehandelten Future- und Optionsgeschäften.

Initial Margin

Sicherheitsleistung, die bei der Aufnahme einer Position bzw. eines Terminkontraktes bei einer Clearingstelle zu hinterlegen ist – auch „Erst-Einschuss“ genannt.

Original Margin

Das Original Margin steht für den minimal von der Börse festgelegten Einschuss, der beim Kontrakthandel hinterlegt werden muss. Der Broker kann zur Sicherheit vom Kunden einen höheren Betrag fordern. Entsprechend länger kann er dann warten, einen Nachschuss zu fordern.

Maintenance Margin

Die Maintenance Margin (Erhaltungsmarge) gibt an, welchen Mindestbetrag (Mindesteinschuss) das Margenkonto eines Kunden in Hinblick auf eine offene Terminkontraktposition aufweisen muss.

Margin Account

Ein Margin Account ist das Konto, auf das die Sicherheitssrücklage eingezahlt werden muss.

Margin Call

Der Margin Call ist eine Nachschussforderung, nach entstandenen Buchverlusten auf dem Margin Account, sobald das verbleibende Guthaben unter die vorschriftsmäßige Maintenance Margin gesunken ist.

sollen. Langfristig wird der Preis immer wieder auf sein fundamental gerechtfertigtes Niveau und seine Funktion als Knappheitsindikator zurückgeführt. Aber zwischenzeitlich kann es zu massiven Über- oder Untertreibungen kommen.

Hohe Gewinnchancen und Verlustrisiken

Die Attraktivität dieser Handelsgeschäfte leitet sich auch daraus her, dass es für den einzelnen Marktteilnehmer möglich ist, mit begrenztem Kapitaleinsatz an Preisänderungen des vielfachen physischen Gegenwertes teilzuhaben und – bei richtiger Markteinschätzung – schnell Gewinne zu machen. Da ein Rohölkontrakt eine Menge von 1000 Barrel verkörpert, bedeutet eine Preissteigerung um 10 Cent pro Barrel einen Wertzuwachs eines Terminkontraktes von 100 \$. Bei größeren Preissteigerungen und einer größeren Zahl gehaltener Kontrakte kann es schnell zu hohen Gewinnen kommen. Beispielsweise entspricht eine Preissteigerung um 10 Cent pro Barrel bei 100 gehaltenen Kontrakten einem Gewinn von 10.000 \$. Bei Preisrückgängen sind die Verluste allerdings ebenso groß.

Feste und variable Sicherheitsleistung (Margins)

Da der Kauf eines Rohölkontrakts (Long-Position) gleichbedeutend mit einer Kreditaufnahme ist, erfordert er die Hinterlegung ausreichender Sicherheiten. Doch i.d.R. beträgt die von der Börse geforderte Sicherheitsleistung beim Kauf eines Rohölkontrakts (initial margin) nur etwa 10 % des durch Terminkontrakte bewegten Warenwertes. An der NYMEX lag die

Additional Margin

Hat die Funktion, die möglicherweise bei einer Glattstellung einer Position zusätzlich anfallenden Glattstellungskosten abzudecken.

Variation Margin auch: variable margin

Veränderung der Sicherheitsleistung zum Zweck des Ausgleiches von wertmäßigen Veränderungen einer Position von einem Handelstag auf den anderen. Wird nach der „Mark to Market“-Methode berechnet und dem Kontoinhaber börsentäglich gutgeschrieben bzw. belastet.

Mark to Market-Methode

Prozess der börsentäglichen Bewertung offener Positionen zur Feststellung von Gewinnen und Verlusten auf Grund der Kursentwicklung von Kontrakten.

Glattstellung

Glattstellen ist die Bezeichnung für den Kauf oder Verkauf von Kontrakten durch einen Händler, um ein bestehendes Börsenengagement (Verpflichtung) durch ein Deckungsgeschäft (Gegengeschäft) auszugleichen (auch: abzuwickeln oder zu lösen).

Hedge-Fonds

Hedge-Fonds sind Investmentfonds, die bezüglich ihrer Anlagepolitik keinerlei gesetzlichen oder sonstigen Beschränkungen unterliegen. Sie streben unter Verwendung sämtlicher Anlageformen eine möglichst rasche Vermehrung ihres Kapitals an. Hedge-Fonds bieten die Chance auf eine sehr hohe Rendite, bergen aber auch ein entsprechend hohes Risiko des Kapitalverlusts.

Hinterlegungssumme im Herbst 2004 zwischen 3.500 \$ und 4.725 \$ pro Kontrakt, an der IPE wurde eine Sicherheitsleistung in Höhe von 3.370 \$ gefordert. Hinzu kommt die variable Hinterlegungssumme (variation margin), die jeden Tag auf Basis der veränderten Marktgegebenheiten, also der Gewinne oder Verluste aus den offenen Kontrakten, berechnet wird. Reichen die hinterlegten Sicherheiten eines Händlers nicht mehr aus, zwingt die Börse ihn zur Hinterlegung zusätzlicher Mittel oder zur Glattstellung seiner Kontrakte.

Die Zahl der insgesamt gekauften Terminkontrakte ist immer identisch mit der Zahl der insgesamt verkauften Terminkontrakte. Jedem Käufer steht immer ein Verkäufer mit entgegengesetzter Erwartungshaltung gegenüber.

Erhöhtes Engagement von Hedge-Fonds an den Rohstoffmärkten

Bei der Bewertung von Anlageprodukten orientierten sich Vermögensverwalter und Fondsmanager früher fast immer an einem Maßstab (wie z.B. dem DAX für den Aktienmarkt oder dem REX für den Rentenmarkt). Heute werden sie immer stärker am total return, an den absoluten Ergebnissen, gemessen. Dabei ist es letztlich dem Finanzentscheider freigestellt, in welchen Märkten, in welchen Regionen und in welchem Ausmaß er sich in den verschiedenen Bereichen engagiert. Allerdings wird von ihm erwartet, dass er eine möglichst hohe Rendite erzielt. Gerade bei den immer populärer werdenden Hedge-Fonds hat sich dieser Ansatz in den letzten Jahren zunehmend durchgesetzt.

Long-Position

Kauf eines Futures; Long-Position gewinnt bei steigenden Preisen und verliert bei fallenden Preisen. „Long“ bezeichnet eine Kaufposition, die noch nicht durch eine entgegengesetzte Position glattgestellt worden ist.

Short-Position

Verkauf eines Futures; Short-Position gewinnt bei fallenden Preisen und verliert bei steigenden Preisen. Ein Anleger ist „short“, wenn er eine Position verkauft hat, ohne sie zu besitzen (leerverkauft). Er verkauft also in der Erwartung, seine dann offene Position zu einem niedrigeren Preis zurückkaufen (glattstellen) zu können.

Da diese Fonds also an ihren absoluten Ergebnissen gemessen werden, haben sie sich bei wenig Bewegung in den Aktien-, Anleihe- und Kreditmärkten auf der Suche nach höheren Erträgen den Rohstoffmärkten zugewandt. Diese haben dadurch eine wesentlich größere Bedeutung erhalten. Insbesondere der Ölmarkt schien angesichts steigender Nachfrage und begrenzten Förderkapazitätsreserven bei gleichzeitiger Furcht vor Versorgungsstörungen durch Terroranschläge oder politische Unruhen in wichtigen Förderländern ein attraktives Betätigungsfeld. Ablesbar ist das am hohen Handelsvolumen, das Optionen und Futures an den Ölterminbörsen in London und New York seit Ende 2003 erreicht haben. Vor allem im Sommer 2004 war das Engagement von Hedge-Fonds angesichts der schwachen Wachstumsimpulse der Aktienmärkte ungewöhnlich hoch.

Hohe Zahl offener Positionen zeigen erhebliche Erwartungsunterschiede

Einen Anhaltspunkt für die starke spekulative Aktivität bietet die Statistik der NYMEX. Dort müssen sich Händler, die Waren-Terminkontrakte handeln, als „kommerzielle“ oder „nicht-kommerzielle“ Marktteilnehmer registrieren lassen – also deutlich machen, ob sie die Ware tatsächlich physisch handeln wollen oder nicht. Daten der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) zeigen, dass die reinen Finanzhändler – wie Hedge-Fonds oder Investmentbanken – gegen Ende 2003 ihre Aktivitäten im Ölterminkontrakthandel verstärkten. Insbesondere die Long-Positionen nahmen in Erwartung steigender Ölpreise deutlich zu. Während im Gesamtmarkt die Anzahl von Long-

Offene Position / open contract

Eine offene Position ist ein gekaufter oder verkaufter Kontrakt, für den noch kein Gegenkontrakt geschlossen ist, d.h. die Position ist noch nicht durch ein Gegengeschäft abgedeckt.

Open interest

Die Summe aller an der Terminbörse noch offen stehenden und nicht durch ein Gegengeschäft glattgestellten Kauf- und Verkaufspositionen eines Future-Kontraktes oder einer Optionsserie.

Das Open Interest (OI) gibt Aufschluss über die Liquidität eines Kontraktes. Je höher die Zahl des OI, desto liquider ist ein entsprechender Markt.

und Short-Positionen stets ausgeglichen ist, kann sich innerhalb der Gruppe nicht-kommerzieller Marktteilnehmer ein Überhang von Long-Positionen (Spekulation auf steigende Preise) zu Short-Positionen (Spekulation auf fallende Preise) ergeben.

Offene Positionen (open interest) bei Rohölfutures erhöhten sich in den ersten acht Monaten 2004 um über 25 %. Eine offene Position von z.B. 10 Kontrakten entsteht, wenn an der Börse 10 Kontrakte von einem Marktteilnehmer ge- und von einem anderen Marktteilnehmer verkauft werden und es sich bei beiden Geschäften nicht um Glattstellungsgeschäfte, sondern neue Positionen handelt. Dieses stark gestiegene Open Interest macht deutlich, dass es im Ölterminmarkt erhebliche Erwartungsunterschiede hinsichtlich der zukünftigen Preisentwicklung gibt und dass das Instrument Ölterminkontrakt insgesamt in den Fokus gerückt ist und verstärkt von Marktteilnehmern genutzt wird, die bisher nur auf Aktien und Rentenpapiere ausgerichtet waren. Dabei stand in der Gruppe nicht-kommerzieller Marktteilnehmer einer zunehmenden Zahl an Long-Positionen ein rückläufiger Anteil an Short-Positionen gegenüber.

Short-Squeeze

Spekulanten verstärken mit ihren Aktivitäten Preisbewegungen am Markt: In Phasen stark steigender Kurse kommt es bei vielen Marktteilnehmern mit Short-Positionen zu großen Schief lagen durch immer weiter wachsende Verluste. Das Wachsen der Verluste erreicht häufig einen Punkt, an dem der Kontrakt teuer mit hohem Verlust zurückgekauft wird oder werden muss (Glattstellung), weil die hinterlegten Sicherheiten nicht mehr

Clearing

Zentrale Verrechnung von Forderungen und Verbindlichkeiten mit dem Ergebnis, dass nur die sich zu Gunsten oder zu Lasten eines jeden Teilnehmers ergebenden Salden gutgeschrieben bzw. belastet werden.

Clearing House

Das Clearing House (Clearingstelle) ist als Institution mit der entsprechenden Terminbörse verbunden. Kontrakte werden hier abgerechnet und erfüllt. Das Clearing House tritt in jedem Geschäft zwischen Käufer und Verkäufer als Vertragspartner auf, übernimmt so das Bonitätsrisiko und garantiert für die Abwicklung und Erfüllung der Kontrakte.

Das Clearing House führt für jeden Kunden ein Konto (Margin Account), auf das bei Kauf bzw. Verkauf eines Kontraktes eine Einschussleistung (Initial Margin) zu erbringen ist. Diese Initial Margin wird bei Glattstellung des Kontraktes vollständig rückerstattet.

ausreichen und die Bank nicht bereit ist, weitere Kredite zu gewähren. Letztlich handelt es sich dabei wieder um Käufe, die die Nachfrage im Markt erhöhen. Eine derartige Situation nennt man auch Short-Squeeze. Dadurch steigen die Preise immer weiter; es bildet sich häufig eine spekulative Blase. Erst wenn der Aufwärtstrend nachhaltig gebrochen ist, kann sich der Markt wieder auf die fundamentalen Faktoren zurückbewegen. Dieses kann sich über einen längeren Zeitraum hinziehen und u.U. dann wiederum zu einer Untertreibung führen.

Vom Papiermarkt zum physischen Markt

Wenn auch der Terminkontraktmarkt ein reiner Finanzmarkt ist, bestimmt er dennoch die Preise für das physisch gehandelte Öl. Wetten auf die ferne und sehr ferne Zukunft wirken sich daher auf die Preise am Spotmarkt aus. Der Terminkontrakt mit der nächsten Fälligkeit setzt den aktuellen Ölpreis für physische Lieferung. Erwartungen über die zukünftige Entwicklung, Ängste vor möglichen Versorgungsstörungen – die Psychologie der Börsen – beeinflussen die Preisbildung. Selbst in Zeiten ausreichender Rohölversorgung kann dies – wie z.B. 2004 beobachtet – zu steigenden Rohölpreisen führen.

Quellenangaben:

Hans E. Büschgen, Das kleine Börsen-Lexikon, 22. überarb. Aufl., Düsseldorf 2001

Enno Harks, Der hohe Ölpreis: Anzeichen einer neuen Ölkrise?, in: Stiftung Wissenschaft und Politik (Hg.), SWP-Aktuell 49, November 2004

Ingo Hensing, Terminmärkte als Form internationalen Rohstoffhandels - dargestellt am Beispiel von Mineralöl und Erdgas, Diss. Oldenburg 1994, in: Umwelt- und Ressourcenökonomik, Bd. 3, hrsg. von Wolfgang Pfaffenberger/Wolfgang Ströbele, Münster/Hamburg 1994

ders., Risikomanagement und kurzfristige Preisbildung im Ölbereich, in: Zeitschrift für Energiewirtschaft (ZfE), Nr. 4/1992, S. 61-70

Daniel Yergin, Der Preis. Die Jagd nach Öl, Geld und Macht, Frankfurt/M. 1991

Bank for International Settlements (Hg.), BIS Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments, insbes. September 2004

BP Statistical Review of World Energy, London 2004

International Energy Agency (IEA) (Hg.), World Energy Outlook 2004, Paris 2004

New York Mercantile Exchange (Hg.), Introduction to Options, New York 1995

dies. (Hg.), Options Strategies, New York 1995

dies., (Hg.), A Guide to Energy Hedging, New York 1996

Shell Briefing Service 2/1994: Der internationale Handel mit Rohöl und Mineralölprodukten, Hamburg 1994

Websites:

Erdölbevorratungsverband e.V. (EBV): <http://www.ebv-oil.de>

International Energy Agency (IEA): <http://www.iea.org>

International Petroleum Exchange (IPE), London:
<http://www.theipe.com>

New York Mercantile Exchange (NYMEX):
http://www.nymex.com/jsp/markets/lSCO_pre_agree.jsp

U.S. Department of Energy, Energy Information Administration:
http://www.eia.doe.gov/pub/oil_gas/petroleum/analysis_publications/oil_market_basics/default.htm



In Vorbereitung:

- ◆ Kraftstoffe der Zukunft
- ◆ Preisbildung im deutschen Mineralölmarkt

Herausgeber:

Mineralölwirtschaftsverband e. V.

Steindamm 55, 20099 Hamburg

Tel.: (0 40)2 48 49-0

Fax: (0 40)2 48 49-253

Internet: www.mwv.de

Gesamtherstellung:

Saphir Druck + Verlag, 38551 Ribbesbüttel

Stand Dezember 2004