

Der Handel mit Agrarrohstoffen: Fluch oder Segen?

dossierpolitik

18. März 2013

Nummer 4

Nahrungsmittelspekulation Seit der Hausse der Nahrungsmittelpreise im Jahr 2008 fordern viele Stimmen eine Eindämmung der Spekulation. Denn die Preise für Getreide, Reis oder Fleisch seien durch spekulative Absichten beeinflusst und in die Höhe getrieben worden. Die empirische Evidenz für diese These ist allerdings äusserst dünn. Weit gesicherter ist, dass das physische Angebot nach wie vor massgeblich die Preise bestimmt. Und wie in jedem anderen Markt bestimmen auch Nachfragefaktoren (Nachfrage nach Bioethanol, Erhöhung des Fleischkonsums oder grössere Nachfrage nach Bioprodukten) den Preis. Selbst für die gängige Hypothese, dass die Spekulation die Volatilität der Spotmärkte erhöht, gibt es keine gesicherten Hinweise. Die überwiegende Mehrheit der wissenschaftlichen Untersuchungen stützt im Gegenteil die These, dass die Finanzmarktsspekulation die Funktionsweise der Agrarrohstoffmärkte verbessert hat.

Position economiessuisse

- ▶ Die einschlägigen Untersuchungen sprechen gegen eine Einschränkung des Handels mit Agrarrohstoffen.
- ▶ Die Schweiz soll sich in der WTO stark dafür einsetzen, dass Exportbeschränkungen und -zölle aufgehoben werden. Denn je grösser die Menge an gehandelten Agrarrohstoffen ist, desto weniger können einzelne Marktteilnehmer die Preise beeinflussen.
- ▶ Es wäre falsch, politisch in einen funktionierenden Markt einzugreifen. Dies kann unbeabsichtigte Nebenwirkungen haben, indem beispielsweise die Volatilität erhöht und nicht gesenkt wird.

Einleitung: Spekulation als Sündenbock?

► Nahrungsmittelpreise sind in den vergangenen Jahren stark gestiegen und grossen Schwankungen ausgesetzt.

Die Entwicklung der Nahrungsmittelpreise steht seit einigen Jahren im besonderen Fokus der Medien und der internationalen Politik. Jüngst bereitete der Food and Agriculture Organization (FAO) die anhaltende Dürreperiode im Mittleren Westen der USA und in Indien grössere Sorgen. Nicht nur die ansteigenden Preise sind dabei ein Problem, sondern auch die starken Preisschwankungen, die zu vermehrter Unsicherheit bei Investitionen führen, werden kritisch diskutiert.

Auch wenn gegenwärtig «Spekulant» und ihre Geschäfte nicht direkt am Pranger stehen, ist es wohl nur eine Frage der Zeit, bis sie wieder in den unmittelbaren politischen und medialen Fokus geraten. Nicht wenige machen sie und damit die internationalen Finanzmärkte direkt für den Hunger in der Welt verantwortlich.¹ Tatsächlich sind seit den 2000er-Jahren verstärkt Hedge Funds, Index Funds² und Finanzinstitute an den Agrarbörsen aktiv. Beispielsweise beträgt der Anteil der Weizenkontrakte an der Chicagoer Börse, der nur zu Spekulationszwecken gehalten wird, heute rund 80 Prozent. Noch Ende der 1990er-Jahre waren es lediglich 20 Prozent. Gerade die Bedeutung von Index Funds ist in den letzten Jahren stark gestiegen.³ Zwischen 2003 und 2008 haben sich ihre Investitionen im Agrarsektor von 13 Milliarden auf rund 317 Milliarden Dollar erhöht.⁴

► Gleichzeitig hat die Spekulation an den Agrarrohstoffmärkten stark zugenommen. Dies allein beweist allerdings noch keinen Zusammenhang.

Es ist vor allem die Tatsache, dass in derselben Zeitperiode starke Preisänderungen sichtbar wurden, die einer Erklärung bedarf.⁵ Das zeitgleiche Auftreten von Spekulationshandel und hohen Preisen scheint für viele ein Beweis zu sein, dass vor allem diese Geschäfte die Agrarpreise in ungeahnte Höhen treiben und die Volatilitäten – also die Preisschwankungen – stark beeinflussen. Entsprechend werden Forderungen laut, Agrarmärkte und insbesondere die elektronischen Börsen stärker zu regulieren bzw. spezifische Geschäfte teilweise zu verbieten. Doch besteht dieser Zusammenhang tatsächlich? So schnell sich gewisse Politiker und Medien über die Ursachen von Preisentwicklungen und die entsprechenden politischen Konsequenzen einig sein mögen, so unvollständig und wenig stichhaltig ist die empirische Evidenz. Kein Zweifel: Das Markttreiben hat in den letzten Jahren auf dem Agrarsektor massiv zugenommen. Deshalb zu unterstellen, gestiegene Preise und starke Volatilität seien direkte Folgen dieser Entwicklung, ist allerdings wenig sorgfältig.

¹ So bezeichnet Jean Ziegler im «Tagesspiegel» Banken und Hedgefonds, die an den Rohstoffbörsen mit Agrarrohstoffen spekulieren, gar als «Massenmörder». Vgl. Interview: Harald Schumann, Norbert Thomma: «Ich bin so radikal, weil ich die Opfer kenne», «Tagesspiegel», 7. Januar 2013.

² Index Funds sind Fonds, die die Bewegungen von Indizes bestimmter Märkte replizieren. Im Rohstoffsektor halten diese Fonds eine festgelegte Anzahl von Rohstoffen, die unterschiedlich gewichtet sind. Beim Kauf oder Verkauf von Anteilen ist nur entscheidend, den Index möglichst gut zu repräsentieren. Die Fundamentaldaten werden dabei meist ausser Acht gelassen. Auch wenn die Agrarrohstoffe oft nicht den dominierenden Anteil in diesen Anlageinstrumenten ausmachen, können Index Funds auf verschiedene Weise einen Preisdruck auf den Agrarmärkten bewirken. Denn wenn der Preis eines nicht Agrarrohstoffes steigt, beispielsweise Öl, so müssen Agrarprodukte dazugekauft werden, damit die Gewichtung der einzelnen Anteile wieder stimmt. Dies verstärkt den bestehenden Zusammenhang zwischen verschiedenen Anlageklassen.

³ «The Economist», 2011, The charge-sheet against commodity speculators is flimsy, 11. November 2011.

⁴ Mark Tran, 2011, What's pushing up food prices?, «The Guardian», 22. Juni 2011.

⁵ Bowley, Graham und William Neuman, 2011, Companies Hedge Bets at a Cost to Consumers, «New York Times», 5. Mai 2011.

Die langfristige Entwicklung der Agrarrohstoffpreise

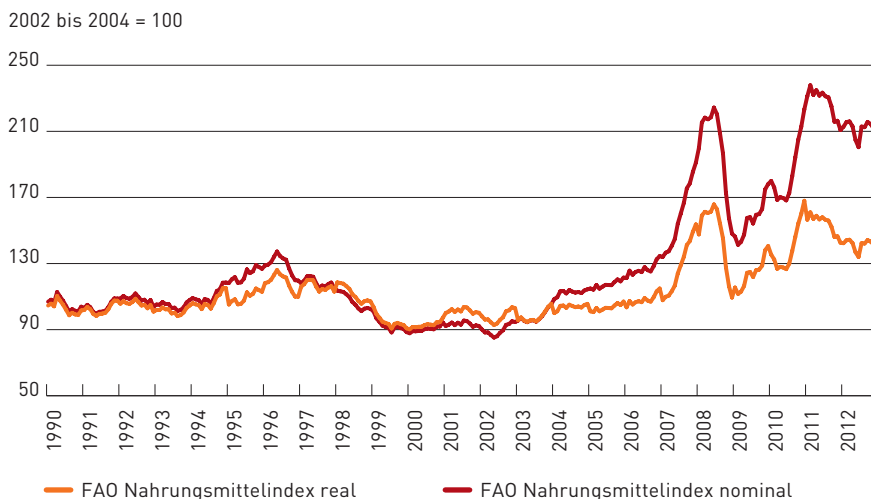
► Ob die gegenwärtige Preisentwicklung als aussergewöhnlich bezeichnet werden kann, hängt stark vom betrachteten Zeitraum ab.

Beginnen wir mit einer grundsätzlichen Frage: Sind die Agrarpreise und die Volatilitäten auf den Agrarmärkten tatsächlich historisch angestiegen? Auch wenn sich viele schnell der Antwort «Ja» gewiss sein mögen, so stimmt das in dieser Absolutheit nicht. Entscheidend ist die betrachtete Zeitperiode. Interessanterweise präsentieren Befürworter dieser Hypothese gerne Daten der jüngeren Zeit; meist mit Beginn um 1990. Und tatsächlich: Der Anstieg der Nahrungsmittelpreise im Jahr 2008 erscheint in diesem Kontext aussergewöhnlich zu sein. Real lässt sich bis Anfang des 21. Jahrhunderts keine Zunahme der aggregierten Preise erkennen, und von 2002 bis 2006 sieht man nur einen leichten Anstieg.⁶ Doch dann explodieren die Nahrungsmittelpreise förmlich, mit Höchstständen in den Jahren 2008 und 2011.

Grafik 1

► Verkürzter Blick: Analysiert man nur die vergangenen zwei Jahrzehnte, erscheint der Preisanstieg von 2008 als extrem.

Preisentwicklung der Nahrungsmittel, 1990 bis 2012



Quelle: UN Food and Agriculture Organization (FAO).

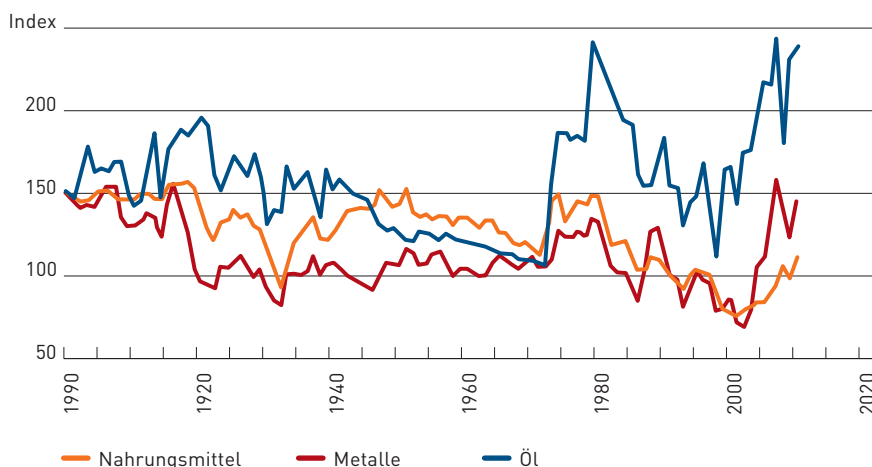
Ein Beweis? Nein. Denn geht man zeitlich weiter zurück, relativiert sich die Situation. Grafik 2 auf Seite 3 präsentiert die Landwirtschaftspreise seit dem Jahr 1900 (hier im Vergleich zu Erdöl und Metallen). Während der Ölpreis heutzutage in der Tat als historisch hoch bezeichnet werden kann, trifft dies auf Agrargüter nicht zu. Im Gegenteil: Historisch gesehen sind Agrarrohstoffe heute wesentlich günstiger als noch vor 100 Jahren; sie haben sich in den letzten 110 Jahren etwa halbiert.

⁶ Diese Entwicklung kann damit begründet werden, dass ab Mitte bis Ende der 1990er-Jahre die elektronischen Börsen professionalisiert und mit innovativen derivativen Produkten ergänzt wurden; dies wurde in den folgenden Jahren sichtbar. Zudem wurden in den 2000er-Jahren bestimmte Regulierungen an der Chicago Mercantile Exchange aufgehoben, unter anderem die Handelsbeschränkungen nicht kommerzieller Marktteilnehmer. Nicht kommerzielle Marktteilnehmer sind jene Händler, die nicht für den eigenen Bedarf, sondern nur aus Spekulationsgründen investieren.

Grafik 2

► Die Langfristperspektive zeigt, dass Nahrungsmittel heute wesentlich günstiger sind als beispielsweise um 1980.

Preisentwicklung der Nahrungsmittel im Vergleich zu Erdöl und Metallen, 1900 bis 2011



Quellen: Bloomberg/Cashin and McDermott (2002)/Global Financial Data/Grilli and Yang (1988)/IMF/RBA/Thomson Reuters.

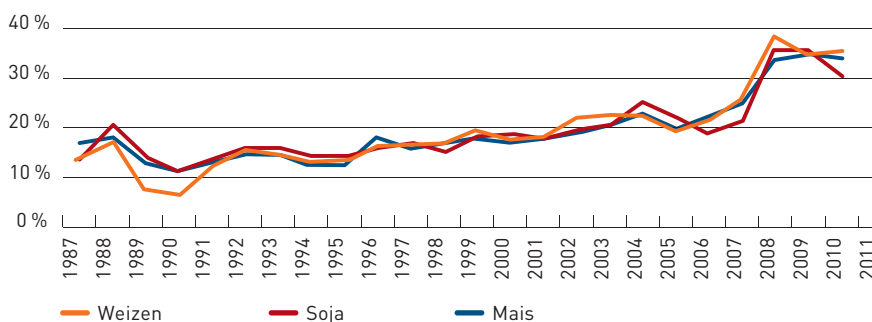
Volatilität der Nahrungsmittelpreise ist nicht aussergewöhnlich

Ein ähnliches Bild ergibt sich bei der Frage, ob die Preisschwankungen von Agrargütern heutzutage Höchststände erleben. Zur Untermauerung dieser These werden meist ebenfalls nur die letzten 20 bis 30 Jahre herangezogen. Grafik 3 zeigt die Volatilitäten⁷ ausgewählter Agrarprodukte seit 1985. Und tatsächlich erkennt man – nach einer Phase des moderaten Anstiegs – eine Akzentuierung ab 2007.

Grafik 3

► Seit den 1990er-Jahren haben die Preisschwankungen stetig zugenommen.

Implizite Volatilität ausgewählter Agrargüter, 1987 bis 2010



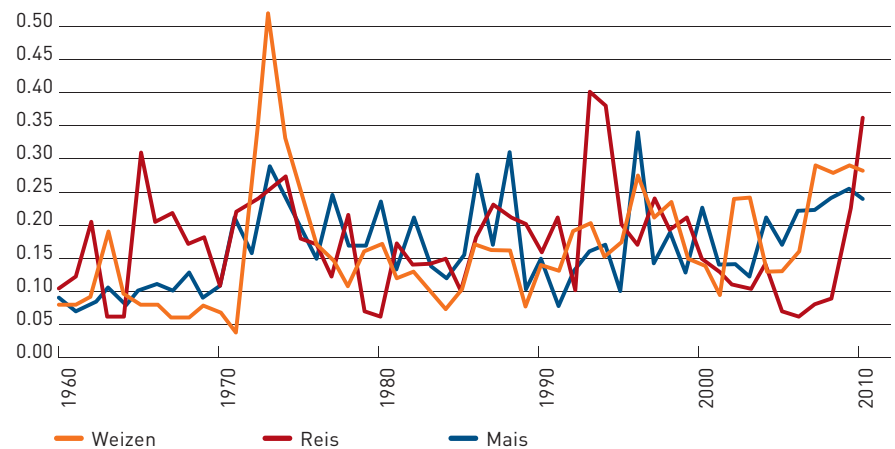
Quelle: FAO (2010).

In den letzten fünf Jahren sind die Schwankungen der Preise um 50 bis 100 Prozent grösser geworden. Doch wie ist diese Entwicklung zu werten? Ein differenzierteres Bild erhält man auch hier, wenn der Zeithorizont erweitert wird. Grafik 4 auf Seite 4 verfolgt den Verlauf zurück bis zum Jahr 1960; sie zeigt die Volatilitäten für Weizen, Mais und Reis. Weizen erfuhr die grössten Kursschwankungen zu Beginn der 1970er-Jahre; die Volatilität war in dieser Zeit rund doppelt so hoch wie heute. Beim Reis sind die Höchstwerte Mitte der 1960er- und der 1990er-Jahre sowie heute zu finden. Hohe Ausschläge beim Mais gab es ebenfalls in den 1970er-Jahren, Ende der 1980er- und Mitte der 1990er-Jahre.

⁷ Eine implizite Volatilität wird anhand derivativer Preise bestimmt. Sind verschiedene Faktoren wie Preis, Laufzeit, Kurs des Basiswertes und Zinsen bekannt, lassen sich die Preisschwankungen daraus «rückwärts» oder implizit berechnen.

Grafik 4

► Der Blick zurück bis 1960 relativiert die aktuellen Preisschwankungen – sie sind keineswegs aussergewöhnlich.

Volatilität ausgewählter Agrargüter, 1960 bis 2010

Quellen: OECD, FAO.

► Frühere Preisschwankungen können nicht durch Spekulation ausgelöst worden sein, ihre Bedeutung war damals viel zu gering.

Auch hier ist zu sehen: Bei allen drei Nahrungsmitteln sind die Preisschwankungen heute tiefer als in früheren Zeiten.⁸ Es lässt sich also festhalten, dass sowohl die Preisanstiege wie auch die Preisbewegungen der letzten Jahre im historischen Vergleich nicht so aussergewöhnlich sind, wie sie in einem engeren Zeithorizont erscheinen mögen. Interessant ist auch die Erkenntnis, dass die grossen Preisveränderungen vor 20 Jahren offensichtlich nicht durch deregulierte Terminmärkte und spekulative Finanzgeschäfte verursacht worden sind, da diese damals eine wesentlich geringere Bedeutung hatten als heute.

Was ist ein Termingeschäft?

Unter einem Termingeschäft wird der Kauf, Tausch oder Verkauf eines Gutes zu einem späteren Zeitpunkt verstanden. Dabei werden die Konditionen des Geschäfts wie der Preis oder die Menge bereits bei Vertragsabschluss fixiert. Bei einem sogenannten Fixgeschäft (z. B. ein klassischer Terminkontrakt) ist die Erfüllung sowohl für den Käufer wie auch den Verkäufer zwingend. Bei einem Prämiengeschäft kann gegen Zahlung einer Prämie das Recht auf Rücktritt erkaufte werden. Schliesslich geben Optionsgeschäfte (meist) einer Partei die Möglichkeit, zu einem späteren Zeitpunkt ein Geschäft zu nutzen oder verfallen zu lassen. Kauft eine Person zu einem späteren Zeitpunkt ein bestimmtes Gut zu einem festgesetzten Preis und ist der Preis des Gutes bei Ausübung höher als der vertraglich vereinbarte, so macht dieser einen Gewinn. Umgekehrt muss die Person mehr bezahlen als das Gut bei Ausübung tatsächlich kostet. Im Gegensatz zum Termingeschäft steht das Spot- oder Kassageschäft, bei dem das Gut bereits heute gekauft oder verkauft wird. Grundsätzlich scheinen Terminmärkte eher einen beruhigenden Einfluss auf die Spotmärkte auszuüben. Schwieriger ist die Frage, ob eine erhöhte Aktivität auf den Terminmärkten zu erhöhter Aktivität auf den Spotmärkten führt. Auch hier ist sich die Wissenschaft uneins.

⁸ Um die Volatilität oder andere Streuungsmasse zu berechnen, misst man meist die Abweichungen der Preise zu einem Durchschnittspreis. Je nachdem, welches Zeitintervall man nimmt, ist dieser Durchschnitt anders. Man kann also eine Volatilität für ein Jahr, einen Monat oder einen Tag berechnen – immer resultieren andere Werte und Entwicklungen. Entsprechend sind Trends bei Streuungsmassen stets mit einer gewissen Vorsicht zu geniessen, da es verschiedene Wege gibt, diese zu berechnen.

Zahlreiche Einflüsse auf Angebot und Nachfrage

► Die Erfahrung lehrt, dass starke Preisbewegungen auf dem Agrarrohstoffmarkt nichts Aussergewöhnliches sind.

► Eine Verknappung des Angebots, etwa durch Wetterereignisse oder den Klimawandel, beeinflusst die Nahrungsmittelpreise sehr direkt.

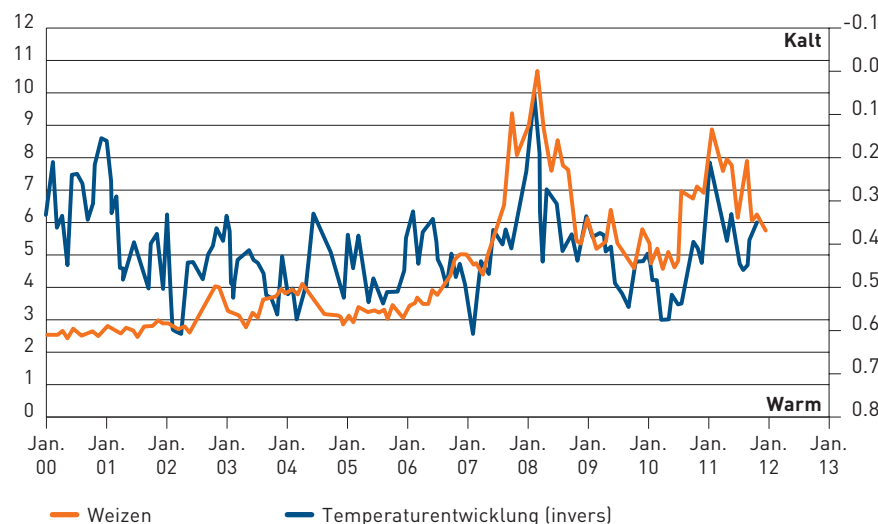
Eine wichtige Schlussfolgerung der vorangehenden Überlegungen ist, dass starke Preisbewegungen offenbar eine grundlegende Eigenschaft von Agrarrohstoffmärkten sind. Verwunderlich ist das nicht: Trotz zunehmendem Handel auf den Terminbörsen bleibt laut den meisten Experten das quantitative Angebot an Agrargütern immer noch der dominierende preisbestimmende Faktor. Selbstverständlich ist dieses Angebot primär durch den Boden bestimmt, der nicht einfach erweiterbar ist. Wesentlich hängt das Angebot aber auch vom Wetter, dem Klima und den Lagermöglichkeiten ab, die dem Marktgeschehen eine zufallsgesteuerte Komponente geben. Gerade die neuen Klimaphänomene wie «El Niño», die sich teilweise über die ganze Erde erstrecken, verändern die regionalen meteorologischen Verhältnisse und schlagen damit direkt auf die Agrarpreise durch.⁹

Es gibt mittlerweile unzählige Studien, die den Zusammenhang zwischen Klimawandel und Preisveränderung aufzeigen. So gehen Prognostiker beispielsweise davon aus, dass der Ertragsanstieg bei Weizen und bei Mais aufgrund der Erderwärmung langfristig um drei bis fünf Prozent geringer ausfallen wird.¹⁰ In Ländern wie Russland, der Türkei, China, Brasilien oder Mexiko hat der Klimawandel bereits seit 30 Jahren einen Einfluss. Für die Forscher sind diese Klimaveränderungen denn auch ein essenzieller Treiber steigender Agrarpreise; jährlich geht es dabei um zweistellige Milliardenbeträge. Wenn die Resultate wichtiger Institute wie der Food and Agriculture Organization oder von Oxfam stimmen, so werden bis 2025 rund zwei Drittel der verfügbaren Ackerflächen unbrauchbar. Konkret würde dies Preisanstiege von zusätzlich 50 bis 90 Prozent bedeuten.

Grafik 5

► Starke Temperaturschwankungen der letzten Jahre spiegeln sich deutlich in der Entwicklung des Preises für Weizen.

Temperaturentwicklung und Weizenpreise



Quelle: Goldseiten.de; Der Einfluss des Klimas auf die Rohstoffpreisentwicklung. Verfasst von Robert Rethfeld am 20. Dezember 2011.

⁹ Tanner, Eliane, 2011, Economic & Strategy Research, Agrarrohstoffe – Der Appetit bleibt gross, Bank Sarasin; Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, 2011, Schlaglichter der Wirtschaftspolitik, Monatsbericht Juli 2011, 1. Juli 2011. Vgl. auch DB Research 2011, Steigende Lebensmittelpreise – strukturell oder temporär?, 28. März 2011; Lobell, David, Wolfram Schlenker and Justin Costa-Roberts, 2011, Climate Trends and Global Crop Production Since 1980, Science, doi:10.1126/science.1204531.

¹⁰ Lobell, David, Wolfram Schlenker and Justin Costa-Roberts, 2011, Climate Trends and Global Crop Production Since 1980, Science, doi:10.1126/science.1204531.

Doch das Klima ist nicht allein verantwortlich für die Preisentwicklung. Seit jeher wird das Nahrungsmittelangebot auch durch die politischen Entwicklungen mitbestimmt.¹¹ Der Bürgerkrieg in der Elfenbeinküste, die seit Langem andauernden Konflikte in Sri Lanka oder Bangladesch haben zum Beispiel die dortige Agrarproduktion kurzfristig komplett zum Erliegen gebracht. In jüngerer Zeit sind auch immer wieder unilaterale Exportverbote – wie etwa kürzlich von Russland ausgesprochen – oder Handelsbarrieren im Agrarbereich für grosse Preisveränderungen einzelner Agrargüter verantwortlich.

► Das Wachstum der Weltbevölkerung und der steigende Wohlstand in Schwellenländern beeinflussen die Nachfrage nach Nahrungsmitteln.

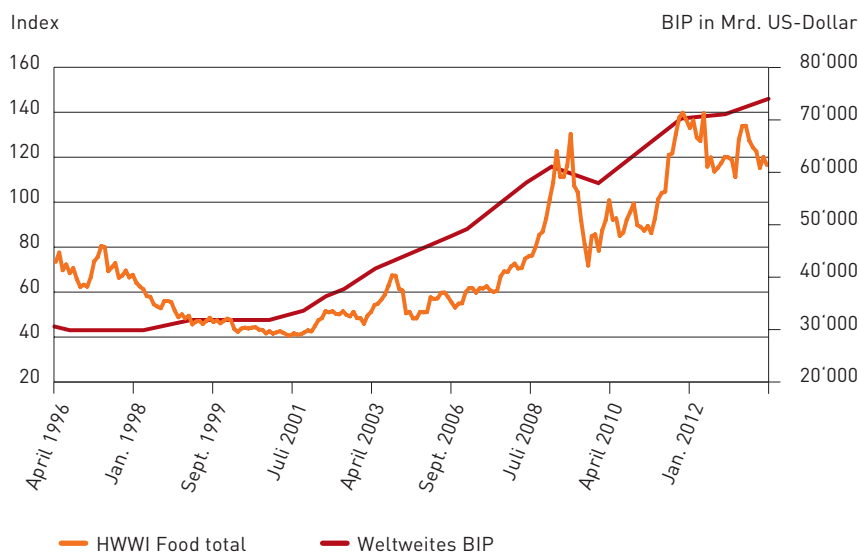
Weltweit steigende Nachfrage

Neben den natürlichen Angebotsgrenzen wie der Verfügbarkeit von Boden, dem Einfluss durch das Wetter sowie durch politischen Protektionismus hat sich in den vergangenen Jahren die Nachfrage sukzessive vergrössert. Ausschlaggebend sind vor allem die Bevölkerungs- und Wohlstandsentwicklung weltweit. Die steigende Prosperität in Ländern wie China oder Brasilien mit einer wachsenden sozialen Mittelschicht hat die Bedürfnisse nach Nahrungsmitteln erhöht und damit einen sogenannten «strukturellen Shift» bewirkt. Das wachsende Einkommen in Schwellenländern fördert den Konsum fetthaltiger Produkte wie Milch, Öl, Fisch und Fleisch.¹² Das bedeutet mehr Weide- anstelle von Ackerland sowie eine grössere Futterproduktion (hauptsächlich Mais und Soja), die die Nahrungsmittelproduktion direkt konkurrenziert.

Grafik 6

► Wirtschaftswachstum und Nahrungsmittelpreise entwickeln sich tendenziell in die gleiche Richtung.

Zusammenhang zwischen weltweitem BIP-Wachstum und Agrarpreisen



Quelle: HWWI Food Index Total, IMF, World Economic Outlook Database October 2012, current prices U.S. dollars.

► Agrarprodukte werden auf den weltweiten Finanzmärkten gerne als Absicherung für Aktien oder Devisen eingesetzt.

Ein starker Faktor: der Ölpreis

Zudem hängt die Nachfrage auch stark von der Entwicklung anderer Anlageklassen ab. Einerseits steigen gerade in unsicheren Zeiten oder bei zu erwartender Inflation die Agrarrohstoffpreise, da Agrarprodukte als alternative Anlage in den Portfolios verstärkt zu Diversifikationszwecken – beispielsweise für eine Aktienkurs- oder Währungsabsicherung – verwendet werden. Andererseits führen höhere Öl- bzw. Energiepreise sowohl direkt wie auch indirekt zu

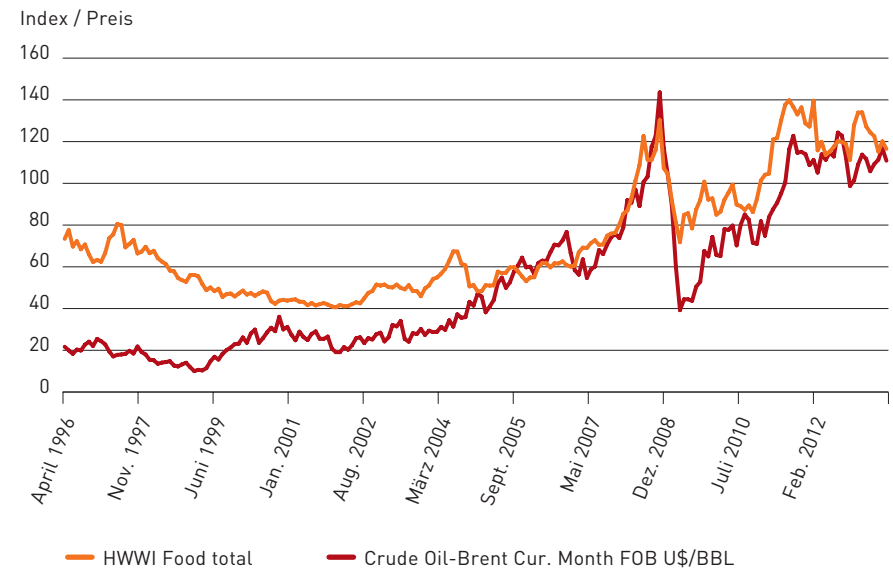
¹¹ DB Research 2011, Steigende Lebensmittelpreise – strukturell oder temporär?, 28. März 2011.
¹² Während der durchschnittliche Chinese vor rund 30 Jahren rund zehn Kilogramm Fleisch pro Jahr ass, isst er heute 83 Kilogramm. Gerth, Martin und Frank Doll, 2011, Wie Anleger von steigenden Agrarpreisen profitieren, «Wirtschaftswoche», 2011.

erhöhten Preisen bei den Nahrungsmitteln.¹³ Gerade ein höherer Ölpreis verursacht weitere Kosten in der Produktion und im Transport. Zudem werden Ölsubstitute attraktiver, weil diese im Verhältnis günstiger werden.¹⁴

Grafik 7

► Die Ölpreisentwicklung beeinflusst den Agrarrohstoffmarkt sehr direkt. Ein hoher Ölpreis bedeutet höhere Produktions- und Transportkosten.

Der Zusammenhang zwischen dem Öl- und den Agrarpreisen



Quelle: Reuters

► Die Produktion von Biotreibstoff hat seit der Jahrtausendwende rasant zugenommen und konkurrenziert vielfach den Nahrungsmittelanbau.

Eine besondere Bedeutung hat dabei auch der Biotreibstoff. Dieser hat in den letzten zehn Jahren einen wahren Boom hinter sich. So wurde etwa im Zeitraum 2007 bis 2009 rund 20 Prozent des weltweiten Rohrzuckers zur Biospritgewinnung genutzt.¹⁵ Grafik 8 auf Seite 8 zeigt die weltweite Ethanolproduktion in Millionen Gallonen. Bis Ende des 20. Jahrhunderts war das Wachstum moderat, ab dem 21. Jahrhundert stieg die Produktion dann aber massiv an. 2010 wurde weltweit etwa fünfmal mehr Ethanol produziert als zur Jahrtausendwende. Was das für Konsequenzen für den Einsatz von Nahrungsmitteln hat, zeigen die Anteile der US-amerikanischen Mais- und Getreideproduktion für die Ethanolherstellung. Noch Anfang der 1980er-Jahre waren diese Anteile praktisch bei null, im Jahr 2000 lagen sie bei sieben bis acht Prozent. Heute werden fast 30 Prozent der gesamten Getreideproduktion sowie rund 35 Prozent der Maisproduktion der USA für Ethanol verwendet.¹⁶

¹³ Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, 2011, Schlaglichter der Wirtschaftspolitik, Monatsbericht Juli 2011, 1. Juli 2011.

¹⁴ Und schliesslich müssen bei steigenden Ölpreisen gerade Index Funds zusätzlich Agrarkontrakte dazukaufen, um die Assetgewichte ihrer Portfolios gleich halten zu können.

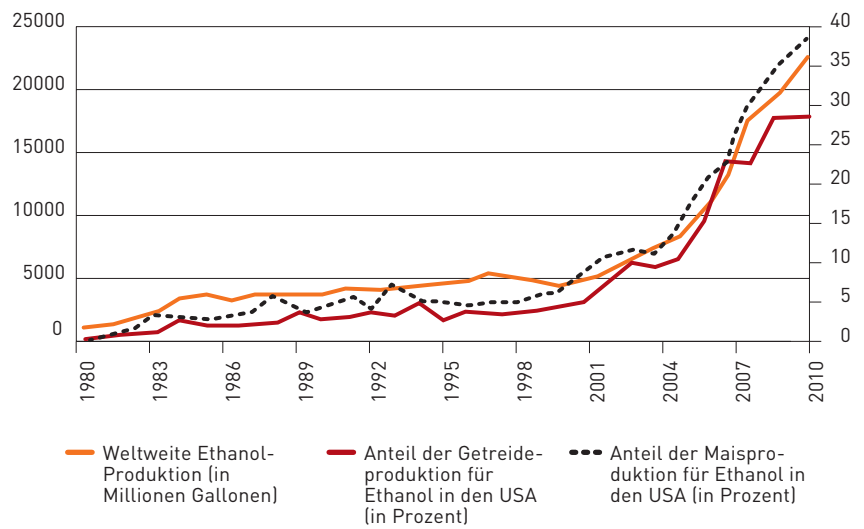
¹⁵ FAO et al., 2011, Price Volatility in Food and Agricultural Markets: Policy Responses, Policy Report including contributions by FAO, IFAD, IMF, OECD, UNCTAD, WFP, the World Bank, the WTO, IFPRI and the UN HLTF, 3. Mai 2011.

¹⁶ Gerade Schweizer Institutionen wie das Paul Scherrer Institut oder Unternehmen wie Clariant forschen und investieren deswegen verstärkt in Bioethanol der zweiten Generation. Verwendet werden dazu nicht mehr die eigentlichen Nahrungsmittel, sondern vielmehr Nahrungsmittelabfälle, Kompost, Restholz oder Gülle zur Ethanolherstellung.

Grafik 8

► Rund ein Drittel der Mais- und Getreideproduktion der USA werden heute für Ethanol verwendet.

Die Ethanolproduktion und Agrargüter



Quelle: F. O. Licht's World Ethanol.

Lockere Geldpolitik als Preistreiber

Schliesslich ist das heutige makroökonomische Umfeld erwähnenswert. Vor allem der Einfluss der äusserst lockeren Geldpolitik ist hier im Blickpunkt wissenschaftlicher Untersuchungen.¹⁷ Für viele Ökonomen trägt sie eine Mitschuld an der Preis-Hausse auf den Gütermärkten. Denn tiefe Zinsen vergünstigen theoretisch die Lagerhaltungskosten, was die Lagerbestände erhöhen und das Angebot auf den Spotmärkten reduziert. Zudem sind Agrarprodukte durch die gesunkenen Ertragssteigerungen zinssensitiver geworden, was die Abhängigkeit weiter verstärkt.¹⁸

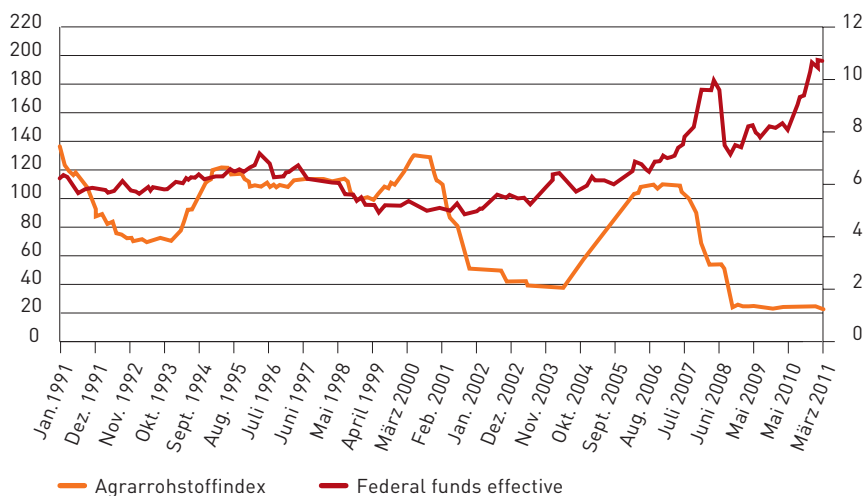
¹⁷ Frankel, Jeffrey A. und Andrew K. Rose, 2010, Determinants of Agricultural and Mineral Commodity Prices, Faculty Research Working Paper Series, RWP10-038.

¹⁸ Rudloff Bettina, 2009, Volatile Agrarpreise, Das Stabilisierungspotential aktueller EU-Reformen, SWP-Studie, Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit.

Grafik 9

► Eine lockere Geldpolitik mit tiefen Zinsen vergünstigt die Lagerung von Agrarrohstoffen, was zu einer Verknappung und höheren Preisen führt.

Der Zusammenhang zwischen den Zinsen und den Agrarrohstoffpreisen



Quelle: Reuters.

Einfluss der Spekulation: Eine Suche nach Indizien

► Hohe Preise und starke Preisschwankungen sind jenen Faktoren geschuldet, die Angebot und Nachfrage direkt beeinflussen.

Es ist unter Experten unbestritten, dass die angebots- und nachfragebestimmenden Faktoren die entscheidenden Ursachen hoher Preise und starker Volatilität sind. Selbstverständlich bedeutet das nicht, dass sich der zugenommene Terminhandel durch Finanzinstitute nicht auch auf den Agrarmärkten auswirken kann. Doch wie stark dieser Einfluss ist und ob er wirklich negativ oder nicht eher positiv ist, ist auf wissenschaftlichem Weg nur schwierig herauszufinden.

Die diffizile Beurteilung beginnt schon mit dem Begriff «Spekulationsgeschäft», der sich nur sehr grob eingrenzen lässt. Die Commodity Futures Trading Commission (CFTC) definiert diejenigen Händler als Spekulanten, die keine direkten Absicherungsgeschäfte betreiben.¹⁹ Sie umfasst damit Arbitrageure, Zwischenhändler, Pensionskassen oder Langfristinvestoren gleichermaßen. Damit kann im Grunde jeder, der in irgendeiner Form sein Geld für Agrarrohstoffe zur Verfügung stellt, als Spekulant bezeichnet werden.

Positive Aspekte spekulativer Geschäfte

► Spekulation bringt üblicherweise zusätzliche Liquidität und ein Mehr an Informationen in den Markt ein.

Gemäss der ökonomischen Theorie sollte die Spekulation die Funktionsweise des Marktes verbessern. Denn einerseits reduzieren Spekulanten das Liquiditätsrisiko, da durch die zusätzliche Liquidität Geschäfte wahrscheinlicher ausgeübt werden können.²⁰ Mit dem zunehmenden Handel gelangen andererseits mehr Informationen (bzw. Meinungen und Überzeugungen) in den Markt, die die Kursschwankungen nach oben und nach unten glätten²¹ und Ausschläge abfe-

¹⁹ Im Gegensatz dazu steht derjenige Händler, der das Geschäft einzig als Gegengeschäft tätig. Er geht auf den Terminmärkten Positionen ein, während er auf den Spotmärkten die umgekehrten Positionen hält. Beweggrund ist hier also einzig, mögliche Verluste durch die Tätigkeit des Gegengeschäfts zu minimieren. Die schlechte Definition der CFTC macht also keine Unterschiede zwischen der Risikotoleranz, dem Zeithorizont oder dem Kapitalschutz der Geschäfte.

²⁰ Szado, Edward, 2011, Defining Speculation: The First Step toward a Rational Dialogue, Journal of Alternative Investments Summer 2011, Vol. 14, No. 1: pp. 75–82.

²¹ In einer kürzlich erschienenen Studie zeigen beispielsweise die Ökonomen Boyd et al., dass gerade in Krisenzeiten Spekulanten durchaus stabilisierend wirken, da sie oftmals gegen Markttrends ihre Positionen länger halten oder der Panik gar entgegenwirken. Boyd, Naomi E., Jeffrey H. Harris und Arkadiusz Nowak, 2011, The Role of Speculators During Times of Financial Distress, The Journal of Alternative Investments Summer 2011, Vol. 14, No. 1: 10–25.

dern. Ob aber Spekulanten auch praktisch diesen Aufgaben nachkommen oder im Gegenteil durch «exzessive Spekulation» die Preise eher verzerren, ist eine empirische Frage.^{22 23}

► Spekulation wettet auf die Preise von morgen. Können Preiserwartungen für die Zukunft die aktuellen Preise beeinflussen?

Bei der empirischen Überprüfung stellt sich hingegen das Problem, dass nicht geklärt ist, wie Spekulanten die heutigen Agrarpreise eigentlich bewegen. Denn sie handeln ja nicht physisch, sondern agieren einzig auf den Terminmärkten. Preise auf den Terminmärkten werden aber kausal durch die Spotpreise bestimmt: Unter Einbezug aller verfügbaren Informationen entsprechen Terminpreise den Spotpreisen plus den Lagerhaltungskosten sowie einer sogenannten Verfügbarkeitsrendite. Würde der spekulative Handel die heutigen Agrarpreise verzerren, dann impliziert man den umgekehrten kausalen Zusammenhang.²⁴ Möglich ist das nur, wenn eine Art Rückkopplung besteht; wenn also die Preise von morgen das Angebot und die Nachfrage von heute mitbestimmen.²⁵ Zumindest denkbar ist das: Wenn Käufer und Verkäufer auf den Spotmärkten die Futures-Preise als Referenzgröße für die heutigen Preise betrachten, fließen Übertreibungen und Verzerrungen in die Spotpreise mit ein. Ein zu hoher Terminpreis impliziert dann einen zu hohen Preis heute. In diesem Falle würde das Angebot die Nachfrage übersteigen, was zu steigenden Lagerbeständen führt. Die Veränderungen der Lagerbestände sind aber erst zeitverzögert feststellbar. Meist dauert es also einige Monate, um zu erfahren, ob Angebot und Nachfrage im Einklang waren. Aufgrund dieser fehlenden Information können verzerrte Preise länger als üblich Bestand haben und eine – durch die Terminmärkte verursachte – Blase könnte sich dadurch über mehrere Monate halten.²⁶

²² Allerdings ist nicht einmal klar, was man unter «exzessiver Spekulation» verstehen soll. Die CFTC definiert sie zwar als jede Form der Spekulation, die plötzliche oder unvernünftige Schwankungen sowie ungerechtfertigte Preise generiert. Doch was heisst das? Denn ob ein Preis unvernünftig oder ungerecht ist, lässt sich meist gar nicht sauber ermitteln. Schneeweis Thomas, 2011, Editor's Letter, *Journal of Alternative Investments* Summer 2011, Vol. 14, No. 1: 1–4.

²³ Pirrong Craig, 2011, *Squeeze Play: The Dynamics of the Manipulation End Game*, *The Journal of Alternative Investments* Summer 2011, Vol. 14, No. 1: pp. 26–39.

²⁴ Lerner, Robert L., 2000, *The mechanics of the commodity futures markets: what they are and how they function*, *Future Investment Series 2*. Krugman Paul, 2011, *Signatures of speculation*, 7. Februar 2011, *New York Times Blog*.

²⁵ Timmer, C. Peter, 2008, *Causes of high food prices*, *Asian Development Bank*. Lustig, Nora, 2008, *Thought for food: the causes and consequences of soaring food prices*, *Shapiro Lecture*. Haniotis, J. Baes, T., 2010, *Placing the 2006/2008 commodity price boom into perspective*, *World Bank Development Prospects Group* 5371.

²⁶ Cooke, Bryce und Miguel Robles, 2009, *Recent food prices movements: A time series analysis*, *IFPRI Discussion Paper* 00942.

► Eine «Preis-Rückkopplung» von der Zukunft auf die Gegenwart wäre theoretisch möglich, lässt sich aber nicht nachweisen.

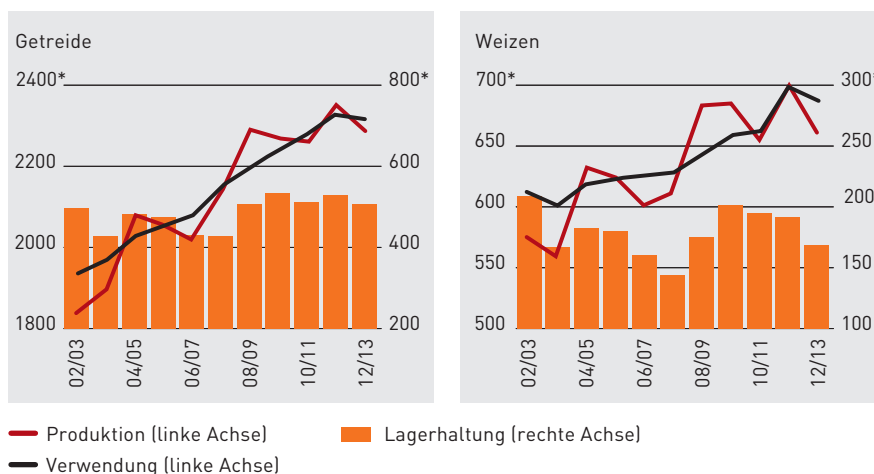
Keine Zunahme der Lagerbestände erkennbar

Ganz abwegig ist diese «Hypothese der Rückkopplung» also nicht. Doch letztendlich ist sie nur eine Hypothese, die nicht einmal theoretisch ausgearbeitet ist, und zumindest die empirische Forschung widerspricht ihr. Verschiedene Studien zeigen, dass in den letzten fünf Jahren die Lagerbestände für viele Agrargüter in Tat und Wahrheit abnahmen, und dies trotz gestiegener Preise.^{27 28} Betrachten wir nachfolgend Getreide und insbesondere Weizen als Beispiele. Grafik 10 zeigt die Produktion (Angebot), die Verwendung (Nachfrage) sowie die Lagerbestände der letzten zehn Jahre. Bei allen drei Agrarprodukten entwickelten sich Angebot und Nachfrage sehr ähnlich. Keinesfalls ist es so, dass wesentlich mehr produziert als verkauft wurde. Und auch die Lagerbestände haben sich nicht exorbitant verändert. Zwar sind sie 2008 und 2009 angestiegen, aber im Vergleich zum Gesamtvolumen nur in geringem Umfang. Ehrlicherweise muss man sagen, dass das Bild, das durch die Fakten gezeigt wird, eher dafür spricht, dass Spekulationsgeschäfte keine wesentliche Mitschuld an den gestiegenen Agrarpreisen haben.

Grafik 10

► Es gibt keine Hinweise, dass aus Gründen der Spekulation zunehmend Nahrungsmittel gehortet werden. Die Lagerbestände sind tendenziell sogar rückläufig.

Getreide und Weizen: Produktion, Verwendung und Lagerhaltung 2003 bis 2013



* Millionen Tonnen

Quelle: FAO, 2013.

Aufgrund der bisherigen Überlegungen und Analyse der Fakten drängt sich der Schluss auf, dass die Spekulation für die Agrarpreisentwicklungen der letzten Jahre eine untergeordnete Rolle gespielt hat. Wieso aber bleibt nach wie vor umstritten, welchen Einfluss die Spekulation auf das Marktgeschehen hat? Der Grund dafür liegt darin, dass gewisse Untersuchungen zum Schluss kommen, dass die Spekulation das Niveau und/oder die Volatilität der Agrarstoffpreise

²⁷ Lagerbestände von Agrargütern sind schwierig zu messen: Bereits die weltweite Produktion von Agrarrohstoffen kann nur mittels Satellitenbilder geschätzt werden, da adäquate (staatliche) Angaben oft fehlen. Zudem schliessen die Daten verschiedene Komponenten der Lagerhaltung wie beispielsweise die Lagerhaltung der Nutzer selbst oder diejenigen in den Entwicklungsländern nicht mit ein. Weiter zeigen die offiziellen Daten – beispielsweise geliefert von der USDA – auch regional nur einen Teil der Lagerhaltung auf. Selbst wie gross dieser Teil ist, ist nicht klar. Schliesslich beruhen die Daten auf nationalen Angaben. In vielen Ländern sind staatliche Interventionen und Preiskontrollen für Agrargüter an der Tagesordnung. Das macht den Markt anfällig für Korruption und Missbräuche. Je höher die Preise steigen, umso grösser wird der Anreiz, Angaben über Reserven nach unten zu korrigieren.

²⁸ Zudem handeln Rohstoffunternehmen oftmals prozyklisch und investieren gerade dann in neue Anbaugelände, wenn die Preise steigen. Dies kann zu einem kurzfristigen Überangebot führen, was sich zeitlich verzögert schliesslich in höheren Lagerbeständen manifestiert. In diesem Fall bestünde der Zusammenhang also auch umgekehrt.

eben doch anheizt.²⁹ Für beide Hypothesen gibt es empirische Hinweise. Je nach politischer Sichtweise wird daher einmal diese und einmal jene Studie zitiert. Ist es also eine reine Glaubenssache, welchen Argumenten man vertraut? Nein. Nötig ist aber eine kritische Würdigung der wissenschaftlichen Qualität der Beiträge. Liegen etwa methodische Schwachstellen vor oder ist eine Schlussfolgerung vorschnell gemacht worden?

► Eine Auswertung von 35 unterschiedlichen Gutachten kommt zum Schluss, dass die Spekulation den Handel mit Agrarrohstoffen nicht beeinträchtigt.

Ein «Fehlalarm»

In einem Diskussionspapier geben Will, Prehn, Pies und Glauben (2012) einen Literaturüberblick zum aktuellen Stand der empirischen Forschung. Sie werten dabei 35 Forschungsarbeiten aus, die zwischen 2010 und 2012 entweder in internationalen wissenschaftlichen Zeitschriften oder in Diskussionspapieren veröffentlicht worden sind. Alle Journalartikel und die meisten der Diskussionspapiere kommen übereinstimmend zum Ergebnis, dass «sich die Finanzspekulation auf das Funktionieren der Agrarrohstoffmärkte nicht nachteilig ausgewirkt hat (...). Nimmt man die empirische Evidenz umfassend und vorbehaltlos zur Kenntnis, so kommt man folglich nicht umhin, den zivilgesellschaftlichen Alarm zur Finanzmarktspekulation als Fehlalarm zu bezeichnen.»³⁰

► Rund eine Milliarde Menschen hungern, deshalb ist eine fundierte Analyse der Gründe für den Preisanstieg bei Nahrungsmitteln geboten.

Fazit

Rund eine Milliarde Menschen leiden heute weltweit an Unterernährung, und ein rasanter Anstieg der Nahrungsmittelpreise oder der Preisvolatilität verschärft die Situation. Die Weltbank schätzt, dass durch die Preisanstiege im Jahr 2010 zusätzlich 44 Millionen Menschen in äusserste Armut gefallen sind.³¹ Dieser Umstand macht die Diskussion rund um den Handel mit Agrarrohstoffen zu einer zutiefst ethischen. Entsprechend muss die Problematik fundiert analysiert werden.

In den letzten Jahren hat der Umfang von Spekulationsgeschäften stark zugenommen. Diese werden nun dafür verantwortlich gemacht, dass es zu grossen Preissteigerungen und/oder zu einer höheren Volatilität auf den Agrarstoffmärkten gekommen ist. Folglich sei die Spekulation mit Nahrungsmitteln in erheblichem Mass mitverantwortlich für den Hunger auf dieser Welt.

► Der überwiegende Teil der wissenschaftlichen Studien bestätigt das Naheliegende: Preise steigen, weil die Nachfrage steigt und das Angebot unter anderem durch Klimaereignisse, Kriege und staatlichen Protektionismus verknappt wird.

Der überwiegende Teil der empirischen Literatur bestätigt hingegen nicht, dass Spekulationsgeschäfte ein wesentlicher Grund für die starken Preisschwankungen und Preisanstiege auf den Agrarmärkten sind. Vielmehr spricht die empirische Evidenz dafür, dass die starken Preisbewegungen der letzten Jahre auf realwirtschaftliche Gründe zurückzuführen sind. Gerade die erhöhte Nachfrage nach Nahrungsmitteln für die Treibstoffproduktion oder Ernteausfälle aufgrund von Naturereignissen oder Kriegen wirkten preistreibend. Die Spekulation auf steigende, sinkende oder sich stark bewegende Preise ist ein äusserst risikoreiches Geschäft, da sich die Fundamentaldaten innert kurzer Zeit ändern können. Sie erhöht jedoch die Liquidität und verbessert somit die Funktionsweise des Marktes.

²⁹ Adämmer, Philipp, Martin T. Bohl und Patrick M. Stephan (2011): Speculative Bubbles in Agriculture Prices, Diskussionspapier <http://ssrn.com/abstract=1979521>

³⁰ Will, Matthias Georg, Sören Prehn, Ingo Pies und Thomas Glauben, 2012, Schadet oder nützt die Finanzspekulation mit Agrarrohstoffen? – Ein Literaturüberblick zum aktuellen Stand der empirischen Forschung, Diskussionspapier Nr. 2012–26, Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg.

³¹ Laut der FAO sind es seit 2007 etwa 80 bis 90 Millionen Menschen, die sich neu ihre Nahrungsmittel nicht mehr leisten können.

► Dennoch ist der Markt alles andere als perfekt. Es fehlt insbesondere an transparenten, vertrauenswürdigen Informationen.

► Eine Öffnung der Märkte erhöht nicht nur das Handelsvolumen, sondern vermindert auch die Möglichkeit einzelner Akteure, die Preisgestaltung zu beeinflussen.

Die Faktenlage spricht also dagegen, die Spekulation mit Agrargütern als ein Fluch zu bezeichnen, der unterbunden werden sollte. Dies bedeutet hingegen nicht, dass die heutige Organisation der Märkte perfekt ist. Ein Kernproblem stellt der Mangel an adäquaten Informationen dar. Zwar gibt es die amerikanische Aufsichtsbehörde CFTC, die die Waretermingeschäfte in den USA registriert. Was aber an anderen Börsen wie in London oder ausserbörslich gehandelt wird, ist nirgends aufgeführt.³² Zudem gibt es keinen umfassenden Überblick über die Lagerbestände von Agrargütern. Dies wird vielfach auch von Regierungen – wie beispielsweise auf den Philippinen – ausgenutzt, die im grossen Stil Agrarrohstoffe horten oder künstlich verknappen.

Für die meisten Experten ist heute klar, dass der politische Protektionismus (Exportbeschränkungen und hohe Zölle) ein Kerntreiber der hohen und volatilen Preise der letzten Jahre war. Die Schweiz sollte sich daher in der WTO stark dafür einsetzen, dass Exportbeschränkungen und -zölle aufgehoben bzw. nicht wieder eingeführt werden. Je grösser der Anteil der Agrarrohstoffe ist, der international gehandelt wird, desto besser funktioniert der Markt und desto weniger können Marktteilnehmer Einfluss auf die Preisgestaltung nehmen.

Rückfragen:

philipp.bauer@economiesuisse.ch

rudolf.minsch@economiesuisse.ch

Impressum

economiesuisse, Verband der Schweizer Unternehmen
Hegibachstrasse 47, Postfach, CH-8032 Zürich
www.economiesuisse.ch

³² Lütge, Gunhild, 2011, Von den Guten und den Bösen, Die Nahrungsmittelindustrie fürchtet Rohstoffspekulanten – und braucht sie zugleich, «Die Zeit», 24.02.2011.