

THEMA

TERMINBÖRSEN FÜR AGRARROHSTOFFE

Gerissene Spekulanten, arglose Bauern?

Stefan Frank

2008 kam es zu enormen Preissteigerungen für Agrarrohstoffe und damit zur Nahrungskrise. In vielen globalisierungskritischen Analysen wird die Spekulation an Finanzmärkten dafür verantwortlich gemacht.

Im ersten Halbjahr 2008 schienen die Preise von Agrarrohstoffen kein Halten mehr zu kennen. Innerhalb von sechs Monaten verteuerten sich Mais, Soja, Weizen oder Hafer um mehr als 50 Prozent. Dafür gab es mehrere Gründe. Häufig genannt wurden Agrotreibstoffe und die Änderung der Ernährungsgewohnheiten in Asien: Das eine bedeutet, dass ein Teil der Ernte zu Ethanol verarbeitet wird, das andere hat zur Folge, dass jener Teil der landwirtschaftlichen Nutzfläche wächst, auf dem Futterpflanzen für Rinder und Schweine angebaut werden.

Weniger beachtet, wenngleich vermutlich wichtiger, waren monetäre Faktoren: Während hohe Zinsen dazu führen, dass Geld in Staatsanleihen fließt, treiben niedrige Zinsen in Zeiten stabiler Konjunktur (und nur dann!) das Kapital in Rohstoffe, da Anleihen weniger attraktiv sind und die Kosten der Lagerhaltung von Rohstoffen (Kosten verstanden als entgangene Zinsen) gering sind. Die erhöhte Anlegernachfrage trieb im Frühjahr 2008 die Preise hoch, hinzu kam die Angst vor einer starken weltweiten Inflation, die zu einer Flucht aus inflationsgefährdeten Kapitalanlagen führte. Vor allem der US-Dollar galt als riskante Währung - zwischen September 2007 und April 2008 verlor die amerikanische Währung gegenüber dem Euro fast zwanzig Prozent an Wert. Am stärksten betroffen von der Nahrungskrise waren darum jene Länder, die ihre Währungen an den Dollar gekoppelt hatten, wie z.B. die Golfstaaten. Was die Bevölkerung dort als teilweise existenzbedrohende Preissteigerung erlebte, war zum großen Teil der Effekt des schwindenden Außenwerts der jeweiligen Währung.

Umstritten ist, welchen Einfluss Hedgefonds auf die Preise der Agrar-

rohstoffe hatten. Diese Debatte wurde allerdings weitgehend ohne Empirie geführt: Diejenigen, die behaupteten, Spekulation treibe die Preise hoch, blieben den Beweis dafür schuldig, während ihre Gegner nichts vorbrachten, was die These widerlegt hätte. Bevor wir diesem Problem auf den Grund gehen, müssen wir einige Bemerkungen über das Wesen des Termingeschäfts und des Hedging vorausstellen.

Bauer sucht Müller

Ein Termingeschäft ist ein Vertrag, der heute abgeschlossen, aber

vorher fixierten Preis liefern. Der Käufer ist verpflichtet, sie abzunehmen. Will er keine physische Lieferung, muss er den Kontrakt entweder vorher verkaufen oder am Verfalltag in den nächsten Kontrakt überwechseln. Termingeschäfte gibt es bereits seit der Antike, im 17. Jahrhundert gab es in Japan schon eine Terminbörse für Reis und Seide.

Termingeschäfte ermöglichen den Landwirten, Preisrisiken zu verringern. Nehmen wir an, ein Bauer¹ hat auf seinem Feld Weizen in einer Menge, die zehn Terminkontrakten entspricht. Der Preis steigt oder fällt jeden Tag, und so schwankt auch der

die Juli-Preise für ihn bedeutungslos. Die Terminbörse ermöglicht ihm, den Preis zu kassieren, den er erhalten würde, wenn er seinen Weizen im Juli geliefert hätte. Hinzu kommen zwei weitere Vorteile: Er muss nicht dann verkaufen, wenn der Höhepunkt der Ernte erreicht und das Angebot groß ist - die Preise also möglicherweise sehr niedrig sind. Außerdem erhält er das Geld bereits im Juli und kann es anderweitig investieren.

Auch ein Müller (bzw. Nahrungsmittelhersteller) kann von der Terminbörse profitieren, indem er den Weizen dann kauft, wenn er glaubt, dass der Preis günstig ist. Der Bauer und der Müller sichern sich gegen Preisveränderungen ab: der eine gegen fallende, der andere gegen steigende Preise. Der Fachbegriff für diese Absicherung lautet Hedging.²

Die Parteien, die einen Terminkontrakt abschließen, um sich vor Preisschwankungen zu schützen, müssen aber nicht unbedingt derselben Branche angehören. Es ist beispielsweise folgender Fall denkbar: Ein Ölkonzern plant ein Projekt, das nur bei einem Ölpreis von mindestens 70 Dollar pro Barrel rentabel ist. Diesen Preis sichert er langfristig ab. Sein Vertragspartner (Kontrahent) ist eine Fluggesellschaft, die sich vor steigenden Kerosinpreisen schützen möchte. Sie hat ausgerechnet, dass sie nur Gewinne macht, solange der Ölpreis nicht höher steigt als 70 Dollar. Der Ölkonzern und die Fluggesellschaft gehen nun ein Termingeschäft ein, bei dem beide Seiten profitieren. Ein Preis wird festgeschrieben, bei dem sowohl der Ölkonzern als auch die Fluggesellschaft rentabel operieren können. Eine andere Möglichkeit eines branchenübergreifenden Geschäfts wäre ein Devisentermingeschäft, bei dem ein deutscher Autohersteller und ein Softwareunternehmen aus den USA, die beide bedeutende Einnahmen im jeweils anderen Land haben, ihre Gewinne gegen Wechselkursschwankungen absichern. Ohne diese Möglichkeit könnte es passieren, dass der Wechselkurs auf ein Niveau steigt oder fällt, das das Exportgeschäft ei-



ILLUSTRATION: DANZOOR / XING

Branchenfremde Anleger: die Hedgefonds.

erst in der Zukunft erfüllt wird. Termingeschäfte können theoretisch auf jede beliebige Ware abgeschlossen werden. An den Terminbörsen werden aber nur bestimmte Produkte gehandelt, zum Beispiel Kontrakte auf Aktien, Devisen, Indizes, Anleihen, Zinsen und Rohstoffe. Die Kontrakte sind standardisiert; das heißt, die Qualität der Ware, die Menge pro Kontrakt, Erfüllungszeitpunkt und -ort sind von der Terminbörse festgelegt. Der Verkäufer muss die Ware am vereinbarten Termin zu dem

mögliche Gewinn des Bauern realisieren kann er ihn aber erst nach der Ernte, wenn er den Weizen verkauft, zu dem dann aktuellen Preis. Das wäre ein Geschäft am Kassamarkt. Was aber, wenn im Juli die Preise auf ein Niveau steigen, das der Bauer attraktiv findet und zu dem er zumindest einen Teil seiner Ernte gerne verkaufen würde, weil er annimmt, dass die Preise im Oktober niedriger sein werden? Da er noch nicht geerntet hat, kann er ja noch nicht liefern. Wenn er im Oktober verkauft, sind

ner der beiden Parteien unrentabel macht.

Termingeschäfte ermöglichen also einen Effizienzgewinn, da Güterproduktion und -austausch stattfinden, die ohne die Absicherung nicht möglich wären oder zumindest sehr viel riskanter. Eine solche Absicherung wäre auch durch einen individuellen, außerbörslichen Vertrag möglich. Doch die Terminbörse schafft, indem sie Tausende von Käufer und Verkäufer zusammenbringt, erst die Voraussetzung, dass laufend Kontrakte zustande kommen. Der Bauer (sprich die produzierenden Agrarkonzerne), der verkaufen möchte, findet auch einen Käufer (also diejenigen Unternehmen, die in der Weiterverarbeitung und Verteilung der Nahrungsmittel tätig sind). Zudem garantiert die Terminbörse die Erfüllung des Vertrags. Der Käufer oder Verkäufer einer Option hat nicht das Risiko, dass der Vertragspartner nicht zahlen oder nicht liefern kann, denn juristisch bestehen zwei separate Verträge: ein erster zwischen der zur Terminbörse gehörigen Abrechnungsstelle - dem Clearinghaus - und dem Terminkäufer, und ein zweiter zwischen Clearinghaus und Terminverkäufer.

Commercials und Speculators

Wie stark Hedgefonds an den Warenterminbörsen aktiv sind, darüber gibt jeden Freitag der Report „Commitment of Traders“ (COT) Aufschluss. Herausgegeben wird er von der „Commodity Futures Trading Commission“ (CFTC, www.cftc.gov), jener Behörde, die in den USA für die Kontrolle von Termingeschäften zuständig ist. Schauen wir uns einen solchen Bericht an. Er ist unterteilt in „Commercials“ und „Non-Commercials“. Die Commercials sind die Unternehmen, die in der Branche tätig sind, im Falle des Weizens also etwa Agrarunternehmen auf der einen Seite und Nahrungsmittelkonzerne auf der anderen. Die Non-Commercials werden auch als „Traders“ oder „Speculators“ bezeichnet: Branchenfremde, die ein rein spekulatives Interesse haben, also etwa Hedgefonds. Ein einzelner Bauer, der über seine Bank ein kleineres Termingeschäft veranlasst, ist theoretisch zwar auch ein Commercial, fällt aber im COT-Report je nach dem Umfang seines Geschäfts entweder unter die Rubrik „small speculator“ (Kleinanleger) oder „non-re-

portable positions“ (nicht berichtenswerte Positionen).

Der Zweck des COT-Reports ist es, zu zeigen, auf welche Markttrichtung die verschiedenen Gruppen setzen. Deshalb sind die Positionen der Commercials und der Non-Commercials aufgliedert in „Long“- und „Short“-Positionen: die, die auf steigende Kurse setzen und ihre Kontrahenten, die fallende Kurse erwarten. Auch die Anzahl der Kontrakte findet man, an ihr kann man ablesen, ob die Zahl der Long- bzw. Shortpositionen gegenüber der Vorwoche erhöht oder vermindert wurde. Da auf jeden Käufer ein Verkäufer kommen muss, gleichen Long- und Short-Positionen einander immer aus.

Der COT-Bericht enthält außerdem den Saldo aus den jeweiligen Long- und Shortpositionen, so dass erkennt-

Nettopositionen der beiden Händlergruppen zeigt, dass die Commercials fast immer netto short sind, die Non-Commercials oder Spekulanten aber fast immer netto long (das überrascht nicht, da unter den Commercials ja diejenigen sind, die die Ware bereits besitzen und verkaufen wollen). Während des Preisanstiegs haben die Hedgefonds ihre Long-Positionen immer mehr ausgebaut, während die Commercials ihre Short-Positionen immer weiter vergrößert haben. Bei jedem Preisanstieg gingen sowohl die Zahl der Long-Positionen der Hedgefonds als auch die der Shortpositionen der Commercials nach oben, während sich bei fallenden Preisen beide verringerten.

Die Hedgefonds handeln prozyklisch, die Commercials antizyklisch.³ Die Hedgefonds verstärken daher oft

die Speculators falsch. Das ist kein Wunder, schließlich haben die Commercials jeden Tag mit dem Produkt zu tun, das sie handeln. Sie kennen Angebot und Nachfrage und verfügen über jahrzehntelange Erfahrung, während Hedgefondsmanager ihr Wissen aus der Zeitung beziehen und meistens ins Blaue hinein investieren.

Manche Menschen haben die Vorstellung, auf den Terminmärkten zögen die Spekulanten die Bauern über den Tisch. Das hat mit der Wirklichkeit nichts zu tun, sondern entspringt einem bestimmten Menschenbild: dem des hochintelligenten Spekulanten auf der einen Seite, und dem einfach gestrickten, hilflosen Bauern auf der anderen (eine Vorstellung, die für die Spekulanten schmeichelhafter ist als für die Bauern).

Beispiele für dieses Missverständnis bietet ein Beitrag mit dem Titel „Spekulation untergräbt Recht auf Nahrung“, den der Attac-Theoretiker Peter Wahl kürzlich veröffentlicht hat (siehe www.weed-online.org). Wahl beschäftigt sich darin mit dem Einfluss der Hedgefonds auf die Rohstoffpreise. Dabei entwirft er ein wirklichkeitsfremdes Szenario, in dem die Hedgefonds Geld scheffeln, während die Bauern die Gelackmeierten sind. In dem Beispiel, das er anführt, treffen wir unseren Bauern und den Müller wieder. Statt gleich an der Terminbörse miteinander einen Kontrakt abzuschließen, verhalten sie sich bei Wahl sehr eigentümlich: Sie rufen einen Spekulanten an.

In den Worten von Wahl: „Die Logik ist folgende: ein Bauer vereinbart im Januar mit einem Spekulanten, dass dieser die Ernte im August zu einem festen Preis abnimmt... Er hat das Risiko an den Spekulanten übertragen. Sicherheit gibt es aber nicht umsonst. Zum einen muss der Bauer eine Gebühr für das Derivat bezahlen. Zum anderen wird der Derivateverkäufer im August versuchen, dem Müller, der die Ernte dann tatsächlich kauft, um Mehl daraus zu mahlen, ebenfalls einen entsprechenden Future zu verkaufen... Für den Endpreis der Ernte bedeutet das, dass dieser höher ist, als wenn unter den gleichen Bedingungen der Bauer direkt an den Müller verkauft hätte, denn die Risikoprämie des Derivatehändlers geht zwei Mal in den Preis ein.“

Bauer und Müller müssten tatsächlich schön blöd sein, wenn sie



ILLUSTRATION: DANZ08 / XING

Branchenzugehörige Anleger: auch Bauern agieren als „Commercials“.

lich wird, ob die Commercials und Non-Commercials in ihrer jeweiligen Gesamtheit auf steigende oder fallende Preise setzen. Wenn wir wissen wollen, welche Rolle die Hedgefonds in den letzten Jahren an den Rohstoffmärkten gespielt haben, müssen wir ihre jeweiligen Positionen in eine Beziehung zum jeweiligen Preis des Produkts setzen.

Nehmen wir den Mais-Kontrakt. Der Preis eines Kontrakts (über 5.000 Scheffel) lag Anfang 2006 bei zwei US-Dollar pro Scheffel. Bis Frühjahr 2007 stieg er auf 4,50 Dollar, korrigierte im Sommer 2007 auf drei Dollar, bevor er dann innerhalb eines Jahres auf das Rekordhoch von acht Dollar kletterte. Ein Blick auf die Entwicklung der

kurzfristige Preistrends. Zwischen Juli und November 2008 ist der Maiskontrakt um mehr als 60 Prozent gefallen. In dieser Zeit haben die Hedgefonds die meisten Kaufkontrakte verkauft (vielfach gezwungenermaßen, weil Kunden Hedgefonds-Anteile zurückgegeben haben und so Kapital aus dem Fonds herausfloss), während die Commercials ihre Shortpositionen weitgehend aufgelöst haben.

Wirklichkeitsfremde Szenarien

Es ist ein ehernes Gesetz, dass an jedem Wendepunkt des Marktes (also etwa im Sommer 2008, als die Rohstoffpreise Rekordpreise erreichten) die Commercials richtig liegen,

sich darauf einließen. Das Missverständnis rührt daher, dass Wahl den Spekulanten für einen notwendigen Zwischenhändler hält, was er aber nicht ist. Zwar ist es möglich, dass der Bauer einen Kontrakt verkauft, den ein Spekulant erwirbt, der ihn an einen Müller weiterverkauft. Das wäre aber Zufall. Die Spekulanten sind keine Intermediäre, sondern normale Käufer oder Verkäufer, genauso wie die Bauern und die Müller.

Im Irrtum liegt Wahl auch mit seiner Einschätzung der Commercials, also der Bauern und Müller. Aus der Tatsache, dass für sie die Terminbörse auch ein Instrument zur Preissicherung ist, schließt er, dass es nichts anderes sei: „Ohne Future hätte der Bauer weniger erlöst als mit. Der Derivatehändler macht dann Verlust. Umgekehrt hätte der Bauer ohne Future und bei knappem Angebot (und folglich steigenden Preisen) mehr bekommen als mit dem Future. Diesen Gewinn schöpft jetzt der Spekulant ab.“ Er „schöpft ihn ab“, ganz mühelos. Dass auch der Bauer und der Müller einen rein spekulativen Gewinn auf Kosten des Spekulanten machen können, kommt Wahl nicht in den Sinn - obwohl es die Regel ist.

Der Bauer als Spekulant

Aus Sicht der Commercials hat die Anwesenheit der Spekulanten zwei Vorteile. Der eine ist, dass sie jemanden haben, aus dessen Gier und Dummheit sie Kapital schlagen können; der andere, dass die Terminbörsen nur durch die Spekulanten so liquide sind. Wenn der Bauer an der Terminbörse nur an den Müller verkaufen könnte, wäre der Handel sehr viel dünner. Spekulanten tragen somit dazu bei, dass die Terminbörse funktioniert.

Unter „Bedingungen einer Marktwirtschaft und ihren Unwägbarkeiten“ besitze „dieses System“ durchaus „seine Rationalität“, schreibt Wahl. Dies heiße aber nicht, „dass es keine Alternativen zu dieser Variante von Spekulation gäbe. So ließe sich die Versicherungsfunktion und Planbarkeit auch mit anderen Instrumenten erreichen, z.B. eine Produzenten- und/oder Konsumentenversicherung... oder durch staatliche Preisgarantien.“ Was würde passieren, wenn man diesen Vorschlägen folgte? Die Versicherung, die Wahl vorschwebt, wäre nichts anderes als ein klassisches Termin-

geschäft. Und staatliche Preisgarantien sind keineswegs immer sinnvoll. Es gab sie in der EU bis vor kurzem beispielsweise für Zucker. Dadurch wurden in Europa Zuckerüberschüsse produziert, die auf dem Weltmarkt die Preise gedrückt haben.

Vorschläge, Spekulation und Absicherung zu trennen, sind fruchtlos. Spekulation wird es immer geben. Sie entsteht daraus, dass jeder Bauer Entscheidungen treffen muss, die die Zukunft betreffen, die Zukunft aber unbekannt ist, man also nur raten kann, wie sie aussieht. Dieses Raten bezeichnen wir als Spekulation. Würden die Hedgefonds dazu übergehen, statt der Terminkontrakte die physische Ware zu erwerben, wäre das für die Versorgung der Welt viel gravierender als die Schwankungen, die sie an den Terminbörsen auslösen.



Hedgefonds und Commercials - Spekulieren gehört im Kapitalismus zum nötigen Geschäft.

Und mehr als kurzfristige Schwankungen sind es nicht. Auf den langfristigen Preistrend haben sie keinen Einfluss: Immer wenn Hedgefonds am euphorischsten sind, bricht der Preis ein und sie verkaufen.

Hedgefonds sind am Ende

Die an der Rolle der Hedgefonds geübte Kritik ist allerdings dennoch zu einem Teil berechtigt. Die heftigen kurzfristigen Preisbewegungen, die sie durch ihr prozyklisches Handeln erzeugen, können für Produzenten und Verbraucher sehr schädlich sein. Das gilt vor allem für Bauern, die sich von kurzfristigen Preiskapriolen täuschen lassen und Entscheidungen

treffen, die sich hinterher als falsch erweisen: beispielsweise auf dem Höhepunkt der Maisspekulation einen Kredit aufnehmen, um den Maisanbau auszuweiten.

Doch die Zeit der Hedgefonds ist ohnehin vorbei. Insider schätzen, dass 50 bis 70 Prozent von ihnen verschwinden werden. Sie machen bankrott, weil sie keine ökonomische Daseinsberechtigung haben: Sich Geld zu leihen, um damit durch riskante Termingeschäfte mehr Geld zu machen, ist keine tragfähige Geschäftsidee. Hedgefonds und Private Equity (Beteiligungen an Unternehmen jenseits von Aktien) waren ein Symptom der Kreditschwemme, die von der Niedrigzinspolitik der Notenbanken erzeugt wurde und die zu Blasen an Aktien-, Immobilien-, Kunst- und Rohstoffmärkten geführt hat. Nach deren

Stefan Frank veröffentlicht unter anderem in der Zeitschrift konkret. Er ist Herausgeber des Buches „What's new, economy? Die Transformation der Weltwirtschaft“ (konkret-Texte 44, Hamburg 2007).

1 Bei der hier zur Veranschaulichung eingeführten Figur des „Bauern“ handelt es sich nur selten um einfache Landwirte. Es sind meist Großbauern oder Agrarunternehmen, die an Terminbörsen handeln. Ähnliches gilt für den „Müller“. „Landwirte spekulieren nicht gern“, antwortete Friedhelm Schneider, der Präsident des Hessischen Bauernverbandes, in einem Interview der „Frankfurter Rundschau“ auf die Frage, warum nicht mehr Bauern im Sommer ihre Ernte an der Terminbörse verkauft hätten. Theoretisch steht die Terminbörse jedoch allen offen.

2 Hedging ist nicht zu verwechseln mit den Aktivitäten der Hedgefonds. Letztere sind Investmentfonds mit einer meist sehr spekulativen, risikoreichen Anlagestrategie und sehr hohen Renditezielen. Das investierte Kapital stammt zum großen Teil aus Krediten. Hedgefonds setzen oft Derivate als Finanzinstrument ein. Dies sind Verträge, deren Preise abgeleitet werden von einer marktbasieren, handelbaren Bezugsgröße (Basiswert), wie etwa Wertpapiere, Indizes, Zinssätze, Devisenkurse oder Rohstoffpreise. Ein weiteres Instrument sind Futures, verbindliche Kontrakte zwischen zwei Parteien, die zu einem festen Termin fällig werden.

3 Prozyklisches Verhalten bedeutet, bei steigenden Kursen zu kaufen und bei fallenden Kursen zu verkaufen. Es ist trendverstärkend. Antizyklische Anleger kaufen bei fallenden und verkaufen bei steigenden Kursen.

Platzen liegt die Gefahr für die Ernährung der Menschheit nun darin, dass der Überfluss an Kredit umgeschlagen ist in chronischen Kreditmangel. Trotz extrem niedriger Zinsen und staatlicher Rettungsprogramme schränken Banken ihre Kreditvergabe drastisch ein.

Bauern in aller Welt erhalten nun oft keine Darlehen mehr, die sie brauchen, etwa für den Kauf von Düngemitteln und Saatgut. Während Billionen Euro in die Sanierung maroder Banken fließen, ist von der Krise der Landwirtschaft keine Rede. Damit dieses Thema Interesse weckt, müssen erst wieder die Preise steigen.