

# Das Märchen vom bösen Weizen-Zocker

Der spekulative Handel mit Agrar-Futures ist nicht verantwortlich für den Welthunger

Behaupten ist einfacher als Beweisen: Die vermeintlich schädliche Wirkung von «Finanzspekulation» an Agrarmärkten ist nicht belegt.

Benjamin Triebe

Das Geschehen an den internationalen Märkten für Agrarwaren zieht dieser Tage nicht nur Experten in seinen Bann. Nachdem die Ernteprognosen für die USA aufgrund schlechten Wetters revidiert worden waren, sind die Preise für Mais und Weizen über das vergangene Wochenende um bis zu 10% gestiegen. Noch liegen sie unter den Höchstständen von 2008, aber ein Aufwärtstrend ist seit Monaten unverkennbar.

Als ein wesentlicher Grund für eine Verteuerung von Agrarrohstoffen gilt in der Politik und in den Medien stets die Spekulation an den internationalen Börsen. Zu Monatsbeginn warben die deutsche Bundeskanzlerin Angela Merkel und Frankreichs Präsident Nicolas Sarkozy bei einem Gipfeltreffen in Brüssel für eine striktere Regulierung der Märkte, weil die Preisschwankungen stark auf Spekulation zurückzuführen seien. Bei der anschliessenden Berichterstattung hielt beispielsweise «Spiegel Online» fest, die Spekulation mit Weizen sei «ein lukratives Geschäft zum Schaden der Ärmsten». Aber so häufig diese Vorwürfe erhoben werden, so schwierig sind sie zu beweisen.

## Lange Wirkungskette

Die «Finanzspekulation» mit Agrarrohstoffen, die immer wieder ins Visier der Öffentlichkeit gerät, ist nur mit standardisierten Terminkontrakten (Futures) möglich, die an Börsen gehandelt werden. Um zu analysieren, was diese Spekulation bewirkt, gilt es, drei Fragen zu beachten. Erstens: Welche Auswirkungen hat diese Spekulation auf die Preisentwicklung der Futures? Zweitens: Inwiefern schlagen Bewegungen am Terminmarkt auf den Kassamarkt durch, an dem die sofort zu liefernden Agrarrohstoffe gekauft und gehandelt werden (zum sogenannten Spot-Preis)? Und drittens: Wie beeinflusst dieser Spot-Preis die Ernährungslage der von Hunger betroffenen Menschen in den Entwicklungsländern? Bezüglich des letzten Punktes sei auf den untenstehenden Artikel verwiesen.

Die unfreundliche Wahrnehmung des Treibens an den Terminmärkten hat eine lange Geschichte. Wie Jacks (2007, vgl. Anmerkungen) schreibt, liegen wohl bei wenigen Gebieten die öffentlich verbreiteten Meinungen und die Sichtweise der meisten Ökonomen so weit auseinander. Die ersten Terminmärkte für Agrarrohstoffe entstanden in den USA nach dem Ende des Bürgerkriegs, und bereits in den 1890er Jahren forderte die nationale Bauernvereinigung, den Future-Handel auf Weizen zu verbieten, weil er den Weizenpreis senke. Drei Wochen später stiess die nationale Müllervereinigung in das selbe Horn, aber aus dem gegenteiligen Grund: Sie vermutete, die Termingeschäfte erhöhten den Weizenpreis.

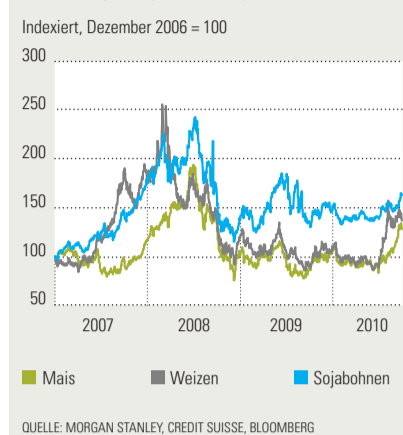
## Eindeutige Theorie

So widersprüchlich schon damals die Empirie offensichtlich war, so eindeutig ist die Theorie: Der Handel mit Terminkontrakten ermöglicht es den Marktakteuren, sich gegen die Risiken abzusichern, die sich für sie aus den unabsehbaren zukünftigen Preisentwicklungen ergeben. So würde beispielsweise ein Weizenproduzent, der einen Preisverfall erwartet, Future-Kontrakte auf Weizen verkaufen. Sie verpflichten den Käufer zu einem zukünftigen Zeitpunkt zur Abnahme des Weizens zu dem gegenwärtig herrschenden Preis.

Investitionen, Einnahmen und Ausgaben lassen sich dank Termingeschäften leichter kalkulieren und planen. So ergeben sich Wohlfahrtsgewinne. Je mehr an einem Terminmarkt ge-

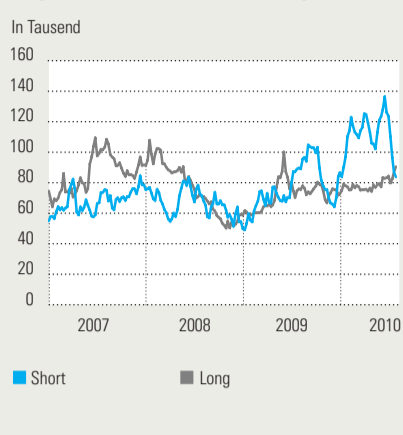
## Bewegungen am Markt für Agrarrohstoffe

Entwicklung der Spot-Getreidepreise

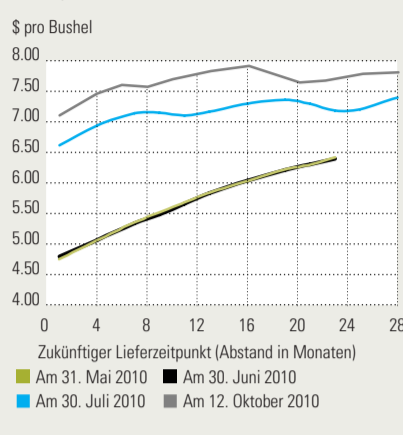


QUELLE: MORGAN STANLEY, CREDIT SUISSE, BLOOMBERG

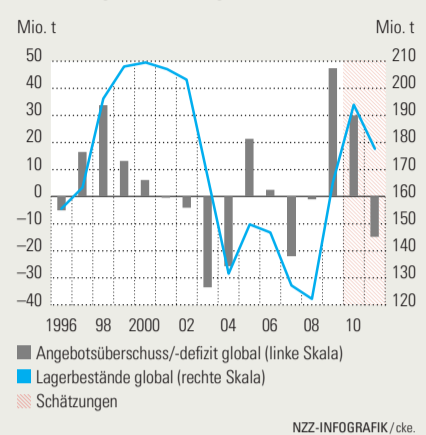
Long- und Short-Positionen bei Weizen (gemäss CFTC)



Terminpreiskurve für Weizen (CBOT)



Veränderung des Weizenangebotes



NZZ-INFOGRAFIK/cke

handelt wird, desto liquider ist er, und desto grösser sind die Chancen, dass jeder Marktteilnehmer einen Handel zu seinen favorisierten Konditionen abschliessen kann.

Ein grosser Vorteil des Terminhandels ist es gerade, dass sich hier nicht nur die tatsächlichen Anbieter und Nachfrager von Agrarrohstoffen treffen. In dem erwähnten Beispiel kann der Future-Käufer durchaus ein Hedgefund sein, der überhaupt kein Interesse an «realem» Weizen besitzt. Beide Parteien werden nämlich abwarten, wie sich der Weizenpreis am Kassamarkt bis zur Fälligkeit des Futures entwickelt – und dann ein Verrechnungsgeschäft vornehmen: Ist der Spot-Preis tatsächlich gesunken – wie vom Produzenten erwartet –, zahlt der Käufer des Futures die Differenz zwischen dem im Future fixierten Preis und dem Spot-Preis. Der Produzent muss seinen Weizen zwar zum gegenwärtig tiefen Preis auf dem Kassamarkt verkaufen, aber für die mit dem Future abgesicherte Menge erhält er eine «Entschädigung». Ist der Preis dagegen gestiegen, zahlt der Weizenproduzent dem Future-Käufer die Differenz. Dafür erhält er am Kassamarkt den höheren Preis für seinen Weizen. Unter dem Strich bleiben dem Produzenten in jedem Fall genauso viel Einnahmen, wie wenn sich der Weizenpreis nicht bewegt hätte.

Wären nun «Finanzspekulanten», also Akteure ohne Interesse am realen Handel von Weizen, nicht zu diesem Markt zugelassen oder wäre die tatsächliche Lieferung des Weizens eine Bedingung, hätte der Produzent vielleicht niemanden gefunden, der mit ihm zu seinen Konditionen ein Geschäft abschliessen wollte. Deshalb ist es prinzipiell zu begrüssen, wenn ein grosser Teil der Marktteilnehmer aus dem Lager der sogenannten «non-commercial traders» stammt. Im Fall von Weizen halten sie am Chicago Board of Trade (CBOT), einer der wichtigsten Börsen für Agrarwaren, rund ein Viertel der Kontrakte.

In einem perfekten Terminmarkt spiegeln die Preise der Futures die unter Einbezug aller verfügbaren Informationen für die jeweiligen Lieferzeitpunkte zu erwartenden Spot-Preise. Genaugenommen setzt sich ein Future-Preis zusammen aus dem gegenwärtigen Spot-Preis plus den Kosten der Lagerhaltung des Rohstoffs bis zu seinem Lieferzeitpunkt, abzüglich der Verfügbarkeitsrendite («convenience yield»). Diese erfasst den Vorteil, der sich daraus ergibt, dass man ein Gut tatsächlich besitzt – und nicht nur einen Future mit der Zusicherung, es später zu erhalten.

## Wie viel ist Besitz wert?

Die Verfügbarkeitsrendite ist gewissermassen die Dividende eines Rohstoffs, auch wenn sie nicht als realer Geldfluss, sondern als Bestandteil des Future-Preises in Erscheinung tritt. In der Regel ist sie kleiner als die Lagerkosten – dann lohnt es sich, das Gut zu lagern. Der Future-Preis liegt folglich meistens über dem Spot-Preis, und dies für gewöhnlich umso mehr, je weiter der Lieferzeitpunkt entfernt ist. Diese mit der Zeit steigende Preiskurve der Futures wird als «contango» bezeichnet. Wird dagegen der Preis eines Gutes kurzfristig mehr wertgeschätzt als langfristig – zum Beispiel, weil eine akute, aber befristete Knappheit wahrscheinlich ist –, wächst die Verfügbarkeitsrendite, und die Preise für Kontrakte mit nahen Lieferterminen können höher liegen als für zeitlich entferntere Futures («backwardation», vgl. Grafik).

Anders als in der Öffentlichkeit intuitiv angenommen, wird an den Märkten nicht nur auf höhere Rohstoffpreise spekuliert. Käufer von Futures machen zwar bei steigenden Preisen Gewinn, Verkäufer aber bei fallenden. Will man den Einfluss von Spekulation auf Future-Märkten auf die Spot-Preise analysieren, sollte man deshalb nicht auf einen Preistrend achten, sondern auf die Schwankung (Volatilität) der Preise.

Der Spot-Preis, zu dem tatsächlich Agrarrohstoffe gehandelt werden, wird massgeblich von Angebot und Nachfrage der Güter bestimmt, zum Beispiel guten und schlechten Ernten oder einer wachsenden Bevölkerung. Jacks (2007) hat den Effekt der Einführung von Future-Märkten an den Kassahandelsplätzen von 16 Rohwaren untersucht. Er findet deutliche Hinweise, dass die Volatilität nach dem Start des Future-Handels besonders in der mittel- und langfristigen Sicht, d. h. über einen Horizont von drei oder fünf Jahren, merklich abgenommen hat. Die Zeitspanne seiner Untersuchungen reicht von der Einführung von Futures auf Weizen in Chicago in den 1860er Jahren bis hin zu solchen auf Gummi in Jakarta in den 1980er Jahren. Die Absicherungsmöglichkeiten am Future-Markt scheinen demnach die Preisänderungen abzufedern, die sich sonst durch Fluktuationen bei Angebot und Nachfrage am Spot-Markt ergeben.

Wie Yang et al. (2005) bereits früher dargelegt haben, weist der Befund in den meisten wissenschaftlichen Studien (das Thema ist ein häufig gewählter Gegenstand in der ökonomischen Forschung) tatsächlich in diese Richtung. Allerdings wird dort wie im Fall von Jacks nur der Effekt der Einführung von Future-Märkten untersucht. In jüngster Zeit widmen sich Wissenschaftler jedoch auch der Frage, wie sich eine gesteigerte Aktivität im Future-Handel auswirkt. Diese Aktivität kann zum Beispiel durch den Zufluss des Kapitals von Spekulanten wachsen – womit sich die Frage stellt, ob Future-Handel grundsätzlich «gut», «Finanzspekulation» aber «schlecht» ist.

## Schwierige Interpretation

Nun ist die Messung und Interpretation des Handels mit Terminkontrakten nicht einfach, denn ihre Zahl variiert ständig. Zwar legt zum Beispiel der CBOT fest, zu welchen Lieferzeitpunkten Terminkontrakte placiert werden

dürfen. Deren Menge ist aber theoretisch unbegrenzt – schliesslich entsteht ein Termingeschäft schlicht dadurch, dass sich zwei Marktteilnehmer auf die Lieferung einer gewissen Menge eines Rohstoffs zu einem gewissen Zeitpunkt für einen gewissen Preis einigen. Das können sie so oft tun, wie sie wollen.

Zu beachten ist an Terminbörsen deshalb das sogenannte «open interest», eine Kennzahl für «offene» Positionen. Sie entsteht dadurch, dass viele Akteure nicht bloss eine Position halten – also nicht nur einen Future ge- oder verkauft haben –, sondern stets neue Geschäfte eingehen, welche die Wirkung der vorher getätigten Geschäfte teilweise oder gänzlich aufheben. Wenn zum Beispiel der Verkäufer eines Weizen-Futures später einen Kontrakt mit demselben Lieferzeitpunkt kauft, ist das Handelsvolumen zwar insgesamt um zwei Einheiten gestiegen. Aber der Akteur ist nun nicht mehr im Markt exponiert, er hat seine Position «glattgestellt». Deshalb hat sich auch das «open interest» nicht verändert. Es steigt nur, solange ein Handelsgeschäft nicht von demselben Akteur durch ein entsprechendes Gegengeschäft aufgehoben wird.

## «Long» oder «short»?

Innerhalb des «open interest» lohnt sich die Aufschlüsselung, wie viele der offenen Positionen «long» oder «short» sind, d. h. offene Käufe oder Verkäufe von Futures darstellen. Bezüglich des Weizens zeigen Daten der Commodity Futures Trading Commission (CFTC, vgl. Grafik), dass jüngst viele «short»-Positionen geschlossen wurden. Die Marktakteure rechnen offensichtlich mit einem weiteren Anstieg des Weizenpreises und fürchten, als reine Verkäufer zu einem vorab definierten Preis ein schlechtes Geschäft zu machen.

Sowohl das Handelsvolumen als auch das «open interest» an Agrarrohstoffbörsen haben in der Vergangenheit zugenommen. Ein wachsender Teil dieser Aktivität geht unbestritten auf Mittelzuflüsse von Finanzakteuren zurück, seien es Hedge-Funds oder auch Pensionskassen. Wie Yang et al. (2005) festhalten, finden Wissenschaftler durchaus Hinweise dafür, dass Veränderungen sowohl beim Handelsvolumen wie auch beim «open interest» mit steigender Volatilität der Preise am Kassamarkt einhergehen. Bei der Interpretation dieser Befunde stellt sich jedoch ein Henne-Ei-Problem: Schwankt der Spot-Preis, weil am Future-Markt mehr passiert? Oder wird am Future-Markt mehr gehandelt und abgesichert, weil die Spot-Preise unberechenbarer wurden?

Weitere Studien zu den Wechselwirkungen der Spekulation, sei es aus der wissenschaftlichen Forschung oder im Auftrag von Institutionen wie der Weltbank oder der OECD, kommen zu gemischten Ergebnissen. Die «schädliche» Wirkung der «Finanzspekulation» ist damit nicht halb so erwiesen, wie sie in der Öffentlichkeit und in den Medien gern dargestellt wird.

D. S. Jacks (2007): Populists Versus Theorists: Future Markets and the Volatility of Prices. Exploration in Economic History, Vol. 44, S. 342–362. – J. Yang, B. Balyeat, D. J. Leatham (2005): Futures Trading Activity and Commodity Cash Price Volatility. Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 32, S. 297–323.

## Die wahren Hürden im Kampf gegen den Hunger

bet. · Die «Ärmsten der Armen» müssten besonders unter der Börsenspekulation mit Agrarrohstoffen leiden, ist immer wieder zu lesen. Gemeint sind die Folgen eines hohen Spot-Preises, zum Beispiel für Weizen. Aus ökonomischer Perspektive stellt sich hier die Frage, ob ein hoher Weizenpreis im Gegenteil nicht sogar hilfreich sein kann – schafft er doch in den agrarwirtschaftlich geprägten Entwicklungsländern Anreize für eine gesteigerte Produktion. Ganz so einfach ist die Lage aber leider nicht.

Es mag zwar einen Weltmarktpreis für Agrargüter geben, aber die regionalen und lokalen Märkte der Entwicklungsländer sind weit entfernt von dem liquiden Handel an den internationalen Börsenplätzen. Die örtlichen Preise bilden sich in der Regel abgeschottet und nur anhand lokalen Angebots und lokaler Nachfrage. Diese Abschottung entsteht häufig durch einen Mangel an Infrastruktur. Es ist den Bauern in den ärmsten Weltregionen oft nicht möglich, ihre Ernte zu lagern und bis zu grösseren Handelsplätzen zu bringen, an denen der Weltmarktpreis eine Rolle spielt. So

schätzt Rafaël Schneider, Referent für Entwicklungspolitik bei der Deutschen Welthungerhilfe, dass bis zu 50% der Ernte von Agrarrohstoffen in den afrikanischen Ländern durch Nachernteverluste, etwa durch unzureichende Lagerung, verloren gehen. Von der globalen jährlichen Reisernote gelangten nur 7% bis 8% auf den Weltmarkt.

Doch selbst wenn der Zugang zu den Weltmärkten auch den Kleinbauern offenstände – sie hätten häufig gar nichts, was sie dort verkaufen könnten. Ihre Produktionsmethoden sind so veraltet und das bearbeitete Land so klein, dass oft nicht einmal der Eigenbedarf gedeckt werden kann. Hinzu kommt das Problem verbilligter Waren aus den Industriestaaten, die diese zum Schutz der eigenen aufgeblähten Landwirtschaft weltweit verteilen und welche die Produktion in Drittweltländern unrentabel machen. Entwicklungshelfer verlangen deshalb einerseits eine Förderung der Infrastruktur sowie der Produktionsbedingungen der Kleinbauern, andererseits Schutzzölle gegen die Nahrungsschwemme aus Industriestaaten.

Diese Marktverzerrung mit einer zweiten zu bekämpfen, ist ökonomisch gesehen nur eine zweitbeste Lösung. Dem Wohlstand förderlicher wäre es, die Entwicklungsländer als gleichberechtigte Teilnehmer in den Welthandel zu integrieren und ihnen eine Spezialisierung gemäss ihren komparativen Vorteilen zu gestatten. Doch die politischen Hürden auf diesem Weg sind bekanntlich hoch.

Den gegenwärtigen Preistrend bei Weizen verfolgen Entwicklungsorganisationen gespannt, aber noch nicht alarmiert. Der bisherige Rekordpreis des Jahres 2008 ist noch weit entfernt. Gemäss Marita Wiggerthale, Referentin für globale Handelsfragen bei Oxfam Deutschland, könnte sich die Situation 2011 allerdings verschlimmern, wenn die prognostizierten schlechten Ernten eintreffen. Kommt es in einem von Hunger bedrohten Land zu einer Missernte, haben die Hilfswerke oft keine Wahl, als Versorgungsgüter über den Weltmarkt und zu dessen Preis einzukaufen. Ihr Bedarf für die Notversorgung ist nicht vorhersehbar – und lässt sich deshalb nicht am Terminmarkt absichern.