



ANTWORTEN AUF FRAGEN ZU NAHRUNGSMITTELSPEKULATION BZW. ANLAGEN IN AGRARROHSTOFFEN

1 DEFINITION DER ABGRENZUNG ZWISCHEN «ERWÜNSCHTEN» UND «UNERWÜNSCHTEN» FINANZINTERMEDIÄREN BZW. ZWISCHEN KOM- MERZIELLEN UND FINANZIELLEN SPEKULANTEN

Wie lassen sich in der Realität Termingeschäfte zur Preisabsicherung von jenen der reinen Spekulation trennen? Im Prinzip kann man immer feststellen, ob ein konkretes Börsengeschäft mit einem konkreten Risiko im physischen Markt zusammenhängt. Bei einem Weizenhändler wäre das eine konkrete Menge Weizen. Die USA verlangen, dass ein Händler ein Formular ausfüllt, um ein konkretes Geschäft als Absicherungsgeschäft gelten zu lassen. Um diese Einordnung verbindlicher zu gestalten, könnten Aufsichtsbehörden eine solche Selbsterklärung prüfen. Akteure, die angeben, aus einem realen Absicherungsinteresse zu handeln und daher Ausnahmen in Anspruch nehmen wollen, könnten dabei verpflichtet werden, entsprechende reale Geschäfte nachzuweisen. Eine Herausforderung besteht darin, jene Akteure zu regulieren, bei denen sich reale und spekulative Geschäfte mischen, z.B. riesige Rohstoffhändler/innen wie Glencore oder Cargill, die schon heute den Agrarhandel dominieren und gleichzeitig immer mehr zu Finanzspekulanten mutieren. Daher reicht es nicht aus, nur die einzelnen Händler/innen in Kategorien einzuordnen, sondern es müssen die konkreten Geschäfte, die ein Akteur tätigt, berücksichtigt werden¹.

Eine entsprechende Definition liegt auch einer der Empfehlungen zugrunde, die der UN-Sonderberichterstatter für das Recht auf Nahrung, Olivier De Schutter, in seiner Briefing Note «Food Commodities Speculation and Food Price Crises» auf S. 8 abgibt: «3. Access to commodities futures markets should be restricted as far as possible to qualified and knowledgeable investors and traders who are genuinely concerned about the underlying agricultural commodities. A significant contributory cause of the price spike was speculation by institutional investors who did not have any expertise or interest in agricultural commodities, and who invested in commodities index funds because other financial markets had dried up, or in order to hedge speculative bets made on those markets.»²

2 QUANTITATIVES VERHÄLTNIS DIESER AKTEURE (BZW. IHRER VO- LUMINA AN FUTURES) VOR UND NACH DER DEREGULIERUNG; ENT- WICKLUNG DIESER VERHÄLTNISSES SEIT DER DEREGULIERUNG

Mit der Finanzialisierung des Rohstoffmarktes wurden die FinanzspekulantInnen zur dominierenden Händlergruppe auf diesem Markt. Beim Chicagoer Weizenfuture sank der Anteil physischer Absicherer («Hedger») von 88 Prozent im Jahr 1996 auf 35 Prozent im Jahr 2008³. Schätzungen gehen davon aus, dass zwischen 2003 und 2011 fast 400 Mrd. US-Dollar in Index-Fonds geflossen sind⁴. Etwa ein Viertel davon entfällt auf Agrarrohstoffe. Das Verhältnis von

¹ Weed, Oxfam Deutschland (2012). Fragen und Antworten zum Thema Nahrungsmittelspekulation.

² Olivier De Schutter, United Nations Special Rapporteur on the Right to Food (2010). [Food Commodities Speculation and Food Price Crises](#). Briefing Note 02.

³ Weed (2012): Was hat Weizen mit Spekulation zu tun? www.weed.org

⁴ Weed, Oxfam Deutschland (2012). Fragen und Antworten zum Thema Nahrungsmittelspekulation.

US-Weizenfutures zur physischen US-Weizenproduktion stieg dagegen vom 11-fachen im Jahr 2002 auf das 73-fache im Jahr 2011⁵.

3 ERKLÄRUNG, WARUM DIE INDEXFONDS DIE VOLATILITÄT EHER VERSTÄRKEN ALS VERMINDERN

Indexfonds gehen oft große langfristige Futurespositionen ein. Das heißt jedoch nicht, dass sie langfristige Anleger wären. Denn Futures sind per se keine langfristige Anlage, da sie stets nach einer bestimmten Zeit auslaufen. Fonds müssen deshalb ihre Positionen ständig erneuern («rollen»). Dieses Rollen beeinflusst jedoch die Preise, was in verschiedenen Studien genau analysiert und statistisch belegt wurde⁶. Seit der Dominanz der Indexfonds an den Märkten herrscht eine sogenannte Contango-Lage vor, bei der später fällige Futures zu höheren Kursen gehandelt werden als früher fällige. Diese häufige Contango-Lage spricht dafür, dass Finanzinvestoren zu höheren Preisen beitragen, die nicht auf Fundamentaldaten basieren. Denn Indexfonds wetten meist auf steigende Preise. Ihre Werten werden so – zumindest teilweise – zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung⁷.

Die konventionelle marktoptimistische Sicht erwartet, dass spekulatives Verhalten die Preise stabilisiert (also die Volatilität begrenzt). Jedoch zeigte Nicholas Kaldor⁸ schon 1939, dass dieses Argument nur plausibel ist unter der Annahme, dass die spekulativ getätigten Geschäfte lediglich einen kleinen Teil des Gesamthandels ausmachen – was heute nicht mehr der Fall ist.

Falls diese Geschäfte jedoch einen Grossteil des Gesamthandels ausmachen, sei es für Spekulanten weniger wichtig, sich mit der Voraussage des Einflusses der fundamentalen Faktoren zu beschäftigen als mit der Voraussage der Psychologie der anderen Spekulanten – damit sei die Korrektur von Marktungleichgewichten durch die Spekulation nicht mehr unbedingt als gegeben anzunehmen.

Der Einfluss der Spekulation auf die Oszillation der Preise sei mithin keine feste Grösse, sondern abhängig von bestimmten Bedingungen. Kaldor folgerte, dass spekulatives Verhalten die Preise kurzfristig und bei Ausschlägen der Fundamentalpreise in kleinerer Bandbreite eher destabilisiert. Hingegen könnte sich die Spekulation langfristig und bei starken Veränderungen der Fundamentalpreise tatsächlich eher dämpfend auswirken.⁹

Heute wird oft argumentiert, dass «irrationales» Verhalten für eine Verstärkung der Preisschwankungen verantwortlich sein kann. So können Informationsasymmetrien und nachfolgendes Herdenverhalten zu selbstverstärkenden Über- oder Unterbewertungen beitragen und damit zu steigender Volatilität der Preise führen.¹⁰

Eine ähnliche Hypothese besagt: Auch wenn substantielle Veränderungen in den Fundamentaldaten für sich genommen nicht schwankungsverstärkend sind, so bereitet das dadurch steigende Preisniveau doch den Boden für ein verstärktes spekulatives Engagement. Eine entstehende Panik angesichts weiter steigender Preise könnte dann dazu führen, dass private Händler, Regierungen, aber auch Hilfsorganisationen hektische Kaufentscheidungen treffen bzw. Massnahmen zur Einschränkung des internationalen Handels ergreifen.¹¹ Eine solche Begründung würde auch Raum geben für einen Einfluss der Indexspekulation auf die Volatilität der Preise.

⁵ Brot für alle und Fastenopfer (2013). Preisexplosion wegen Nahrungsmittelspekulation. EinBlick.

⁶ Better Markets (2011): Commodity Index Traders and the Boom/Bust Cycle in Commodities Prices, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1945570.

⁷ vgl. Mou (2010): Limits to Arbitrage and Commodity Index Investment: Front-Running the Goldman Roll. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1716841.

⁸ Kaldor, N., Speculation and Economic Stability, The Review of Economic Studies, Vol. 7, No. 1 (Oct., 1939), S. 1–27, Stable URL: <http://www.jstor.org/stable/2967593>, hier: S. 1.

⁹ Kaldor, N., a. a. O., 1939, S. 10.

¹⁰ Weiner, R. J., Sheep in Wolves Clothing? Speculators and Price Volatility in Petroleum Futures, Quarterly Review of Economics and Finance, 42, 2002, S. 391-400.

¹¹ von Braun, J. und G. Tadesse, Global Food Price Volatility and Spikes: An Overview of Costs, Causes, and Solutions, ZEF-Discussion Papers on Development Policy No. 161, Universität Bonn: Zentrum für Entwicklungsfor-schung, Januar 2012, S. 5

Bezüglich der Indexspekulation kommen Tang und Xiong mit einem innovativen methodischen Ansatz zu einem Ergebnis, das einen relevanten Einfluss des Indexinvestments auf die Preisvolatilität vermuten lässt.¹² Sie unterscheiden zwei Perioden: eine «indexinvestment-freie» Zeit vor 2004 und eine durch Indexinvestment möglicherweise beeinflusste Zeit ab 2004. Ihr Ergebnis besagt, stark vereinfacht ausgedrückt: Von dem gesamten zusätzlich zur indexlosen Zeit vor 2004 auftretenden relativen Zuwachs an Volatilität über alle zwei Dutzend Nicht-Energie Rohstoffe hinweg geht im Krisenjahr 2008 etwa zwei Drittel auf das Konjunkturkonto (also die wirtschaftlichen Besonderheiten des betreffenden Jahres) und ein Drittel auf das Konto des Indexinvestments. In dem ruhigen Jahr 2010 gehen fast neun Zehntel auf das Konjunkturkonto und nur noch ein Zehntel auf das Konto des Indexinvestments.

Die Aussage, dass Indexfonds eine preisstabilisierende Wirkung haben, weil sie Futures bei Preisanstiegen verkaufen, ist nicht völlig falsch, weil die Fonds tatsächlich immer wieder ihr Portfolio anpassen und dann die im Preis stark gestiegenen Futures wirklich verkaufen müssen. Aber es geht hier nur um eine Fixierung der *relativen* Anteile der verschiedenen Rohstoffe. Das heisst, die Anpassung erfolgt nur, wenn tatsächlich nur *ein* Rohstoff einen Anstieg hat. Wenn aber *alle* Rohstoffe *zugleich* steigen, bleibt das Verhältnis gleich, also gibt es auch keine Anpassung. Genau das passierte 2007/08 und 2010/11 in den besonders kritischen Phasen. Der dämpfende Mechanismus wirkt also gerade da nicht, wo er in der Tat am nötigsten wäre.

Ausserdem tragen Fonds, die ihr Portfolio nur jährlich anpassen, eine Blase durchaus lange mit. Es dürfte sogar Fonds geben, die ohne diese Anpassungstechnik arbeiten und quasi einfach die Zahl der Verträge festlegen, nicht deren Wert.

Ausserdem bleibt die Frage, was mit den Wirkungen auf die Märkte ist, wo die Verträge zugekauft und abgestossen werden, weil angepasst werden muss. Wenn z.B. ein Anstieg der Weizenpreise dazu führt, dass der Fonds automatisch mehr Mais kaufen muss, dürften die Fonds zu einer stärkeren Verknüpfung der Preise beitragen (die ja auch in einigen Studien, z.B. der UNCTAD, klar zu sehen ist).¹³

Als Ergebnis kann festgehalten werden: Einfache empirische Untersuchungen können keinen Einfluss der exzessiven Spekulation auf die Preisvolatilität feststellen, methodisch ausgefeiltere Untersuchungen legen jedoch einen Einfluss nahe. Indirekte Belege zeigen (trotz gegenteiliger Intuition), dass auch die Indexspekulation einen nicht unbedeutenden Einfluss auf die Volatilität der Preise an den Rohstoffterminmärkten haben kann – und zwar insbesondere dann, wenn es ohnehin zu besonderen Turbulenzen und einem hohen Preisanstieg kommt. Den gegenwärtigen Stand des Wissens fasst wohl am besten die Weltbank zusammen: es sei *sehr wahrscheinlich*, dass indexorientierte Investitionen die Preisvariabilität beeinflussen.¹⁴ Zweifelsfrei besteht aber weiterer Forschungsbedarf.¹⁵

4 AUSLÄNDISCHE BANKEN, DIE AUS DEM GESCHÄFT MIT AGRARROHSTOFFEN AUSGESTIEGEN SIND: HABEN SIE NUR REINE AGRARFONDS EINGESTELLT? VERKAUFEN SIE DRITTPRODUKTE, DIE SICH – MINDESTENS TEILWEISE – AUF AGRARGÜTER BEZIEHEN?

Bei den französischen Banken verhält es sich gemäss unseren Abklärungen tatsächlich so, dass sie nur Produkte, die gänzlich auf Nahrungsmittel investieren, geschlossen haben (ähnlich wie bei der Credit Suisse).

Es gibt jedoch deutsche Banken, die auch gemischte Fonds angepasst und nicht nur reine Agrarfonds geschlossen haben. Beim Fonds «ComStage ETF CB Commodity EW Index TR» der Commerzbank wurde die Landwirtschaft ausgenommen, entsprechend heisst der Fonds nun «ComStage Commerzbank Commodity ex-Agriculture UCITS ETF».

Auch der Deka Commodities Fonds war ein gemischter Fonds, wie die Bank in ihrem Brief an Foodwatch mitgeteilt hat: «Wir haben uns vor diesem Hintergrund entschlossen, in Deka-Commodities zukünftig auf die Abbildung der

¹² Tang Ke und Xiong Wei, Index Investment and Financialization of Commodities, Financial Analysts Journal, Vol. 68, 2012, No. 6, S. 54–74

¹³ Auskünfte von Markus Henn, Weed (2014)

¹⁴ «While it is unlikely that these investments affect long-term price trends, they have most likely affected price variability.» The World Bank, Global Economic Prospects, Commodity Markets Outlook, Volume 2, July 2013, S. 18.

¹⁵ Die Abschnitte dieses Kapitels sind ausser dem ersten und dem zweitletzten Abschnitt entnommen aus: Bass Hans-Heinrich, Finanzspekulation und Nahrungsmittelpreise: Anmerkungen zum Stand der Forschung, 2013, S. 44 - 49

Preisentwicklung von Grundnahrungsmitteln, wie zum Beispiel Weizen, Soja oder Vieh, zu verzichten. Der Fonds wird derzeit entsprechend umgebaut.»

Allerdings vertreiben sowohl die Commerzbank wie die Deka Bank weiterhin fremde Fonds, die Agrarrohstoffe und Nahrungsmittel enthalten, wie der entsprechenden [Seite](#) in www.comdirect.com bzw. dieser [Seite](#) in <http://boersenpunkt.sskm.de> entnommen werden kann. Einerseits relativiert dieser Sachverhalt die Tragweite der Entscheide, keine eigenen Produkte mit Agraranteilen mehr anzubieten; andererseits sind diese Entscheide trotzdem, was die bankeigenen Produkte anbetrifft, klar und eindeutig und entsprechend zu würdigen.