

Aus dem Geschäftsbericht 2011

Treiben Spekulanten die  
Lebensmittelpreise?



Landwirtschaftliche Rentenbank  
Hochstraße 2 / 60313 Frankfurt am Main  
Postfach 101445 / 60014 Frankfurt am Main

Telefon 069 2107-0  
Telefax 069 2107-6444  
[office@rentenbank.de](mailto:office@rentenbank.de)  
[www.rentenbank.de](http://www.rentenbank.de)

# Treiben Spekulanten die Lebensmittelpreise?

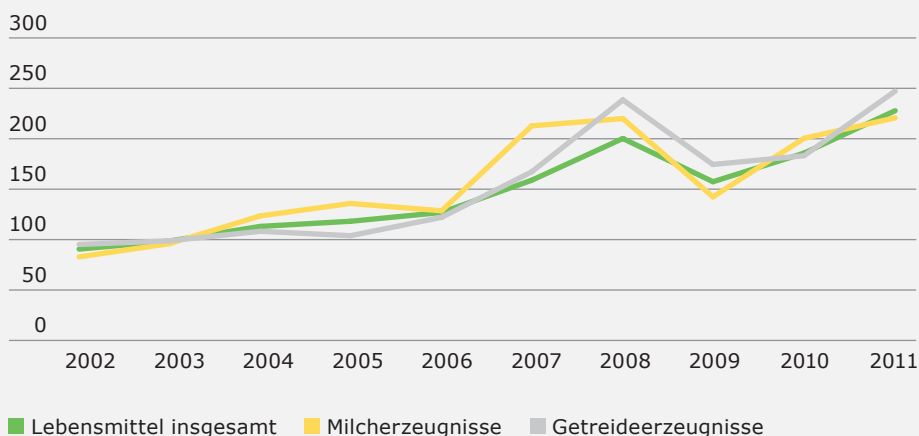
## Rohstoffpreise zwischen Agrar- und Finanzmärkten: Schwierige Gratwanderung für die Regulierung

**Der Vorwurf wiegt schwer: Finanzinvestoren treiben die Preise für Agrarrohstoffe, verursachen damit große Preisschwankungen auf den Agrarmärkten und fördern mittelbar Armut und Hunger in der Welt. Eine einfache Lösung scheint hierfür auch schon bereitzustehen: Durch strikte Regulierung soll die ethisch fragwürdige Spekulation mit Agrargütern gestoppt werden. Doch sind die Rollen im komplexen Zusammenspiel zwischen Agrar- und Finanzmärkten wirklich so klar verteilt, dass Spekulation pauschal verurteilt und zurückgedrängt werden muss? Was in der öffentlichen Diskussion klare Zustimmung erfährt, verlangt von den Entscheidern in Politik und Finanzwelt Fingerspitzengefühl und Augenmaß. Denn gerade die hohe Verantwortung für die Ernährung der Weltbevölkerung gebietet einen differenzierten Blick auf die Ursachen der Preisvolatilität und vor allem ein sorgfältiges Abwägen der Risiken und Nebenwirkungen, bevor in den Markt eingegriffen wird.**

Seit einigen Jahren fahren die Preise für Lebensmittel Achterbahn. Dies zeigt zum Beispiel das Auf und Ab des „FAO Food Price Index“, den die Ernährungs- und Landwirtschaftsorganisation der Vereinten Nationen (FAO) monatlich veröffentlicht. Aber auch die Preise der Agrarrohstoffe verzeichneten in den letzten Jahren eine hohe Volatilität. Das erschwert Preisprognosen im gesamten Agrarbereich oder macht sie unmöglich und stellt dadurch die deutsche Agrarwirtschaft vor große Herausforderungen.

Deutlich weitreichender sind die Folgen allerdings für die ärmeren Regionen der Welt. Plötzliche und unerwartete Preissteigerungen führen in der Bevölkerung schnell zu Versorgungsengpässen, zu Fehlernährungen und im schlimmsten Fall sogar dazu, dass mehr Menschen an den Folgen des Hungers sterben. Die weltweite Preishausse für Nahrungsmittel in den Jahren 2007 und 2008 löste in vielen Ländern der Erde Unruhen und Hungerrevolten aus und zeigte so: Nahrungsmittel sind kein Gut wie jedes andere.

FAO-Preisindex für Lebensmittel (2002 bis 2004=100)



Quelle: FAO (Food and Agriculture Organisation of the United Nations – Welternährungsorganisation)

Die Ursachen für diese Preisschwankungen sind komplex und werden sowohl auf politischer als auch auf wissenschaftlicher Ebene kontrovers diskutiert – umstritten ist vor allem der Einfluss der Finanzinvestoren auf die Lebensmittelpreise. Da die Verwerfungen auf den Agrarmärkten und auf den internationalen Finanzmärkten zeitlich zusammenfallen, sehen viele Marktbeobachter auch einen kausalen Zusammenhang.

### Vielfältige Gründe für volatile Agrarpreise

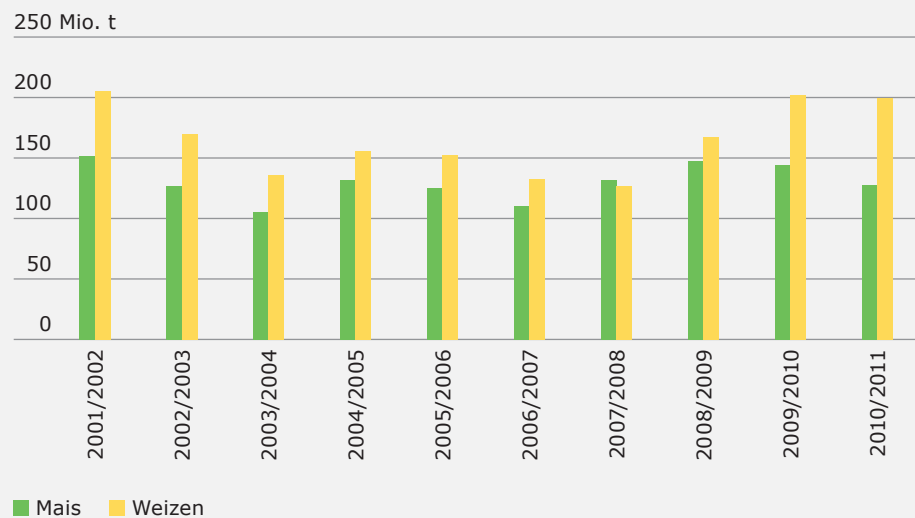
Die meisten Experten sind sich darüber einig, dass die Gründe für steigende und stark schwankende Agrarpreise auch in den Agrarmärkten selbst zu finden sind. Agrarmärkte zeigen seit jeher eine strukturelle Neigung zur Instabilität, da die meisten landwirtschaftlichen Erzeugnisse nicht nur stark saisonal geprägten Produktionsmustern, sondern auch jährlichen Angebotschwankungen unterliegen. Sofern eine Lagerung der Ware möglich ist, können Lagerbestände hier stabilisierend wirken. Eine Ursache für den starken Anstieg der Getreidepreise in den Jahren 2006 bis 2008 waren zum Beispiel die weltweit niedrigen Lagervorräte. Denn schon in den Jahren zuvor konnte die zum Teil witterungsbedingt rückläufige Produktion mit den wachsenden Konsumwünschen nicht mehr mithalten.

**Weltbevölkerung (in Mrd.) und Ackerflächen in der Welt (in Mrd. ha)**



■ Ackerland  
 ■ Weltbevölkerung  
 Quellen: FAO Statistics Division, USDA

**Weltweite Lagerbestände an Weizen und Mais (Ende des Wirtschaftsjahres)**



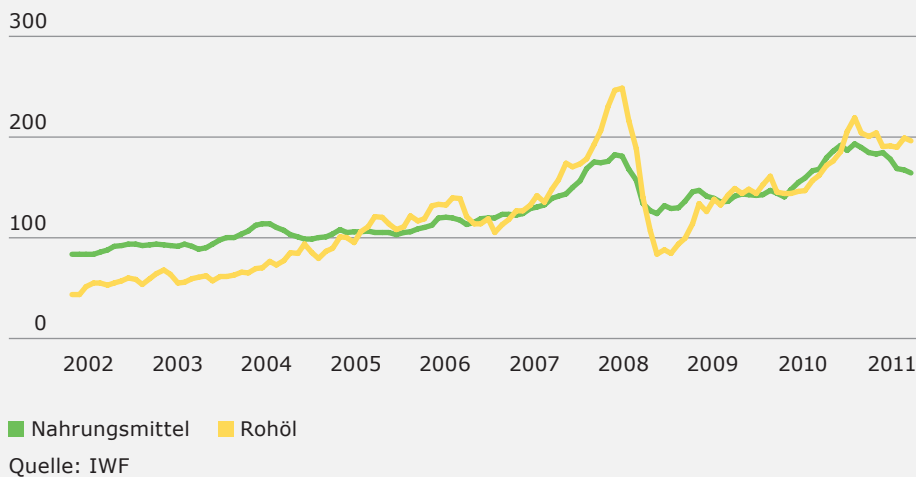
Quelle: USDA (United States Department of Agriculture)

Die Gründe hierfür sind einleuchtend und auch heute noch relevant: Denn der gleichzeitige Anstieg von Weltbevölkerung und Wohlstand lässt auch in Zukunft eine weiter ansteigende Nachfrage nach Agrarrohstoffen erwarten. Insbesondere der zunehmende Fleischkonsum in den Schwellen- und Entwicklungsländern treibt dabei die Nachfrage. Ob das Angebot in gleichem Maße Schritt halten kann, trotz Ausweitung der Anbaufläche oder Produktivitätssteigerungen, ist fraglich. Denn allein in Deutschland werden täglich ca. 90 ha Grün- und Ackerland versiegelt und aus der landwirtschaftlichen Produktion genommen. Bis 2050 wird außerdem die Weltbevölkerung auf voraussichtlich 9 Milliarden Menschen wachsen. Mit dem derzeitigen Pro-

duktionswachstum in der Landwirtschaft kann die Welternährung laut FAO aber nicht gesichert werden. Bereits an dieser Stelle wird deutlich, dass nachhaltig steigende Preise für Agrarrohstoffe auch positive Folgen haben können, denn sie lenken investives Kapital in den Sektor und induzieren technischen Fortschritt.

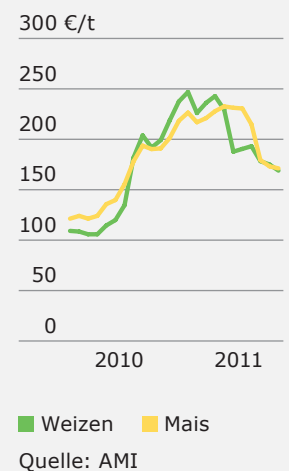
Die Agrarmärkte reagieren im Übrigen aufgrund der allgemeinen Knappheitslage besonders empfindlich auf zusätzliche Angebotsschwankungen, wie sie zum Beispiel durch Wetterkapriolen ausgelöst werden können. Aber auch protektionistische Maßnahmen einzelner Länder können Verknappungen verschärfen und Preissprünge auslösen. Vor allem deshalb, weil diese meist dann ergriffen werden, wenn die Märkte ohnehin unterversorgt sind und der inländischen Inflation bei Lebensmitteln begegnet werden soll. Dies wurde zum Beispiel im Juli 2010 deutlich, als die russische Regierung einen Exportstopp für Weizen verhängte. In der Folge stieg der Weizenpreis auf dem Weltmarkt explosionsartig an – quasi über Nacht hatte sich einer der größten Exporteure aus dem Markt verabschiedet.

**Preisentwicklung Nahrungsmittel und Rohöl (Index 2005=100)**



Ein weiterer Grund für das steigende und stark schwankende Preisniveau bei Lebensmitteln ist die zunehmende Korrelation zwischen den Agrarmärkten und den ebenfalls volatilen Energiemärkten. Zum einen ist Energie ein wesentlicher Inputfaktor bei der Erzeugung von Agrarrohstoffen, dessen Verteuerung sich langfristig auch auf das Preisniveau von Lebensmitteln auswirkt. Zum anderen sind Agrarrohstoffe auch Bioenergieträger. Der politisch gewünschte Ausbau der Bioenergie, insbesondere durch klimapolitische Vorgaben auf internationaler Ebene, lässt damit auch in Zukunft eine engere Bindung beider Märkte erwarten.

**Erzeugerpreise für Weizen und Mais in Deutschland**



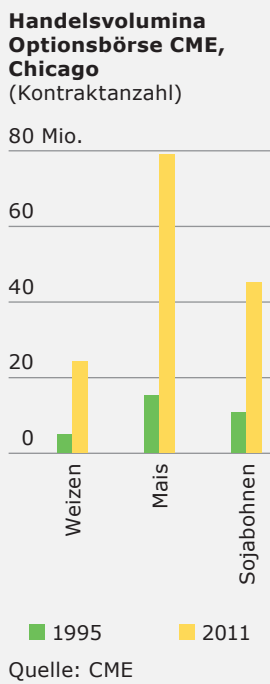
Auch der internationale Agrarhandel wird künftig weiter zunehmen. Schließlich sind Angebot und Nachfrage auf der Erde ungleich verteilt und weisen regional eine unterschiedliche Wachstumsdynamik auf. Dabei unterliegen Agrarexporte außerhalb der Eurozone und insbesondere außerhalb der EU ebenfalls hohen Schwankungen. Die wesentlichen Gründe hierfür sind Wechselkurseffekte und höhere Einkommenselastizitäten der Nachfrage nach Lebensmitteln in diesen Ländern. Durch den im Trend steigenden Export werden daher künftig auch Erzeugerpreise innerhalb der Eurozone stärker von Wechselkursrelationen und der allgemeinen weltweiten Konjunktorentwicklung beeinflusst. Eine globale Rezession wie 2009 mit sinkenden Ölpreisen, rückläufiger Lebensmittelnachfrage oder Verwerfungen an den Devisenmärkten, die wiederum Handelsströme verändern, wirkt damit stärker auf das Agrarpreisniveau ein als noch vor einigen Jahren.

Zugleich ist diese Entwicklung eingebettet in eine weit vorangetriebene Liberalisierung der europäischen Agrarmärkte. Die EU-Agrarpolitik hat den Wechsel von einer „Preispolitik“ hin zu einer „Einkommenspolitik“ vollzogen. Damit fällt der nivellierende Einfluss der Agrarmarktordnungen deutlich geringer aus. Dies konnte besonders während der Milchpreiskrise 2008/2009 beobachtet werden, als die Milchpreise in Deutschland bis auf den zuvor deutlich abgesenkten EU-Interventionspreis einbrachen. Die Reduzierung der Interventionspreise für Butter und Magermilchpulver wurde zwar schon mit der Agrarreform im Jahr 2003 eingeleitet, spürbar wurde sie für die Milcherzeuger aber erst im Jahr 2008. Die Angebots- und Nachfrageverhältnisse auf dem Milchmarkt drückten das Preisniveau damals erstmals an die Interventionsgrenze heran.

### Agrarwachstum lockt Anleger und kurbelt Derivatehandel an

Trotz zeitweise niedriger Preise für einzelne Produkte sind die Aussichten auf den Agrarmärkten insgesamt durch die weltweit steigende Nachfrage grundsätzlich positiv. Landwirtschaft ist „in“, gerade bei Kapitalanlegern. Dies gilt umso mehr angesichts der hohen Marktliquidität der letzten Jahre, die durch die Niedrigzinspolitik der wichtigsten Notenbanken aufgebaut wurde. Zudem sind einige klassische Anlageformen weggefallen - ob durch das Platzen der New-Economy-Blase Anfang des Jahrhunderts, die auf dem US-Immobilienmarkt ausgelöste Finanzkrise oder die aktuelle Staatsschuldenkrise in Europa. Auf der Suche nach neuen Anlageklassen haben Finanzinvestoren schließlich auch die Agrarrohstoffe für sich entdeckt und damit die Diskussion über den Einfluss von Spekulation auf die Agrarpreisentwicklung mit ausgelöst.

Im Zentrum der Kritik stehen Derivate, die auch als Termingeschäfte bezeichnet werden. Derivate sind Finanzinstrumente, deren Wert von Preisen oder Kursen anderer Güter, Vermögensgegenstände oder von Referenzgrößen wie z.B. Zinssätzen und Indizes abhängt. Sie können von Spekulanten genutzt werden, die sich von ihren Wetten auf künftige Entwicklungen Gewinne erhoffen, aber auch von Teilnehmern am realen Wirtschaftsgeschehen, die sich mit Derivaten gegen Preisschwankungen absichern. Vereinfacht können Derivate danach eingeteilt werden, ob sie an Terminbörsen gehandelt werden oder außerbörslich als sogenannter „OTC“-Handel, abgeleitet vom Englischen „over the counter“.

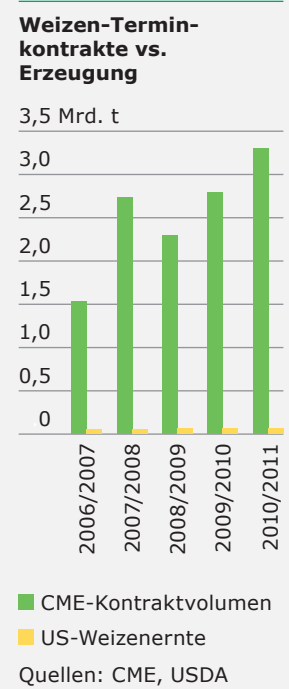


Die außerbörslichen OTC-Geschäfte werden in der Regel über Rahmenverträge abgewickelt, die an die individuellen Bedürfnisse der Kontrahenten angepasst werden. Gerade dieses Segment ist in den letzten Jahren am schnellsten gewachsen und wird deshalb besonders kritisch beäugt – nicht zuletzt, weil dieser große Markt auch noch durch eine hohe Intransparenz gekennzeichnet ist. Betrag der Nominalwert aller weltweit ausstehenden OTC-Derivate am 30.06.2000 noch rund 94 Billionen US-Dollar (USD), so waren es am 30.6.2011 schon rund 708 Billionen USD. Davon entfielen 2,6 Billionen USD auf Rohstoffderivate (Edelmetalle nicht eingerechnet).

An der Warenterminbörse werden hingegen standardisierte Lieferverpflichtungen, sogenannte Kontrakte, für Waren gehandelt. Der Handel findet dabei nicht direkt zwischen Käufer und Verkäufer statt, sondern wird über eine Clearingstelle abgewickelt. Käufer und Verkäufer müssen dort eine Sicherheitsleistung hinterlegen. Die Anzahl der an den Warenterminbörsen gehandelten Agrarterminkontrakte hat sich seit 2002 versechsfacht und entsprach im Jahr 2010 etwa 44 % der insgesamt an Börsen gehandelten Rohstoffterminkontrakte. Damit bilden Agrarrohstoffe gemessen an der Kontraktzahl die größte Anlageklasse unter den Rohstoffen. Ist die Erfüllung des Termingeschäfts nicht an die physische Lieferung des Basiswertes gebunden, kann das Handelsvolumen praktisch unbegrenzt ausgedehnt werden. Insbesondere diese theoretisch bestehende Möglichkeit wirft die Frage nach den für die Funktionsfähigkeit der Warenterminbörsen optimalen Relationen zwischen Finanz- und Realwirtschaft auf. Dabei ist die Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit einer Warenterminbörse eine ausreichende Liquidität. Erst sie ermöglicht Akteuren mit physischen Warengeschäften die Preisabsicherung im Rahmen eines effektiven Risikomanagements. Gerade die sogenannten Spekulanten sorgen für die notwendige Liquidität zur Absicherung der Hedgegeschäfte. Je liquider eine Börse – so eine weit verbreitete Auffassung –, desto eher werden Preisschwankungen geglättet und Risiken so übertragen, dass Produzenten und Abnehmer von Agrarrohstoffen über mehr Planungssicherheit verfügen. Unzureichend liquide Terminmärkte können diese Planungssicherheit ebenso wenig gewährleisten wie Terminmärkte, die durch blasenartige Übertreibungen gekennzeichnet sind. Letztere leisten ebenfalls keinen Beitrag zur Glättung von Preisschwankungen und bleiben deshalb ohne gesamtwirtschaftlichen Nutzen.

### **Einfluss der Finanzmarktakteure auf lokale Preise bleibt umstritten**

Ob die Finanzmarktakteure neben den Terminpreisen auch die Kassapreise beeinflussen können, wenn auch nur kurzfristig, ist bei Experten umstritten. Hier kommen verschiedene Studien nach wie vor zu unterschiedlichen Ergebnissen. Viele Agrarwissenschaftler und Ökonomen bezweifeln, dass Terminpreise die Preise für reale Güter treiben können. Termingeschäfte seien schließlich nichts anderes als Wetten auf zukünftige Preisentwicklungen. Die Terminmärkte könnten zwar durch übermäßige Spekulation verzerrt werden. Eine solche Situation löse sich aber schnell wieder auf, da Marktteilnehmer, die auf die falsche Karte gesetzt hätten, mit den entsprechenden Verlusten den Markt wieder verließen. Auf Terminmärkten seien die Gewinne des einen zudem immer die Verluste des anderen – ein klassisches Nullsummenspiel. Eine Rückkopplung zum Kassamarkt existiert nach diesen Einschätzungen nicht. Denn vor Ort machten die Handelspartner ohnehin nicht jeden Kursauschlag der Börsen mit. Die Börsenpreise in Chicago oder Paris seien zwar eine Orientierungshilfe, wirklich entscheidend seien aber nur die lokalen Angebots- und Nachfrageverhältnisse.



Dagegen gibt es aber auch kritische Stimmen, die die Preisleitfunktion der Terminmärkte für die Kassamärkte betonen. Die Kassapreise folgten demnach den Terminpreisen und nicht, wie es eigentlich sein sollte, die Terminpreise den Preiserwartungen für den Kassamarkt. Anbieter von Rohstoffen und Zwischenhändler könnten beispielsweise bei hohen Terminpreisen angehalten sein – in Erwartung höherer Preise auch vor Ort –, die Vermarktung hinauszuzögern. Überhitzte Terminpreise könnten dadurch zu einer spekulativen Lagerhaltung beitragen, die dann wiederum zu einem geringeren Angebot und zu höheren Preisen führen könnte. Aktuelle Studien betonen insbesondere diesen Zusammenhang. Außerdem könnte die übermäßige Aktivität von Finanzinvestoren auf den Warenterminmärkten zu einer stärkeren Koppelung dieser Märkte an die übrigen Finanzmärkte führen. Damit würden Bewegungen beispielsweise der Aktien- und Anleihemärkte oder auch der anderen Rohstoffterminmärkte auf die vergleichsweise kleinen Agrarterminmärkte übertragen, ohne dass sich hier fundamentale Faktoren, wie Lagerbestände oder Ernteaussichten, geändert hätten. Laut verschiedener Experten könnten Spekulanten Preistendenzen also auf jeden Fall beschleunigen und bei steigenden oder fallenden Preisen zumindest kurzfristige Übertreibungen auf den Terminmärkten verursachen. Spekulanten setzen dann zwar keinen Preistrend – oder kehren ihn gar um –, sie könnten ihn aber verstärken.

Weitgehende Einigkeit herrscht bei der aktuell immer wieder durch neue Studien gefütterten Diskussion über mögliche Zusammenhänge zwischen Termin- und Kassakursen erst dann wieder, wenn es um den langfristigen Zeitablauf geht. Hier sind viele Experten der Meinung, dass sich sicher niemand dauerhaft von den auf fundamentalen Daten beruhenden Preis-erwartungen lösen kann, ohne an den Terminmärkten viel Geld zu verlieren.

### **„Chocfinger“ – ein Sonderfall mit weitreichenden Folgen?**

Ein Sonderfall der Spekulation mit Agrargütern liegt vor, wenn finanzkräftige Investoren auf hinreichend kleinen Märkten auch physische Lagerkapazitäten vorhalten und damit verzerrende Preiseffekte auslösen. Denn dann kann das Angebot tatsächlich verknappt werden, und das mit – im Vergleich zu anderen Rohstoffmärkten – relativ geringem Mitteleinsatz. Ein in diesem Zusammenhang oft zitiertes Beispiel ist der Kakaomarkt, den ein Hedge-Fonds im Sommer 2010 in Aufruhr versetzt hatte. Der auch als „Chocfinger“ bezeichnete Hedge-Fonds-Manager Anthony Ward ließ sich im Juli an der Londoner Börse 240 000 Tonnen Kakao liefern, also immerhin 7 % der weltweiten Jahresproduktion. In Verbindung mit einem knappen Angebot trieb die große Lieferung den Kakaopreis Mitte Juli auf ein 30-Jahres-Hoch. Danach ging der Kakaopreis jedoch schnell und kontinuierlich wieder zurück. Ob der Fonds letztendlich erfolgreich war, ist nicht bekannt. Zwar soll er dem Vernehmen nach hohe Verluste durch Absicherungsgeschäfte vermieden haben. Es blieben jedoch zumindest die Finanzierungs- und Lagerkosten, die in Finanzkreisen auf 7 bis 10 Millionen USD pro Monat geschätzt wurden. Schon allein diese Kosten zeigen, dass Fonds sich wohl nur im Ausnahmefall große physische Mengen beschaffen werden. Aber auch wenn es unrealistisch ist, dass nach „Chocfinger“ künftig „Coffeefinger“ oder „Cornfinger“ die Welt in Atem halten, hat dieses Beispiel sicher dazu beigetragen, das einseitige und negative Bild der Spekulation mit Agrarrohstoffen zu verbreiten und den Ruf nach Regulierungsmaßnahmen zu verstärken.



## Höhere Markttransparenz ist Hauptziel der Regulierung

Bisher verfolgten alle Bestrebungen zur Marktregulierung zunächst das Ziel, für eine höhere Markttransparenz zu sorgen. Denn umfassende Informationen sind der erste Schritt hin zu einer transparenteren Preisbildung sowohl auf den Warenterminmärkten als auch auf den Agrarmärkten. Dies beginnt mit der Verfügbarkeit verlässlicher Marktdaten über Erzeugung, Lagerbestand und Verbrauch. Schließlich können durch unvollständige Informationen auch auf den physischen (Agrar-) Märkten spekulative Blasen entstehen – dafür braucht es keinen Terminhandel.

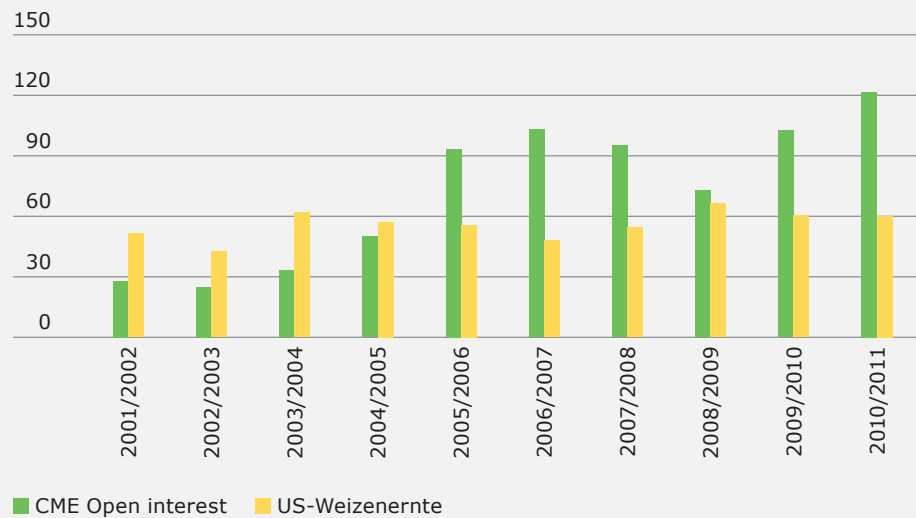
Wichtige Akzente setzte hierzu die G20-Staatengemeinschaft mit dem Mitte letzten Jahres verabschiedeten Aktionsplan „Preisschwankungen bei Lebensmitteln und Landwirtschaft“. Darin wurde unter anderem festgehalten, dass die weltweiten Marktdaten des United States Department of Agriculture (USDA) um eine weitere Datenquelle ergänzt werden. Der G20-Gipfel beschloss den Aufbau eines globalen Informationssystems über Lagerbestände und Erntemengen für die vier wichtigsten pflanzlichen Erzeugnisse, Weizen, Mais, Reis und Sojabohnen. Mit diesem Agrarmarkt-Informationssystem (AMIS), das bei der FAO angesiedelt ist und im Januar 2012 mit der Berichterstattung begonnen hat, können die Agrarmärkte künftig besser beobachtet werden.

Darüber hinaus hatten sich die G20-Staaten schon bei einem früheren Zusammentreffen verpflichtet, alle standardisierten OTC-Derivate bis Ende 2012 über zentrale Gegenparteien („Central Counter-Partys“) abzuwickeln. Zusätzlich sollen sie an ein Transaktionsregister gemeldet werden. Innerhalb der EU sollen Genehmigung und Aufsicht der zentralen Gegenparteien den nationalen Aufsichtsbehörden obliegen. Die Transaktionsregister fallen in den Verantwortungsbereich der EU-Aufsichtsbehörde ESMA. Auch hier ist also in Zukunft mehr Transparenz zu erwarten und eine Bewertung der Positionen durch die Aufsichtsbehörden möglich.

Derweil sind die USA insgesamt schon einen Schritt weiter als die EU. Berichtspflichten wurden bereits 2009 eingeführt. Somit liegen Daten über die Handelspositionen der anzeigepflichtigen Marktteilnehmer in Form einer Auflistung des „Open Interest“ vor. Dabei handelt es sich um die Summe aller zu einem gegebenen Zeitpunkt ausstehenden (offenen) Terminkontraktgeschäfte. Die Händler werden in drei Kategorien unterschieden, und zwar in „commercials“, „non-commercials“ und „non-reportables“. Die „commercials“ versuchen – als klassische Hedger – an den Warenterminbörsen ihre Preise abzusichern, die „non-commercials“ agieren mit spekulativem Hintergrund und bei den „non-reportables“ handelt es sich oft um kleinere Händler, deren Geschäfte nicht die meldepflichtige Schwelle erreicht haben.

Im Jahr 2010 wurden zudem mit der Verabschiedung des „Dodd-Frank-Act“ weitere Maßnahmen in den USA eingeführt. Hierbei handelt es sich um Positions-Limite, die überwiegende Abwicklung des OTC-Handels über Clearingstellen sowie die Stärkung der Aufsichtsbehörde Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Die tatsächliche Wirkung dieser Maßnahmen auf die Märkte kann allerdings noch nicht abschließend beurteilt werden und hängt von der konkreten Implementierung ab 2013 ab.

### Open interest (in Mio.) und US-Weizenernte (in Mio. t)



Quellen: CME, USDA

### EU-Finanzmarktrichtlinie als Kernregelwerk soll modifiziert werden

Auf europäischer Ebene hat die EU-Kommission im Oktober 2011 einen Vorschlag zur Regulierung des Derivatehandels – einschließlich des Waren-terminhandels – vorgelegt. Auch hier soll vor allem die Transparenz der Handelsaktivitäten verbessert werden. Insbesondere folgende Legislativvorschläge sind in diesem Zusammenhang von Bedeutung: die Europäische Marktinfrastrukturverordnung (EMIR), die EU-Finanzmarktrichtlinie (MIFID) sowie die Richtlinie für Marktmissbrauch (MAD). Um in zentralen Fragen eine europaweit einheitliche Umsetzung zu gewährleisten, sollen Teilbereiche der MIFID und der MAD in einer zusätzlichen Verordnung geregelt werden. Diese ist dann unmittelbar geltendes Recht und muss nicht erst – wie die Richtlinien – in nationales Recht überführt werden.

Die wesentlichen Aspekte der Regulierungsvorschläge sind:

- Einführung eines Transaktionsregisters für den OTC-Handel und verbindliche Abwicklung des standardisierten OTC-Handels über Clearingstellen.
- Umfangreichere Ermittlungs- und Sanktionsbefugnisse für Aufsichtsbehörden. Dazu gehört auch, dass Aufsichtsbehörden jederzeit in den Handel eingreifen können – beispielsweise durch Festlegung engerer Positions-Limite.
- Alle Handelsplätze müssen wöchentlich eine aggregierte Aufschlüsselung der Positionen veröffentlichen. Darin werden die Marktteilnehmer und deren Kunden in verschiedene Kategorien eingeteilt. Die Berichte der Handelsplätze sind bei Bedarf den Aufsichtsbehörden vorzuzeigen.
- Alle Handelsplätze sollen „sinnvolle“ Positions-Limite festlegen.

Unabhängig von den Regulierungsansätzen im engeren Sinne ist außerdem eine Transaktionssteuer von 0,01 % auf die Handelsumsätze in der Diskussion. Von der Steuer wäre auch der Warenterminhandel betroffen, sofern er an Börsen stattfindet.

### **Spekulation und Preisabsicherung sind zwei Seiten einer Medaille**

Die Diskussion über die Spekulation mit Agrarrohstoffen vernachlässigt oft, dass Warentermingeschäfte auch eine wichtige Rolle für die Rohstoffproduzenten, nämlich für die Landwirte, spielen. Sie können damit vor allem Preisrisiken reduzieren, die ihre Betriebe nicht zuletzt durch die Liberalisierung der europäischen Agrarmärkte immer stärker herausfordern. Weitere Gründe für die hohe Preisvolatilität wurden bereits ausführlich dargestellt.

Allerdings ist die unmittelbare Absicherung der landwirtschaftlichen Erzeugnisse über Warentermingeschäfte bisher noch kaum verbreitet. Viele Unternehmer scheuen den Einsatz aufgrund der hohen Komplexität und ihrer mangelnden Erfahrung. Zudem bindet der Handel an den Börsen zusätzliches Kapital, das dann möglicherweise an anderer Stelle fehlt. Denn jeder Käufer eines Futures muss eine Sicherheitsleistung in Höhe von ca. 8 - 12 % des nominalen Wertes der über den Future gehandelten Rohstoffmenge auf einem Konto der Börse hinterlegen. Schwankt der Wert des Futures, kann es zu Nachschusspflichten (Margin Calls) kommen. Damit geht der börsliche Terminhandel mit einem zusätzlichen Liquiditätsrisiko einher, das viele Agrarunternehmer scheuen. Sie sichern ihre Preisrisiken lieber dadurch ab, dass sie Verkaufs- bzw. Kaufzeitpunkte für die Erzeugnisse und Rohstoffe streuen. Dies kann bilateral über Lieferverträge geschehen, in denen ein Teil der zu erwartenden Ernte schon frühzeitig verkauft wird. Vor allem im Ackerbau haben Vorkontrakte mit dem Landhandel eine große und wachsende Bedeutung in der Praxis. Dabei vermarkten die Landwirte durchschnittlich etwa ein Drittel der zu erwartenden Erntemenge vorab. Auch beim Einkauf von Betriebsmitteln wie zum Beispiel bei Futtermitteln sind Jahresverträge und Kontrakte zwischen Landhandel und Erzeugern üblich.

Diese Praxis zeigt die hohe indirekte Bedeutung der Warenterminbörsen für die landwirtschaftlichen Unternehmen. Denn wenn der einzelne Landwirt einen Preis mit seinem örtlichen Landhändler aushandelt, sichert sich der Händler meist über ein Termingeschäft an den Börsen ab. Zudem werden sogenannte Prämienkontrakte angeboten. Hierbei wird die Warenterminbörse in die Preisfindung mit einbezogen. Auf diesem Weg tragen funktionierende Terminmärkte also schon jetzt sowohl zur Preisfindung als auch zu einer effektiven Risikostreuung bei.

In Anbetracht der hohen Komplexität des Handels an Terminmärkten kann die indirekte Absicherung für viele Landwirte derzeit durchaus die bessere Wahl sein. Allerdings muss Preisabsicherung schon heute unbedingt ein fester Bestandteil des betrieblichen Risikomanagements sein. Eine intensive Beschäftigung mit den Chancen und Risiken von Termingeschäften gehört für die Agrarwirtschaft zum Handwerkszeug, und es ist zwingend notwendig, sich das entsprechende Fach-Know-how kurzfristig anzueignen.

Dies gilt im Übrigen nicht nur für die Landwirtschaft, sondern auch für große Teile der Ernährungswirtschaft und der gesamten Wertschöpfungskette Nahrungsmittel.

### **Agrarwirtschaft profitiert von funktionierenden Warenterminmärkten**

Die unternehmerisch aufgestellte deutsche Land- und Ernährungswirtschaft benötigt Terminmärkte, um ihre Preisrisiken auf den globalisierten Agrarmärkten reduzieren zu können. Mit funktionierenden Terminmärkten lassen sich Preisschwankungen glätten, Risiken übertragen und so die Planungssicherheit von Produzenten und Abnehmern von Agrarrohstoffen erhöhen. Planungssicherheit wiederum ist essenziell für Investitionsentscheidungen. Sie führt langfristig zum Wachstum der landwirtschaftlichen Produktion, die im weltweiten Maßstab dringend benötigt wird.

Die Agrar- und Ernährungswirtschaft kann Risiken jedoch nur dann absichern, wenn es Marktteilnehmer gibt, die bereit sind, diese Risiken zu übernehmen. Diese Funktion können auch Kapitalanleger leisten. Wenn Spekulation und Planungssicherheit zwei Seiten einer Medaille sind, ergeben sich daraus aber auch Konsequenzen für die Gestaltung und das Ausmaß weiterer Regulierungsmaßnahmen. Es hilft keinem Hungernden auf der Welt, wenn die Spekulation mit Agrarrohstoffen so weit eingedämmt wird, dass auch die Agrarproduzenten darunter leiden. Terminmärkte benötigen vor allem ausreichend Liquidität, um ihre wichtige gesamtwirtschaftliche Funktion erfüllen zu können. Es ergibt also keinen Sinn, Kapitalanleger generell von den Märkten auszuschließen. Denn Spekulation ist nicht per se negativ, wenn sie auf Basis reeller, frei zugänglicher Informationen und ohne Marktmanipulation erfolgt.

Andererseits bleiben auch Warenterminbörsen ohne gesamtwirtschaftlichen Nutzen, wenn Unternehmen der Agrar- und Ernährungswirtschaft den Börsen deshalb fernbleiben, weil sie in den aktuellen Terminpreisen anstelle realistischer Preiserwartungen vor allem blasenartige Übertreibungen vermuten. In diesem Fall tragen Warenterminmärkte weder zur Informationseffizienz noch zur Glättung von Preisschwankungen oder zur Planungssicherheit der Agrarunternehmen bei.

Deshalb sind umfassende Informationen über die tatsächliche Bestands- und Versorgungslage der physischen Märkte der erste Schritt, um gefährlichen Spekulationsblasen ihren Nährboden zu entziehen. Die Initiativen der G20-Staaten zum Aufbau eines weiteren weltweiten Marktinformationsdienstes sind in diesem Zusammenhang zu begrüßen. Dies gilt gleichermaßen für die Regulierungsvorschläge der EU-Kommission zum Derivatehandel. Sie verbessern die Informationen über die gehandelten Kontrakte und die handelnden Marktteilnehmer und sorgen für eine höhere Markttransparenz. Gleichzeitig besteht dadurch die Möglichkeit, bei Bedarf aufsichtsrechtlich in den Handel eingreifen zu können.

Es bleibt zu hoffen, dass die Bemühungen um eine höhere Markttransparenz bald von Erfolg gekrönt sein werden. Denn wenn die Terminpreise näher an den tatsächlichen Preiserwartungen liegen, dann wird auch die Agrar- und Ernährungswirtschaft dieses Instrument stärker nutzen können und zu einer austarierten Balance zwischen Finanz- und Realmärkten beitragen. Tendenziell dürfte sich mehr Planungssicherheit positiv auf die Wirtschaftskraft der Landwirtschaft auswirken und damit auch der Welternährung insgesamt nützen. Die Regulierung sollte deshalb grundsätzlich mit Augenmaß gestaltet werden, um die Funktionsweise des Terminhandels zu optimieren und nicht zu beeinträchtigen.

## Veröffentlichungen zum Thema Nahrungsmittelspekulation

Autor	Organisation	Titel
Schmitz, M.	Union zur Förderung von Oel- und Proteinpflanzen e.V. (UFOP), Februar 2012	Bestimmungsgründe für das Niveau und die Volatilität von Agrarrohstoffpreisen auf internationalen Märkten – Implikationen für Welternährung und Politikgestaltung
Adämmer, P., Bohl, M.T. & Stephan, P.M.	Universität Münster, Dezember 2011	Speculative Bubbles in Agricultural Prices
Lagi, M., Bar-Yam, Y., Bertrand, K.Z. & Bar-Yam, Y.	NECSI (New England Complex Systems Institute), September 2011	The Food Crises: A quantitative model of food prices including speculators and ethanol conversion
	OECD, FAO, 2011	OECD-FAO Agricultural Outlook 2011
Von Witzke, H. & Noleppa, S.	Hffa (Humboldt Forum for Food and Agriculture), 2011	The economics of Rumpelstiltskin; Why speculation is not a prime cause of high and volatile international agricultural commodity prices: An economic analysis of the 2007-08 price spike
Schumann, H.	Foodwatch, 2011	Die Hungermacher. Wie Deutsche Bank, Goldman Sachs & Co. auf Kosten der Ärmsten mit Lebensmitteln spekulieren.
Bass, H.-H.	Welthungerhilfe, Mai 2011	Finanzmärkte als Hungerverursacher?
Flassbeck, H.	UNCTAD, Juni 2011	Price Formation in Financialized commodity markets: The Role of Information
	FAO, IFAD, IMF, OECD, UNCTAD, WFP, World Bank, WTO, IFPRI, UN HLTF, Juni 2011	Price Volatility in Food and Agricultural Markets: Policy Responses
Müller, D.	MISEREOR (Bischöfliches Hilfswerk), Oktober 2011	Unschuldsmymen – Wie die Nahrungsmittelspekulation den Hunger anreizt
Gilbert, C. L.	Journal of Agricultural Economics, 2010	How to Understand High Food Prices
Irwin, S.H. & Sanders, D.R.	OECD, 2010	The Impact of Index and Swap Funds on Commodity Futures Markets; Food, Agriculture and Fisheries, Working Paper, No 27
Hernandez, M. & Torero, M.	IFPRI, Juni 2010	Examining the Dynamic Relationship between Spot and Future Prices of Agricultural Commodities
Baffes, J. & Haniotis, T.	The World Bank, Juli 2010	Placing the 2006/08 Commodity Price Boom into Perspective, Policy Research Working Paper 5371
	Institute for Agriculture and Trade Policy, Januar 2009	Betting Against Food Security: Futures Markets Speculation
Von Braun, J., Robles, M. & Torero, M.	IFPRI, Februar 2009	When Speculation Matters
Timmer, C.P.	FAO, Agricultural Development Economics Division, April 2009	Did Speculation Affect World Rice Prices? ESA Working Paper No. 09-07
Trostle, R.	USDA, Juli 2008	Global Agricultural Supply and Demand: Factors Contributing to the Recent Increase in Food Commodity Prices

## Thesen

Hohe Preise auf den Weltagrarmärkten, insbesondere aufgrund von Spekulation mit Agrarrohstoffen, sind nicht verantwortlich für Hunger in den Entwicklungsländern. Die Preisentwicklung auf den Agrarrohstoffmärkten ist vor allem das Ergebnis fundamentaler Angebots- und Nachfragekräfte. Der preistreibende und preisstabilisierende Beitrag von Spekulationen sei empirisch nicht nachgewiesen.

Spekulanten haben den Weltmarkt für Getreide in den vergangenen zehn Jahren deutlich instabiler und schwankungsanfälliger gemacht.

Zwischenhändler würden das Angebot auf dem Spotmarkt tatsächlich verknapfen, wenn die Future-Preise spekulationsbedingt gestiegen sind. Dann würde es sich lohnen, einen Teil des Getreides vorerst nicht zu verkaufen, sondern zu lagern. Die Folge seien steigende Spotpreise.

Die meisten Forscher stimmen darin überein, dass ein hohes Maß an Spekulationen an den Terminmärkten die Preisbewegungen auf kurze Sicht verstärken kann. Für längerfristige systemische Auswirkungen auf die Volatilität finden sie aber keine eindeutigen Belege.

Spekulationen haben nur einen geringen Einfluss auf die Spotpreise.

Die Spekulanten verhalten sich auf den Terminmärkten derzeit nicht normal, sondern kaufen unbeeinflusst von Angebots- und Nachfrageentwicklung kontinuierlich über einen längeren Zeitraum hinweg. Dadurch verteuern sie künstlich die Future-Preise und damit eben auch die Spot-Preise.

Da Spekulanten vorwiegend in Long-Positionen rollieren, wird dem Markt sogar eher Liquidität entzogen. Die Spekulationen hätten die Preise für Weizen, Mais und Soja im Jahr 2008 um bis zu 15% nach oben getrieben.

Es existiert eine Korrelation von verschiedenen Agrar- und Finanzmärkten bei Terminmärkten. Veränderungen in Terminpreisen führen öfter zu Veränderungen in Kassapreisen als umgekehrt. Einigkeit besteht darüber, dass Finanzinvestoren Preise nicht langfristig beeinflussen können, aber sie können kurzfristig zu höherer Volatilität und Preisverzerrungen führen.

Es ist nicht eindeutig, welchen Einfluss die Terminmärkte und Spekulationen auf die Preise haben. Analysten hätten hierzu unterschiedliche Meinungen. Zusätzliche Forschung sei hier nötig.

Der zentrale Einfluss von Spekulationen auf die Preisentwicklung bei Grundnahrungsmitteln in Entwicklungsländern ist kaum zu leugnen. Die Preise von Terminmärkten wirken sich über verschiedene Kanäle auf die realen Märkte aus.

Index-basierende Investments auf dem Agrarterminmarkt werden als ein Hauptverursacher für die gestiegenen Nahrungsmittelpreise 2007–2008 identifiziert.

Terminpreise werden nicht beeinflusst: Nullsummenspiel. Physischer Markt durch Angebot und Nachfrage bestimmt, Spekulation verbessert Preisfindung.

Veränderungen in Terminpreisen führen öfter zu Veränderungen in Kassapreisen als umgekehrt. Die durchgeführten Kausalitätstests zeigen, dass die Terminmärkte die Kassamärkte beherrschen. Der Informationsfluss zwischen Termin- und Kassamarkt hat sich in den letzten 15 Jahren intensiviert.

Das Preishoch aus den Jahren 2006/2008 war ein "perfect storm". Fundamentale Faktoren waren für das Preishoch verantwortlich. Die Aktivität der Indexfonds hat den Preisausschlag aber zusätzlich erhöht.

Rohstoffspekulationen werden als ein Faktor für die Preisanstiege 2008 anerkannt.

Übermäßige Spekulation am Rohstoffterminmarkt kann im Prinzip die Terminpreise und – durch Arbitrage-Möglichkeiten – auch die Kassapreise über das durch Nachfrage und Angebot begründbare Niveau steigern.

Die Beeinflussung der Kassapreise kann durch Spekulanten am Terminmarkt, die kein Interesse am eigentlichen physischen Besitz haben, sondern einfach nur auf erwartete Preisänderungen wetten, besser erklärt werden, als durch einfache Lagerhaltung.

Die kurzfristige Volatilität der Agrarpreise könnte durch den computerisierten Handel gestiegen sein.