

Und sie sind doch sinnvoll

An Futurekontrakte für Milchprodukte wollen weder Molkereien noch Landwirte richtig ran. Dass sie sich trotzdem zur Preisabsicherung eignen, zeigen Sascha Weber und Martin Bohl.

Die Märkte für Milch und Milchprodukte folgen neuen Spielregeln. Im Zuge der EU-Marktliberalisierungen haben die Preise bisher unbekannte Höhen und Tiefen erreicht (Grafik 1). Insbesondere die Preistäler der Jahre 2010, 2013 und 2016 stellten die Marktakteure vor große Herausforderungen. So wurde mit 22,46 Ct pro Kilogramm Milch im Juni 2016 die Schmerzgrenze vieler Milchproduzenten überschritten.

Ausgeprägte Preistiefs stellen viele Milchviehbetriebe vor eine Zerreißprobe.

Bisher konnten sich die Marktakteure auf die Unterstützung durch die Politik verlassen. Doch es mehren sich die Anzeichen, dass diese Fürsorge in Zukunft keine Selbstverständlichkeit mehr sein wird. Vielmehr fordert die Politik, dass der Sektor selbst Lösungen findet, um sich an die neuen Spielregeln des Marktes anzupassen. Dazu gehört neben strukturellen Maßnahmen in Milchviehbetrieben und Milch verarbeitenden Unternehmen auch eine intensive Auseinandersetzung mit dem Thema Risikomanagement. Das ist zwar kein neues Thema, da die Akteure des Milchsektors bereits in der Vergangenheit mit zahlreichen Risiken, wie beispielsweise Wetterkapriolen, Tierseuchen und Embargos leben mussten und sich erfolgreich an diese angepasst haben. Doch das Marktrisiko in Form einer deutlich gestiegenen Volatilität der Preise ist neu. Hierfür sind noch nicht alle Betriebe in der Erzeugung und Verarbeitung ausreichend gerüstet.

Im Zusammenhang mit Risikomanagement fällt als Stichwort oft der Warenterminmarkt, da mit seiner Hilfe Unternehmen, Milcherzeuger, Verarbeiter und Händler dem Marktpreisrisiko begegnen können. Für andere Agrarprodukte, beispielsweise Weizen oder Raps, funktioniert dies bereits. Aber wird der Warenterminmarkt für Milch und Milchprodukte überhaupt benötigt? Möglicherweise lassen sich die Preise und deren Entwicklung vorhersagen.

Das periodisch wiederkehrende Preismuster für Milch und Milchprodukte der letzten Jahre kann zur Vermutung verleiten, die Preise ließen sich prognostizieren.

Gegen das Marktrisiko in Form gesteigerter Preisvolatilität sind noch nicht alle Erzeuger und Verarbeiter ausreichend gerüstet.



Foto: Wiernans

Nach dieser Vorstellung müssten die Perioden steigender und fallender Milchpreise sowie deren Wendepunkte treffsicher vorhersagbar sein. Doch die Prognostizierbarkeit zukünftiger Milchpreise setzt einen ineffizienten Milchmarkt voraus. Nach der ökonomischen Definition eines ineffizienten Marktes sind im aktuellen Milchpreis nicht alle verfügbaren und relevanten Informationen enthalten. Damit existieren Informationen, die zu einer stichhaltigen Prognose genutzt werden können. Wenn zukünftige Milchpreise mit ausreichend hoher Genauigkeit vorhergesagt werden können, sind Preisrisiken begrenzt und die zukünftige Preisentwicklung weitgehend bekannt. Eine Preisabsicherung an der Warenterminbörse wäre damit nicht mehr erforderlich.

Die zyklischen Bewegungen der Milchpreise basieren jedoch überwiegend auf der Entwicklung von Fundamentalfaktoren. Dazu gehören internationale Angebots- und Nachfrageverschiebungen, das Wetter, Preisentwicklungen von Futtermitteln und Rohöl sowie politische Krisen (z.B. Russlandembargo). Die kurze Aufzählung nur einiger Fundamentalfaktoren verdeutlicht, dass eine stichhaltige Preisprognose nicht möglich ist, da entweder die zur Prognose notwendigen Informationen nicht vorliegen oder die Datenqualität eine Prognose behindern. Es besteht damit eine grundlegende Unsicherheit über die zukünftige Preisentwicklung, sodass der Milchmarkt einem Preisrisiko ausgesetzt ist. Diesem müssen sich die Akteure stellen und angemessen darauf reagieren.

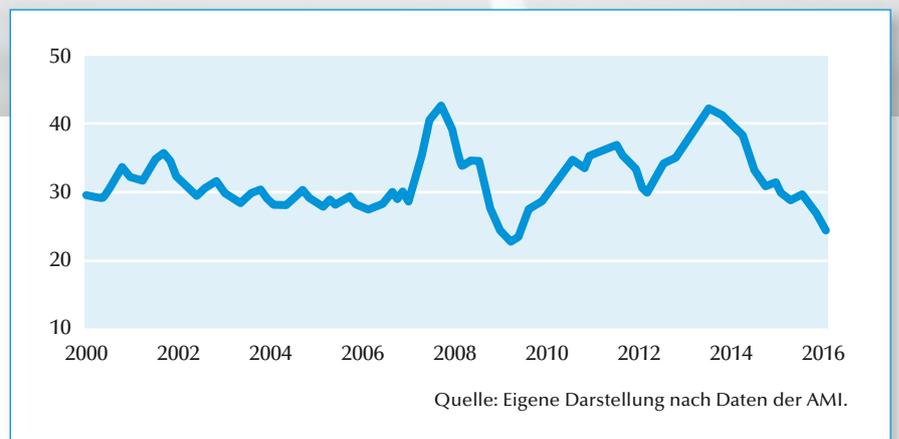
Derzeit wird geprüft, ob ein Flüssigmilchkontrakt eingeführt wird.

Eingang wurde bereits der Warenterminmarkt als eine Möglichkeit des Preisrisikomanagements erwähnt. Der Warenterminmarkt für Milchprodukte blickt in Deutschland auf eine kurze Historie zurück. Erst seit dem 31. Mai 2010 können Futurekontrakte für Butter und Magermilchpulver gehandelt werden. Im September 2012 folgte mit dem Molkenpulverkontrakt eine weitere Möglichkeit zur Preisabsicherung. Ein Kontrakt für Flüssigmilch existiert an der Leipziger European



Foto: Mardre – fotolia.com

Grafik 1: Deutsche Erzeugerpreise für Vollmilch (€ je 100 kg)



Energy Exchange (EEX) derzeit nicht, vor allem weil keine geeigneten Kassamarktpreise verfügbar sind. Insbesondere für die Landwirte bedeutet dies, dass sie Flüssigmilch indirekt über eine Kombination von Butter- und Magermilchpulverfuturekontrakten absichern müssen. Ein Verhältnis von einem Butterkontrakt und zwei Magermilchpulverkontrakten entsprechen etwa 105 556 kg Flüssigmilch (s. dazu auch DLG-Mitteilungen 6/16 und 4/15). Die Betreiber der Warenterminbörse prüfen aber derzeit die Einführung eines solchen Kontraktes.

Gerade in den Anfangsjahren war die Handelsaktivität überschaubar. Mit der Zeit wurden jedoch mehr und mehr Transaktionen durchgeführt, sodass das Handelsvolumen und die Anzahl offener Kontrakte gestiegen sind (Übersicht, S. 71). Der Butter- und der Magermilchpulverfuturekontrakt besitzen volumenmäßig die

größte Bedeutung, während der Molkenpulverkontrakt abfällt.

Aufgrund der kurzen Existenz und der geringen Handelsaktivitäten kann nicht von etablierten Futuremärkten gesprochen werden. Dies wirft die Frage auf, ob die Milchproduktfutures an der EEX die ihnen angedachte Aufgabe überhaupt erfüllen und ein Instrument des Risikomanagements sein können? Ökonomen unterscheiden zur Beantwortung dieser Frage zwischen der Funktion der Preisführerschaft und der Absicherungseffektivität.

- **Funktion der Preisführerschaft:** Liefern Futurepreise zuverlässige und vorauslaufende Informationen über die zugrunde liegenden Kassamärkte? Damit die Preisführerschaft erfüllt ist, müssen die Preise des Kassa- und des Futuremarktes einen langfristig stabilen Zusammenhang aufweisen, sodass beide Preisreihen tendenziell die gleiche Entwicklung nehmen. Dabei dürfen jedoch kurzfristig Abweichungen von Kassa- und Futurepreisen



Foto: Wiernans

Ein Flüssigmilchkontrakt könnte Erzeugern den Einstieg erleichtern.

aufzutreten. Werden solche Abweichungen im Zeitablauf korrigiert, besteht in längerfristiger Perspektive ein Gleichlauf der Preise in beiden Marktsegmenten.

- **Absicherungseffektivität:** Können Futures als Möglichkeit des privaten Risikomanagements und damit der Existenzsicherung genutzt werden? Damit Futurekontrakte auch bei ausgeprägten Preisschwankungen ihre Absicherungsfunktion erfüllen, sollten Preisbewegungen der Milchproduktkassapreise und der Futurepreise annähernd gleiche Größenordnungen besitzen. Im besten Fall verlaufen beide Preise exakt parallel. Damit ist die Basis konstant und es besteht kein Basisrisiko. Wenn beide Preisreihen keinen Zusammenhang aufweisen, kann ein Fu-

turekontrakt nicht zur Absicherung von Kassageschäften genutzt werden.

Sind beide Bedingungen erfüllt, ist ein Futuremarkt als Instrument des privaten Risikomanagements sinnvoll einsetzbar. Ob dies für die relativ jungen Milchproduktfutures der EEX der Fall ist, wurde erstmalig in einem Forschungsprojekt der Universität Münster in Zusammenarbeit mit dem Thünen-Institut untersucht.

Umfang spekulativer Aktivitäten. Spekulationsaktivitäten spielen für das Funktionieren von Futuremärkten eine wichtige Rolle, da Absicherungsgeschäften Kontraktpartner gegenüberstehen müssen. Spekulation schafft Liquidität, sodass Kontrakte zeitnah und zu niedrigen Kosten abgewickelt werden können. Spekulanten übernehmen bei Futuretransaktionen Risiken und werden dafür mit einer Risikoprä-

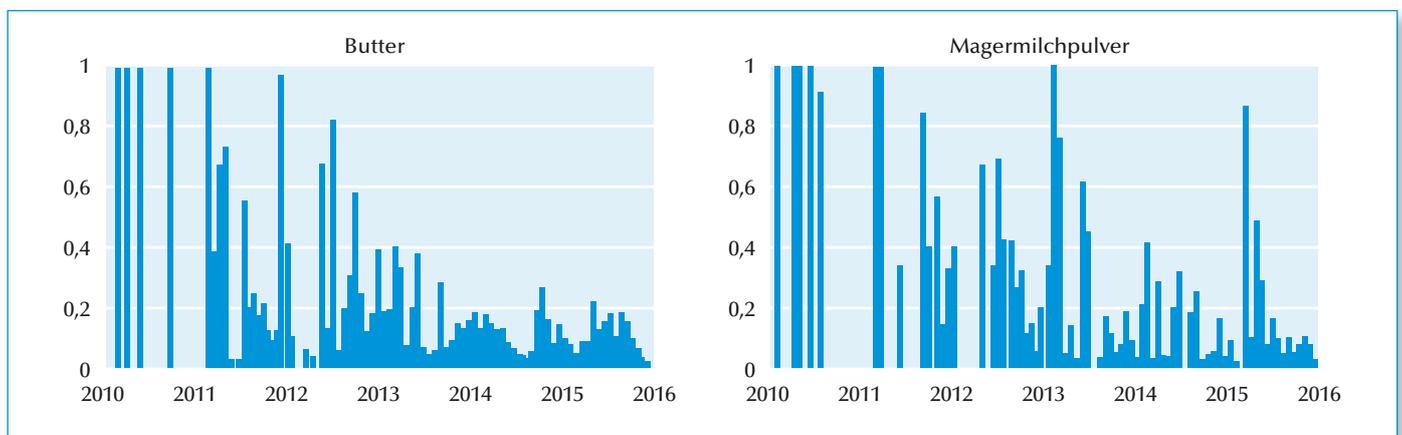
mie entschädigt. Ohne Spekulanten kann ein Futuremarkt nicht funktionieren.

Als problematisch erweist sich neben der kurzen Existenz der Milchproduktfutures die geringe Spekulationsaktivität, die anhand des Verhältnisses von Handelsvolumen und Anzahl der offenen Kontrakte, dem sogenannten Spekulationsverhältnis, messbar ist (Grafik 2). Das gehäufte Auftreten von Werten nahe null – vor allem kurz nach der Einführung der Futurekontrakte – verdeutlicht die Problematik zum Handelsvolumen. Erst mit der Zeit nimmt die Handelsaktivität zu. Im Durchschnitt liegt das Spekulationsverhältnis für Butter bei 0,10 und für Magermilchpulver bei 0,20. Die in der Literatur ermittelten Werte für liquide Märkte liegen meist deutlich höher.

Trotz der zunehmenden Akzeptanz – vor allem des Butter- und Magermilchpulverkontraktes – ist die Liquidität der Futuremarktsegmente niedrig. Das ist mit einem Henne-Ei-Problem vergleichbar: Potentielle Marktteilnehmer handeln nicht auf dem Futuremarkt aufgrund der niedrigen Liquidität, und die Liquidität steigt nicht aufgrund mangelnder Handelsaktivität. Es ist wünschenswert, dass finanzielle Investoren in weitaus größerem Umfang am Marktgeschehen teilnehmen und Marktteilnehmern mit Absicherungsmotiv als Kontraktpartner zur Verfügung stehen.

Der davon ausgehende Anstieg der Liquidität der Futuremarktsegmente kommt ihrer Funktionsfähigkeit zugute. Die EEX sollte Anreize für Finanzinvestoren schaffen, die beispielsweise an der Gebührenstruktur ansetzen könnten. Maßnahmen

Grafik 2: Spekulationsverhältnis bei Butter und Magermilchpulver (2010 – 2016)



Das Spekulationsverhältnis beschreibt das Verhältnis von Handelsvolumen und der Anzahl offener Kontrakte. Spekulanten beeinflussen vor allem das Handelsvolumen, da ihre kurzfristigen Aktivitäten binnen eines Tages abgeschlossen werden.

Demgegenüber erstrecken sich die Halteperioden der Absicherer über einen längeren Zeitraum und beeinflussen die Anzahl offener Kontrakte. Das heißt: Je höher das Spekulationsverhältnis ist, desto umfangreicher sind die Spekulationsaktivitäten.

Durchschnittliche wöchentliche offene Kontrakte und Handelsvolumen

Futurekontrakt	Liquiditätsmaß	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Butter	offene Kontrakte	2	69	87	262	623	480	1 228
	Handelsvolumen	0	10	13	36	65	45	136
Magermilchpulver	offene Kontrakte	3	2	25	59	247	427	2 213
	Handelsvolumen	1	0	4	8	25	61	139
Molkenpulver	offene Kontrakte	–	–	9	19	89	91	1
	Handelsvolumen	–	–	1	2	12	6	0

Quelle: Eigene Darstellung nach Daten der AMI.

zur Erhöhung der Spekulationsaktivitäten sollten von einer Kampagne flankiert werden, welche der negativen öffentlichen Einstellung gegenüber Spekulanten entgegenwirkt. Die Kampagne sollte einen aufklärenden, aber medienwirksamen Charakter besitzen.

Die gute Nachricht ist, dass die EEX Milchproduktfutures trotz ihres jungen Alters und der anfänglich geringen Aktivität an der Börse ihren elementaren Funktionen gerecht werden:

- Die Preiserkennung findet primär im Futuremarkt statt. Neue, marktrelevante Informationen werden zuerst vom Futuremarkt verarbeitet und dann zeitverzögert an den Kassamarkt weitergegeben. Dadurch unterstützen die Futuremärkte den Preisbildungsprozess der Kassamärkte und damit die Qualität sowie die Aussagekraft der Informationen, die vom Kassamarkt ausgeht. Futurepreise sind somit als Beurteilungsgrundlage für unternehmerische Entscheidungen nutzbar.
- Außerdem zeichnen sich die Milchproduktfutures durch eine hohe Absicherungseffektivität aus und sind damit ein geeignetes Instrument zur Absicherung von Preisrisiken. Die Eignung resultiert aus einem engen Zusammenhang zwischen Future- und Kassapreisen sowie deren Veränderung, welche die Grundlage für Absicherungsgeschäfte darstellen.

Schlussfolgerungen für die Praxis. Wer auf den sich wandelnden Milchmarkt mit seinen neuen Spielregeln bestehen will, muss sich mit volatilen Milchpreisen und dem damit verbundenen Risiko für den eigenen Betrieb und dessen Existenz auseinandersetzen. Der Staat kann bei Marktkrisen nicht auf Dauer helfend eingreifen. Dies führt zu mehr Nachteilen als Vorteilen. Die Aufgabe des Staates ist es letztendlich, für einen funktionierenden Markt

zu sorgen. Er muss die Rahmenbedingungen so definieren, dass die Akteure den Marktanforderungen gerecht werden und wirtschaftlich handeln können. Für den Milchmarkt sind diese Rahmenbedingungen gesetzt. Das Preisrisiko des Marktes ist eine rein privatwirtschaftliche Herausforderung. Die aktuellen Probleme des Milchmarktes sind eher die Folge gewachsener Strukturen und deren Konservierung im Rahmen der EU-Milchmarktpolitik. Diese Strukturen sind noch nicht dafür ausgelegt, schnell und flexibel auf heutige Marktänderungen zu reagieren.

Nun sind Erzeuger, Verarbeiter und Händler gefordert, gemeinsam das Beste daraus zu machen. Das derzeitige Angebot an Milchproduktfutures spricht direkt zwar eher die Milchverarbeiter an, doch auch Erzeuger können direkt oder indirekt über ihren Verarbeiter oder einen Broker an der Börse aktiv werden. Aktuell prüft die EEX die Einführung eines Rohmilchfuturekontraktes. Ein solcher könnte den Einstieg von Milcherzeugern in die Funktionsweise von Warenterminbörsen erleichtern.

Nur ein Missverständnis über Agrarbörsen muss ausgeräumt werden: An einer Warenterminbörse geht es für Absicherer nicht darum, einen zusätzlichen Gewinn zu erzielen. Der Nutzen der Preisabsicherung liegt in der besseren Planbarkeit der eigenen Liquidität durch einen festgelegten künftigen Preis und in einer Minimierung des Verlustes bei sinkenden Marktpreisen. Wie groß die Minimierung des Preisrisikos ausfällt, hängt von jedem Einzelnen selbst ab.

Unter dem Strich gilt aber: Es gibt keine Ausreden mehr – Milchpreise müssen und können abgesichert werden.

*Dr. Sascha Weber, Thünen-Institut,
Braunschweig, Prof. Dr. Martin Bohl,
Universität Münster*