Das FAZ-Essay „Die Moral der Agrar-Spekulation“ des Wirtschaftsethikers Ingo Pies hat sowohl in der Öffentlichkeit, als auch unter Ökonomen, hohe Wellen geschlagen. In der letzten Woche sind auch die NachDenkSeiten bereits auf diesen Text eingegangen. Als inhaltliche Ergänzung auf unsere Kritik und Überblick zum aktuellen Stand der Wissenschaft möchten wir unseren Lesern heute die Stellungnahme von Markus Henn, der sich für die Organisation WEED sehr ausführlich mit dem Themenbereich „Spekulation mit Lebensmitteln“ beschäftigt hat, als Gastartikel vorstellen. Von **Jens Berger**

Wissenschaft und Spekulation

Kommentar zu „Ethik der Spekulation: Wie (un-)moralisch sind Finanzmarktgeschäfte mit Agrarrohstoffen?“ und „Wirtschaftsethik konkret: Wie (un)moralisch ist die Spekulation mit Agrarrohstoffen?“ von Prof. Ingo Pies.

Von Markus Henn

Der Wirtschaftsethiker Professor Ingo Pies wirft in seinen Texten einigen Nichtregierungsorganisationen (NGOs) vor, sich alarmistisch auf das Thema Nahrungsmittelspekulation zu werfen und damit dem Kampf gegen den Hunger einen Bärendienst zu erweisen, weil die wahren Ursachen verschleiert würden. Sein eigenes Vorgehen trägt jedoch viele Züge dessen, was er den NGOs vorwirft.

Irrungen, Wirrungen

Es beginnt damit, dass Pies sich dezidiert zu einem Thema äußert, zu dem er selbst nur ein rudimentäres, schnell zusammengelesenes Wissen hat. Seine Publikationen weisen in keiner Weise darauf hin, dass er sich mit Agrarmärkten, Warenterminmärkten oder auch sonstigen Derivatemärkten auf ernsthafte Weise beschäftigt hätte. Er selbst gibt zu, dieses Thema erst kürzlich für sich entdeckt zu haben. Dass er als Neuling bei einem Thema dennoch die Arroganz besitzt, einer Organisation wie Oxfam vorzuwerfen, sie würde sich am Kampf gegen den Hunger vergehen, ist starker Tobak. Oxfam arbeitet als Organisation Jahrzehnte gegen den Hunger, sowohl praktisch als auch mit theoretisch-politischer Aktivität. Die harten Vorwürfe von Pies sind umso absurder als Oxfam eine vergleichsweise marktfreundliche Organisation ist und insofern einiges von dem vertritt, was Pies auch später fordert, z.B. offenen Marktzugang für Entwicklungsländer, Abbau schädlicher Subventionen und ähnliches. Richtig infam wird das Ganze spätestens, wenn Pies eine „abgespeckte Form von Verschwörungstheorie“ am Werk sieht. Nicht nur wird damit der Gegner völlig abseits jeder rationalen und gutwilligen Absicht gestellt. Es ist auch bizarr, wenn eine Haltung, die auch von vielen Wissenschaftlern vertreten wird – Pies selbst zitiert

Prof. von Braun mit starken Aussagen –, mit solchen Totschlagargumenten diskreditiert wird. Im Übrigen wäre jede NGO froh, wenn sie mit so wenig Arbeit an einem Thema so einen Medienerfolg wie Pies hätte, der als Fachfremder gleich einen FAZ-Artikel und eine SZ-Hofberichterstattung bekommt.

Die mangelnde Fachkenntnis von Pies kann natürlich nicht ohne Folgen bleiben, und das gilt sowohl für den Agrar- als auch den Warenterminmarkt. So behauptet Pies über den Agrarmarkt: „Damals [2007/2008] stiegen die Lebensmittelpreise kurzfristig rasant an, um zur Jahresmitte 2009 ebenso rasant wieder zu fallen.“. Doch der Verfall der Preise setzte schon Mitte 2008 ein. Oder Pies sagt zum Warenterminmarkt: „Die eine Seite schließt eine Wette ab, und die andere Seite kommt genau dadurch in den Genuss einer Art von Versicherung.“ Aber im einfachsten Modell des Terminmarkts, das auch immer noch allen Börsen zugrunde liegt, ist der Future eine gegenseitige Versicherung (oder eine gegenseitige Wette, ganz wie man will). Dass eine Seite sich versichert und die andere wettet, ist eine Entwicklung, die in der Entwicklung eines Terminmarkts erst später voll zum Tragen kommt und anfangs eher die Ausnahme darstellt. Beim Londoner Futterweizen-Future gibt es zum Beispiel bis heute im Schnitt rund 80% Hedger, also braucht es die Spekulanten dort nur in kleinem Maße, auch in den USA war der Anteil lange in ähnlichen Höhen.

Auch andere Elemente des Warenterminhandels stellt Pies verfälschend dar. Ein Future kann von vorneherein als nicht auszuliefernder Vertrag konstruiert werden, der dann nur mit Barausgleich abgewickelt wird („cash settled“). Dafür braucht es nicht oder zumindest nicht zwingend ein Gegengeschäft des Bauern, auch wenn dieses Glattstellen eine Möglichkeit darstellt. Wenn die Glattstellung entfällt, wird der Future einfach auf Basis der Marktpreise abgewickelt. [1] Die Wechselseitigkeit des Futures ist schon von Anfang an gegeben, denn der Bauer muss ja für seine short-Position schon einen long-Partner finden. Bei Pies entsteht dagegen der Eindruck, die Wechselseitigkeit entstehe immer erst mit dem zweiten Future, den der Bauer long zurückkauft. Nun weitet Pies diese schon übertriebene Darstellung des Grundgeschäfts noch aus, indem er sagt: „In der Praxis kommt es häufig vor, dass bis zur Ernte mehrere Termingeschäfte abgewickelt werden, weil die Akteure immer wieder neue Absicherungen suchen, die ihren veränderten Erwartungen entsprechen.“ An dieser These sind ziemliche Zweifel angebracht, auch wenn die Details der Handelspraxis oft nicht bis ins Letzte bekannt sind. Schon die Vorstellung, dass der Bauer selbst die Futures kaufen würde, ist ja irreführend. Gehandelt wird fast nur von den Großhändlern, teils im Auftrag von Bauern. Dass sich dabei Preisvorstellungen ändern, mag sein, aber dass alle Akteure ständig ihre Positionen erneuern, wirkt unwahrscheinlich. Entsprechend wird von den Produzenten auch in der Regel ein anderer Grund für das

Handelsvolumen an den Börsen angeführt, nämlich dass es verschiedene Verarbeitungsstufen gebe, die sich absichern. Es stellt sich außerdem die Frage, ob es ökonomisch wünschenswert ist, wenn der einzelne Händler tatsächlich ständig seine Positionen ändert: das klingt eher nach Casino als nach Preissicherung.

Nur durch diese verzerrende und übertriebene Darstellung kommt Pies auf den Gedanken, schon die Bauern selbst würden eine Menge an Positionen generieren, die weit über die Ernte hinausgehen. Aber selbst wenn man all diese Argumente gelten lässt, lässt sich das extreme Wachstum des Futureshandels an den US- Börsen in den letzten zehn Jahren nicht erklären. Warum sollte eine schon seit vielen Jahrzehnten voll entwickelte Futures-Börse, die früher bei ähnlich unsicheren Ernten etc. im Wesentlichen mit viel weniger Terminhandel ausgekommen ist, plötzlich einen viel höheren Bedarf haben? In diesem Zusammenhang ist auch die Frage, wie Pies auf den niedrigen open interest von angeblich im Schnitt nur 19% im Vergleich zur Ernte kommt bzw. welche Aussagekraft diese Zahl hat. Wenn man den Chicagoer Weizenfuture nimmt, beträgt der aktuelle open interest 432.600 Verträge. Bei einer Vertragsgröße von ca. 136 Tonnen ergibt das 57,6 Mio. Tonnen Weizen. Die US-Ernte betrug 2011/12 aber nur 45,7 Mio. Tonnen. Es sind also in diesem wichtigsten alle Märkte mitnichten nur 19%, sondern über 126%.

Völlig abwegig ist Pies' Vergleich eines Terminvertrags mit Pferdewetten: die Pferdewette ermittelt eben nicht den Kaufpreis von Pferden, sondern nur, ob diese ein Rennen gewinnen. Der Weizenfuture bezieht sich aber auf den Kaufpreis des Weizens selbst. Jedes Standardlehrbuch erklärt, dass Futures eben nicht nur der Risikoverteilung, sondern immer auch der Preisfindung dienen. Und tatsächlich gilt der Futurespreis oft als führender Preis, wissenschaftlich untermauert wurde diese Preisführerschaft unter anderem vom US-Forschungsinstitut IFPRI [PDF – 1.6 MB]: „The results indicate that spot prices are generally discovered in futures markets. In particular, we find that changes in futures prices lead changes in spot prices more often than the reverse." Außerdem führt an fast allen Börsen ein kleiner Teil der Futures noch immer zur Auslieferung von Waren. In den USA gibt es nach meiner Wahrnehmung sogar die Einschätzung, dass ohne diesen kleinen Teil der ausgelieferten Futures der Handel sogar gar nicht richtig funktioniert, weil sich der Terminmarkt zu leicht vom physischen Markt abkoppelt. Und selbst wenn es gar keine Auslieferung gibt (wie an der Eurex in Frankfurt), bleibt der Future keine x-beliebige Wette, sondern ist aufs Engste auf den Realmarkt bezogen oder sollte es zumindest sein.

It's the speculation…

Was hat es nun mit der Spekulation auf sich? Pies spielt speziell den Einfluss der Indexfonds in den Terminmärkten herunter. Pies selbst gibt aber zu, dass es die Indexfonds früher an

diesen Märkten nicht gab und sie also auch offensichtlich damals nicht nötig waren. Warum sind sie es plötzlich heute? Pies verwickelt sich hier in den Widerspruch aller Spekulationsverteidiger: der Indexfonds (und allgemeiner die Spekulation) wird immer zugleich als segensreich und als einflusslos dargestellt. So heißt es einmal bei Pies: „…hat das hohe Volumen der Index-Spekulationen durch CITs einen allenfalls geringen Einfluss auf das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage auf dem Kassamarkt“. Dann aber plötzlich wieder: „Die Agrarmärkte würden nicht besser, sondern schlechter funktionieren, wenn man die Index-Spekulationen drastisch einschränken oder gar verbieten würde, wie es gegenwärtig gefordert wird“. Aber wenn die Index- Spekulationen eine positive (Preis-)Wirkung haben können, wie können sie dann plötzlich gar keine Wirkung haben beziehungsweise niemals eine negative?
Wenn Pies nun auf das Handelsinteresse der Indexfonds eingeht, gibt er die üblichen Gründe wie Portfoliodiversifizierung etc. wieder. Wie sich dieses Interesse immer im Einklang mit den gerade bestehenden Fundamentaldaten befinden soll, bleibt unklar. Pies erwähnt auch nicht, dass viele der theoretischen Behauptungen über die Vorteile von Rohstoffindexinvestitionen sich inzwischen als fraglich herausgestellt haben. Sprich: die Fonds verlieren eine Menge Geld. Ob das nun bei den Banken oder bei den Bauern ankommt, sei hier einmal dahingestellt. Die Win-Win-Situation, die Pies hier beschreibt, mag es in den Köpfen von Professoren geben, in der Wirklichkeit liegen die Dinge deutlich komplizierter. Pies scheint an dieser Stelle zu vergessen, was er an anderer Stelle (siehe nächster Absatz) so gerne betont: Futures sind Nullsummenspiele, so wie alle Derivate, das heißt es wird immer nur Geld umverteilt. Aber es gibt keine exogene Mehrwert- bzw. Profitquelle, wie es sie bei Aktien oder Anleihen gibt. Natürlich kann eine kleine Zahl an Spekulanten mit dem vorhandenen Pool an Risikoprämien ihren Schnitt machen. Aber wie sollen plötzlich viel mehr Spekulanten bei wenig verändertem Gesamtrisiko das können?

Um zu begründen, warum sowohl das neue Volumen des Handels als auch die Interessen der Handelnden gar keinen Einfluss auf die Preise haben sollen, nimmt Pies – wie andere Professoren auch – auf das Nullsummenspiel bei Derivaten Bezug. Das ist technisch richtig, aber als Argument nur auf den ersten Blick schlagend. Denn es müssen zwar tatsächlich bei jedem Vertrag immer zwei Parteien zusammenkommen. Doch selbst wenn man zugesteht, dass die Futures im Gegensatz zu physischen Waren aus dem Nichts geschaffen werden können, muss ein starkes Kaufinteresse auch den Preis beeinflussen, zu dem die beiden Vertragspartner zusammenkommen. Es kommen ja bei jedem Kaufvertrag zwei Personen zusammen, dennoch würde niemand annehmen, dass deren Motive und Menge gar keine Rolle in der Preisfindung spielen. Es ist ja bekannt, dass Indexhändler zu einem gewissen Zeitpunkt ihre Futures überrollen müssen und also massenhaft Futures zu kaufen bereit sind. Werden nicht die Verkäufer versuchen aus dieser Kaufnot Profit zu schlagen, was den

Preis hochtreibt? Und in der Tat unter anderem die Studie von Frenk/Turbeville (2011), die die Rollphase der Indexfonds im Detail untersucht, die Preiswirkung der Indexfonds nachweisen können. Diese Studie ist von einem früheren Vize-Präsidenten von Goldman Sachs und Derivatespezialisten mitverfasst worden. Wenn Pies schreibt: „Deshalb würden sich die informierten Händler die Chance nicht entgehen lassen, gegen CITs zu spekulieren", dann muss man sagen: genau so ist es! Und es treibt die Märkte systematisch nach oben. Es schlägt sich auch in einer – im Ausmaß neuartigen – Preisstruktur vieler Futures nieder, nämlich einem häufigen contango, wo die länger laufenden Futures teurer sind als die kürzer laufenden.
Doch die Debatte soll gar nicht auf Indexfonds reduziert werden. Pies behauptet irrtümlich, die Kritik der NGOs reduziere sich darauf. Doch sie geht in der Regel nicht nur um diesen Fondstyp und seine speziellen Facetten (long only, passiv etc.), sondern um eine Kritik am Gesamtvolumen der Spekulation, das sich durch die Deregulierung ergeben hat oder ergeben kann. Dadurch ist ja auch der Anteil der aktiven Spekulanten deutlich gestiegen. Dieser insgesamt hohe Anteil an spekulativen Positionen, oft als „exzessive Spekulation" bezeichnet, ist der Kern der Kritik vieler NGOs. Diese Kritik richtet sich dann genauso gegen die neuartige Rolle von Hedge Fonds und anderen früheren Spekulanten. Im Einklang damit wird auch oft als Lösung die Begrenzung der Positionen (Positionslimits) vertreten, weil hier alle Spekulanten begrenzt werden. Denn wie Ann Berg, früher lange in Chicago Weizenhändlern und im Direktorium der Börse, geschrieben hat [PDF – 125 KB]: „Over 150 years of futures trading history demonstrates that position limits are necessary in commodities of finite supply to curb excessive speculation and hoarding." Und daneben gibt es außerdem noch NGOs bzw. Netzwerke wie Via Campesina, die ohnehin grundsätzliche Zweifel am Vorteil der Börsen für die Allgemeinheit haben und sie deshalb ganz aus der Landwirtschaft heraushalten wollen.

Pies packt natürlich auch eine andere Waffe aller Spekulationsverteidiger aus: die Lagerhaltung. Die Bedeutung der Lager ist auch von Harald Schumann in „Die Hungermacher" ausführlich diskutiert worden – auch wenn Pies es so darstellt, als wäre es nicht der Fall. Doch manche Dinge muss man wohl wiederholen. Zunächst ist dieser Einwand ohnehin nicht abschließend zu belegen, denn die Lager sind schlicht nicht bekannt. Das wurde unter anderem im Interagency Report der FAO und anderer Organisationen für die G20 (2011) betont [PDF – 865 KB]: „reliable data on stocks of grains and oilseeds are often not collected or, if collected are not reported publicly". Deshalb will man nun auch ein neues Informationssystem (AMIS) schaffen, zu dem auch die Privatfirmen freiwillig beitragen sollen. Das heißt aber im Umkehrschluss: heute kennt niemand die Lager wirklich, und es lässt sich nicht sagen, ob die Lager insgesamt angestiegen sind oder nicht. Doch selbst wenn wir die Lager kennen würden: wenn die Futuresmärkte der

Preisfindung dienen, ist die Transmission über Lagerhaltung zwangsläufig nur eine Möglichkeit. Eine direkte Orientierung von physischen Händlern kann auch ohne Lagerhaltung stattfinden. Das Ausmaß dieser Orientierung ist naturgemäß schwer zu bestimmen, aber jeder kann heute die Börsenpreise ständig im Internet nachsehen oder sie sich zuschicken lassen und Verträge können direkten Bezug auf Futurespreise nehmen.

Die Vergleiche zwischen Rohstoffen sind ein ernstzunehmender Punkt. Pies macht es sich hier aber erstaunlich einfach. Pies selbst zitiert Zahlen, nach denen Mais und Weizen die höchsten Anstiege haben, ein Mehrfaches der nicht gehandelten Güter Bohnen und Äpfel. Statt aber zu sagen: der Anstieg ist viel stärker gewesen, sagt Pies: da gab es ja auch einen Anstieg, also kann die Spekulation keinen Einfluss haben. Auch seine Behauptung, dass Baumwolle ein Gegenargument sei, steht auf tönernen Füßen. Gerade die Baumwollbranche geht davon aus, dass die Blase dort um 2008 ausschließlich auf Indexfonds zurückgeht. Zumindest hat sich mir gegenüber ein Ökonom des US Cotton Advisory Committee so geäußert. Auch mit dem Reis wird immer das gleiche halbwahre halbfalsche Argument gemacht. Es ist oft genug betont worden, dass die Reispreisanstiege 2007 ursprünglich vom Weizenpreisanstieg ausgelöst wurden, weil Reis als Substitut für Weizen fungiert. Eine gute Darstellung dazu findet sich z.B. in einem Text für die britische Royal Society von den zwei führenden Agrarökonomen Gilbert und Morgan.

Studien über Studien

Nun aber zu den vielen Studien, die im Raum herumschwirren und die Pies vor allem für sich in Anspruch nimmt und behauptet, die NGOs würden diese schlicht ignorieren. Doch Pies selbst zitiert selektiv die Literatur, und das gilt sogar für seine ausführliche Bestandsaufnahme im Text „Wirtschaftsethik konkret“. Viele Studien, Berichte und Analystenaussagen fallen bei der Darstellung von Pies heraus. Eine ausführliche Übersicht [PDF – 275 KB] stelle ich seit über zwei Jahren zusammen. Diese Liste wurde im Übrigen begonnen, weil Leute wie Pies nicht müde wurden zu behaupten, es gebe überhaupt keine wissenschaftlichen Belege für die Spekulationskritik. Anders als Pies es darstellt, wächst die Zahl der spekulationskritischen Studien im Verhältnis zu den spekulationsentlastenden in den letzten Jahren. Letztere stellen eher die frühere Meinung dar, die jetzt diskutiert wird. Pies’ Auswahl ist also nicht so objektiv wie es seine starken Aussagen erwarten lassen würden. Pies zitiert zwar auch die Studien, die nicht für seine Seite sprechen, aber er lässt sie nicht in sein Fazit einfließen. Was zählt in der Bewertung, sind dann nur die Studien, die für ihn sprechen, und daraus leitet er seine starke Position ab. Er macht sich nicht einmal die Mühe, die anderen Studien zu widerlegen oder wirklich tief in die Details von Granger-Tests und anderen Methoden einzusteigen.

Wie alle Spekulationsverteidiger erweckt Pies insbesondere den Eindruck, das peer review sei nur mit ihm. Tatsache ist, dass es in der genannten Liste viele kritische Studien gibt, die von renommierten Universitäten oder öffentlichen Einrichtungen herausgegeben wurden und die sich auch ökonometrischer Methoden bedienen. Alleine 2012 erschienen u.a. zwei Studien [PDF – 700 KB] am Zentrum für Entwicklungsforschung der Universität Bonn (von denen Pies nur eine erwähnt), von Forschern der UNCTAD [PDF – 910 KB] mit Fokus auf Hochfrequenzhandel, vom Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung [PDF – 550 KB] mit Bezug auf die Geldpolitik, von der Columbia University und eine zu Rohstoffzertifikaten an der Universität Illinois at Urbana-Champaign [PDF]. Letzteres ist besonders interessant, weil an dieser Universität auch Professor Irwin arbeitet, der wohl global der wichtigste Verteidiger jeglicher Spekulation ist. Von Gilbert, dessen Arbeiten teilweise auch auf eine Blasenwirkung der Indexfonds hindeuten, waren in den Jahren zuvor Studien u.a. beim Journal of Agricultural Economics erschienen. Zuletzt erwähnt Pies eine der am meisten diskutierten Studien nicht, die von Tang/Xiong (2011) [PDF – 1 MB]aus Princeton.

An dieser Stelle sind einige grundsätzliche Bemerkungen zu ökonometrischen Studien vonnöten. Ob sich überhaupt ökonomische Fragen mit ökonometrischen Methoden beantworten lassen, ist keineswegs sicher. Das Maximale, was die Ökonometrie leistet, ist auch nur eine verfeinerte Form der Korrelation, aber auch keine Kausalität. Frenk (2010) hatte dazu einige Anmerkungen in Kritik an Irwin/Sanders gemacht. Diese Kritik völlig abzutun, so wie Pies es tut, ist bizarr. Denn Irwin und Sanders schreiben selbst (in “Index Funds, Financialization, and Commodity Futures Markets”, 2011): „rejection of the null hypothesis in a Granger causality test should be viewed as only a preliminary indication of a true casual relationship.“ Der Granger-Test beweist also auch keine Kausalität, sondern nur Verhältnisse zwischen Datenwerten. Das kann niemals die Kausalität erklären, die im Kopf eines Händlers abläuft, und auch nie die Frage abschließend beantworten, ob und wie genau ein Fundamentalgrund eine Entwicklung treibt oder nicht. Auch die Interpretation der Ergebnisse kann die Ökonometrie niemals leisten. Zum Beispiel kann das Ergebnis, dass spekulative Positionen den Preisentwicklungen vorhergehen, entweder als Beleg für den verzerrenden Einfluss der Spekulation oder für deren bessere Informiertheit genommen werden. Ohne eine Interpretation der Marktverhältnisse sind die Zahlen jedenfalls niemals eindeutig zu verstehen.

Die zweite grundsätzliche Bemerkung betrifft die Daten. Es gibt grundsätzliche Bedenken, ob die Daten der CFTC überhaupt sinnvolle Aussagen erlauben, da sie nur ein wöchentliches Blitzlicht auf die Marktsituation geben, aber mitnichten den Handel in seiner Dynamik voll abbilden. Diese Kritik an den Daten wurde mir gegenüber unter anderem von einem – marktwirtschaftlich unverdächtigen – Ökonomen der International Cocoa

Association geäußert. Der Rohstoffspezialist von Reuters hat kürzlich die gesamte Qualität der Daten wegen ihrer Erhebungsmethode und anderem bezweifelt.

Es ist außerdem immer die Frage, welche zeitlichen Wirkungen man untersucht. Geht es um Sekunden, Stunden, Tage, Wochen, Monate oder gar Jahre? Viele Studien beziehen sich auf den Begriff der Volatilität, ohne dass sie damit immer dasselbe meinen würden. Wenn eine Studie herausbringt, dass die täglichen Schwankungen abnehmen, schließt dass einen Effekt über Wochen oder Monate hinweg keineswegs aus. Das hat mir auch Professor Gilbert persönlich so bestätigt.

Nun zu einigen von Pies genannten Studien im Einzelnen: Entgegen den teils expliziten, teils impliziten Behauptungen von Pies sind die für seine Seite herangezogenen Texte keineswegs alle peer reviewed. Das gilt z.B. für den Artikel von Pirrong, der nur ein relativ kurzer Zeitschriftenartikel in Regulation ist und der keinen peer review durchlaufen haben dürfte [2]. Es gilt auch für die Arbeit von Stoll und Whaley im Journal of Alternative Investments; diese Zeitschrift scheint nicht peer reviewed. Zusätzlich gibt dieser Artikel nur die Ergebnisse der zuvor verfassten Studie wieder und bläht insofern die Liste auf. Auch sonst wirken einige Zeitschriften eher wie Finanzzeitschriften, z.B. auch noch das Journal of Applied Finance. Die Finanzkrise hat gezeigt, dass die Ergebnisse dieser Art von Wissenschaft mit Vorsicht zu genießen sind. Es fragt sich jedenfalls, welche Interessen die Studien im Blick haben. Professor Irwin sitzt zum Beispiel nicht nur in den Boards von Agrarzeitschriften, sondern auch beim genannten Journal of Alternative Investments. Es wäre genauer zu prüfen, welche Interessen bei einem so finanznahen Professor bestehen. Die Studie von Stoll und Whaley wurde von dem Rohstofffonds Gresham Investment Management (mit)finanziert, was zumindest Anlass zu Fragen nach der Objektivität bietet. Irwin und Sanders geben in ihrer Studie von 2012 sogar offen zu, die Indexfonds hätten das Potential "[to] better integrate agricultural futures markets with financial markets" – also genau das, was Kritiker als Gefahr sehen.

Oft sind die Ergebnisse der Studien nicht so eindeutig sind, wie sie am Ende verkauft werden. Ein gutes Beispiel ist die IFPRI-Studie von Headey und Fan (2010) [PDF – 2 MB], die Pies als Entlastungszeugen zitiert. Ich habe diese Studie nach Erscheinen ausführlich kritisiert, weil sie im Hinblick auf die Spekulation sehr dürftig und teils sogar fachlich falsch ist. Bemerkenswert ist vor allem, dass die Autoren selbst an einigen Stellen doch wieder zugestehen, dass die Finanzinvestitionen einen Einfluss haben: „Despite this complexity, the assessment presented here suggests that some explanations still hold up much better than others. This set of interconnected factors includes rising energy prices, the depreciation of the U.S. dollar, low interest rates, and investment portfolio adjustments in favor of commodities." (Herv. MH). Zumindest eine Studie geht gar nicht in Pies' Richtung, obwohl

er dies behauptet, so heißt es bei Hailu und Weersink (2010): „Commodity index traders are one of the reasons for the significant increase in market volatility over the last several years but not the sole cause."

Die von Pies als Kronzeuge herangezogene Arbeit von Meijerink und Shutes (2011) habe ich einmal ausführlich kommentiert [PDF – 70 KB] [3].
Einiges an deren Arbeit erinnert an die Argumentation von Pies, wenn auch auf deutlich höherem und kompetenteren Niveau, weil die beiden – im Gegensatz zu Pies – wirklich vom Fach sind. Wie mein Kommentar jedoch zeigt, sind Meijerink und Shutes auch weniger wissenschaftlich, als sie es sich selbst zugute halten, insbesondere haben sie auch den Tunnelblick bei der Darstellung der Argumente, den sie selbst anderen vorwerfen. Auch ihre Review-Liste von Studien ist deutlich schwächer als sie selbst behaupten, ich habe die Liste in meinem Kommentar am Ende auch im Einzelnen kommentiert. Zunächst sind die Studien einseitig ausgewählt. Dann werden bei den nicht- wissenschaftlichen Papieren besonders viele spekulationskritische genommen, die dann am selben wissenschaftlichen Maßstab gemessen werden wie wissenschaftliche Studien, was notwendig zu einem negativen Ergebnis führen muss. Und schließlich wird teilweise falsch zitiert, sogar so, dass Studien in ihr Gegenteil verkehrt werden.

In anderen Fällen haben auch einige Wissenschaftler offenbar ein Interesse, ihre Ergebnisse möglichst spekulationsfreundlich darzustellen. Ein Beispiel ist die Studie von Capelle-Blancard und Coulibaly (2012). Das Fazit meint zwar, keinen Einfluss ("no evidence") zu finden. Aber im Text heißt es u.a. „For live cattle, there is a positive causality from index traders positions to prices that is significant at the 10% level." Wer sich in der Studie die Grafiken auf S. 13/14 ansieht, findet gerade für die Phase um 2008 erstaunliche Korrelationen zwischen Indexpositionen und Preisen. Diese Korrelation ist wohl in den letzten Jahren nicht mehr so stark gewesen, weshalb die Granger-Test auch in der Regel nicht mehr so aussagekräftig sind. Darauf deuten auch verschiedene andere Studien hin. Das schließt aber nicht aus, dass die Indexfonds um 2008 von Bedeutung waren. Inzwischen handeln die meisten Fonds aktiver, zumindest einen Teil des Portfolios. Das dürfte ein Grund sein, warum die Indexpositionen nicht mehr so einflussreich sind. Ein weiteres Beispiel für spekulationsfreundliche Interpretation ist die Studie von Aulerich, Irwin und Garcia (2012) [PDF – 450 KB], die u.a. schreiben: „The null hypothesis of no impact of aggregate CIT positions on returns is rejected in only 3 of the 12 markets. (…) The null hypothesis that CIT positions do not impact returns in the data-defined roll period for CITs is rejected at the 5% level in 5 of the 12 markets. (…) We find some evidence that index investment contributed to a narrowing of price spreads during the period when index investors roll trades across futures contracts." Mit anderen Worten: es wird für die große

Mehrheit der Märkte ein klarer Preiseffekt gemessen, er wird dann nur als nicht-schädlich interpretiert. Und am Ende wird gesagt, die Ergebnisse würden keinen Anlass zu dem Schluss bieten, dass Indexfonds einen (negativen) Preiseinfluss hätten.

Ein interessanter Fall ist auch die Studie von Stoll und Whaley (2011), die den US-Senatsbericht von 2009 zu „Excesive Speculation in the Wheat Market" [PDF – 3 MB] kritisiert. Neben den diskutierenswerten Zahlen zum Einfluss von Indexfonds kommen die Forscher mit ihren Berechnungen zu dem Schluss, 2008 hätte sich in den US-Märkten ohnehin nichts Besonderes ereignet. Sie leugnen schlicht, dass sich Futures- und Realmärkte entkoppelt hätten („Divergenz"), obwohl dies von allen Marktteilnehmern einhellig so wahrgenommen wurde. Sie versteigen sich dann zu der Aussage „for the vast majority of wheat price risk managers, the issue of convergence is moot." Auch das sahen diese risk manager aber völlig anders, wie sich im Senatsbericht nachlesen lässt, wo sich nämlich gerade die hier gemeinten Leute bitter beschweren, dass die Preissprünge mit ihrer Wirkung auf die Margins zu riesigen Problemen geführt haben.

Bei den Studien, die Pies speziell zum Öl aufführt, ist er besonders einseitig: einer Studie gegen ihn stellt er fünf für ihn gegenüber, was aber mitnichten die Debatte abbildet. Es fehlt z.B. die Studie von Vansteenkiste (2011) von der EZB [PDF – 1.1 MB] oder von Hamilton/Wu (2011) von der UCLA bzw. Universität Chicago [PDF – 660 KB]. Die Studie von Lombardi und Van Robays (2011) [PDF – 2.5 MB] führt er zudem irreführend auf seiner Seite an. Denn diese Studie sieht gerade einen spekulativen Einfluss und wurde deshalb auch u.a. von JP Morgan mit sehr kritischen Kommentaren bedacht. Wenn man das berücksichtigen würde, stünde es plötzlich 4:4 und nicht mehr 5:1.

Wacklige Fundamente

Da Pies jeden spekulativen Einfluss auf die Preise negiert, muss er zwangsläufig alles mit den Fundamentaldaten erklären. Er kann sich mit dieser These natürlich auf einige Fachwissenschaftler berufen. Was er jedoch im Einzelnen als gesicherten Konsens ausgibt, ist in Wahrheit oft hoch umstritten. Insofern könnte man bei jedem einzelnen der Gründe, ähnlich wie es Pies bei der Spekulation tut, sagen: es gibt keinen klaren Konsens unter den Wissenschaftlern, deshalb dürfte auch niemand diese Gründe anführen.

So nennt Pies als Begründung das Wachstum in Schwellenländern, namentlich in China und Indien. Von dieser auf den ersten Blick so plausiblen Erklärung bleibt auf den zweiten Blick nicht viel übrig. Alleine der Umstand, dass dieses Wachstum insbesondere im Fall China schon viel länger (ca. 20-30 Jahre) anhält, der Preisanstieg aber erst maximal 10 Jahre bzw. in seiner extremen Ausprägung sogar weniger anhält, passt nicht zu Pies' These. Auch

saugen China und Indien zumindest was Mais und Weizen angeht, mitnichten den globalen Markt leer, weil sie sich viel stärker selbst versorgen (hier ist natürlich eher China als Indien gemeint) als Pies scheinbar weiß. Deshalb haben auch einige der besten Fachleute die Nachfragethese infrage gestellt, unter anderem der Weltbankforscher John Baffes und der Professor und damalige Leiter der Analyseabteilung der EU-Kommission Tassos Haniotis [PDF – 1.1 MB], oder auch der UN-Sonderberichterstatter für das Recht auf Nahrung Olivier de Schutter, die Pies beide erwähnt. Aufschlussreich in dieser Hinsicht ist auch eine Präsentation von Brian Wright [PDF – 1.4 MB], den Pies ebenfalls mit Papieren zitiert. Die Präsentation zeigt, dass die Schwellenländer nicht plötzlich sprungartig mehr Bedarf hatten. Vier weitere Studien finden sich bei der von Pies genannte Studie von Irwin und Sanders (2011, S. 26, leider nicht frei im Netz verfügbar).
Die Produktion von Biosprit dürfte in der Tat besonders relevant sein, sie wird ja auch von vielen NGOs als Grund angeprangert (was Pies bei seiner NGO-Kritik natürlich unter den Tisch fallen lassen muss). Aber insbesondere seit dem Preiseinbruch 2008-10 ist fraglich, wie ausschlaggebend dies sein kann, denn Förderung und steigender Verbrauch waren ja unvermindert in dieser Zeit, und die verwendeten Flächen sind gemessen z.B. an der Futtermittelproduktion nach wie vor gering. Zudem greift diese Erklärung viel eher bei Mais als bei Weizen, Substitutionseffekte einmal außen vor gelassen. Die Relevanz des Biosprits wurde deshalb auch z.B. in der Studie von Baffes/Haniotis (2010) relativiert. In der „Vorstudie“ von Schmitz – der jeder Spekulationskritik völlig unverdächtig ist – wird sie sogar völlig geleugnet [PDF – 3.3 MB].

Die Lagerbestände waren knapp, in der Tat. Allerdings herrscht in der Fachwelt durchaus keine Klarheit, wo knapp beginnt, die magische Grenze beim Verhältnis von Lagern und Verbrauch variiert in verschiedenen Studien. Entsprechend wird auch die Rolle der Lager verschieden eingeschätzt. Gilbert hat kürzlich in einer Studie für die OECD die Preisrelevanz der Lager für Weizen auf 40% des Preises geschätzt. Außerdem macht diese Erklärung höchstens für 2007/08 Sinn, wo die Lager wirklich niedrig waren. Jedoch waren sie auch niedrig um 2004 (einer Zeit ohne starke Indexfondsbeteiligung), und die Preise gingen nicht durch die Decke. Und umgekehrt waren sie 2010 nach einigen guten Ernten und trotz einiger Ausfälle wieder erholt, dennoch gingen die Preise wieder hoch. Die Preisausschläge lassen sich also nicht so leicht mit dem Lagerbestand oder dem Verhältnis von Lagern und Verbrauch alleine erklären. Die Exportverbote sind ein Fall für sich: wo damit wirklich die eigene Bevölkerung vor Hunger geschützt wird, ist die Abwägung jedenfalls schwieriger als es Pies mit seiner Marktgläubigkeit unterstellt.
Die Rolle der Finanzkrise wird bei Pies völlig verzerrt dargestellt. Die Krise war zwar sicherlich über den Exporteinbruch relevant. Man muss aber bedenken, dass der Weizen und der Mais dennoch komplett verbraucht wurden, hier hat die Krise kaum einen Einfluss.

Und außerdem waren zunächst einmal Investitionsströme von den Finanzmärkten in die Rohstoffmärkte zu beobachten, und zwar besonders in der entscheidenden Phase von Mitte 2007 bis Mitte 2008. Anders als Pies behauptet, ist die Blase ja nicht 2008 geplatzt, sondern schon spätestens 2007, als es auch schon die ersten Bankpleiten gab.

Ökonomie als Ethik

Spätestens wenn Pies auf die aus seiner Sicht wahren Ursachen von Preissteigerungen und Hunger eingeht, wird deutlich, wer der eigentliche Ideologe ist. Pies leiert eine so abgeschmackte Liste an marktliberalen Plattitüden herunter, dass seine ganze Spekulationskritik nur wie eine Bestätigung seiner liberalen Vorurteile erscheint. Viel Markt, wenig Staat: so einfach ist das alles für Pies. Dass die EU-Bauern jahrzehntelang vom Markt abgeschirmt waren und dies weder den Wandel weg von der Agrarwirtschaft verhindert noch Hunger verursacht hat, stört Pies nicht. Dass es gerade der Markt ist, der Bauern in viel zu schneller Weise vom Land vertreibt, der die Ausbeutung der afrikanischen Fischbestände durch EU-Schiffe antreibt und vieles andere, das passt nicht in Pies' einfache Marktwelt. Und dass diese Marktorientierung zum Abbau der Lager führte, die Pies kurz darauf selbst fordert, sieht er nicht.

Entlarvend ist, dass sich Pies selbst in Bezug auf die Finanzkrise nur dazu durchringen kann, einen „Missbrauch solcher Finanzinstrumente" einzugestehen. Es war eben nicht der Missbrauch dieser Instrumente, der in die Krise geführt hat, sondern der legale, absichtliche und von der Wissenschaft empfohlene Gebrauch. Pies will das selbst jetzt nicht zugestehen, wo viele seiner Zunft – genannt seien nur Langhammer oder Sinn – längst die grundsätzliche Falschheit bestimmter Instrumente erkannt haben. In Wahrheit ist Pies überhaupt kein Wirtschaftsethiker, denn er unternimmt nicht einmal den Versuch, der Ökonomie eine eigenständige Ethik entgegenzusetzen. Was Pies dagegen tut, ist die Ökonomie als einzig legitime Ethik zu installieren. Wer solche Ethiker hat, braucht keine Ökonomen mehr.

[«1] Siehe z.B. die Darstellungen bei www.hansa-terminhandel.de oder www.proteinmarkt.de [PDF – 130 KB]

[«2] Pirrong ist zwar sicherlich ein Fachmann für Energiefutures, aber es lässt sich keine Studie von ihm finden, die sich wirklich mit der Debatte über den Preiseinfluss auseinandersetzt, zumindest nicht auf seiner eigenen Webseite. Insofern ist seine Haltung wohl eher von grundsätzlichen Annahmen über die Märkte getrieben, er kann aber keine

mit Irwin, Sanders etc. vergleichbaren empirischen Arbeiten vorweisen.

[«3] Allerdings haben Meijerink und Shutes ihre Studie danach überarbeitet und eine erweiterte holländische Fassung herausgegeben, die zumindest einen Teil der Kritik aufgegriffen haben soll (das hat mir zumindest Frau Meijerink per Email geschrieben, ich konnte das aber wegen dem Holländisch nicht völlig nachvollziehen, so ganz schien es mir die Kritik jedenfalls nicht aufzugreifen).