

An Herrn
Prof. Dr. Ingo Pies
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
Wirtschaftswissenschaftlicher Bereich
Lehrstuhl für Wirtschaftsethik
06099 Halle (Saale)

Berlin, 26.09.2012

Offener Brief zu Agrarspekulation

Sehr geehrter Herr Professor Pies,

mit einem Offenen Brief an mich vom 8.9.2012¹ haben Sie auf meinen Kommentar² zu Ihren Vorwürfen reagiert, Nichtregierungsorganisationen (NGOs) würden unbegründet Kritik an Agrarspekulation üben. Gerne will ich noch einmal auf diesen Brief antworten. Vorab möchte ich mich aber bei Ihnen entschuldigen, Sie der Arroganz bezichtigt zu haben. Natürlich ist es Ihr gutes Recht, unsere Arbeit zu kritisieren. Aber wie sagt Hölderlin so schön: „wenn ... ich im Felde geirrt“. Nun aber zur Sache.

Steigen wir erneut ein mit der Debatte über die **Beweislage**. Zunächst möchte ich dazu noch einmal betonen, dass wir als NGOs niemals behauptet haben, die Preise gingen mit völliger Sicherheit und ausschließlich auf Spekulation zurück. Alles, was wir – mehr oder weniger – sagen, ist: Spekulation spielt mit hoher bis sehr hoher Wahrscheinlichkeit eine bedeutende Rolle. Das schließt andere Faktoren keineswegs aus. Sie dagegen nehmen in dieser Frage eine sehr absolute Position ein: die Spekulation spiele überhaupt keine (negative) Rolle. Doch obwohl Sie eine solche absolute Position einnehmen, werfen Sie uns genau das vor.

Nun erneut zu Ihren verschiedenen Einwänden gegen unsere These, Spekulation sei **ein Faktor** unter anderen. Ich hatte mich in meinem Kommentar zu ihren ersten Ausführungen ja schon ausführlich geäußert. Leider kann ich Ihrem Offenen Brief kaum konkrete Antworten auf meine zahlreichen Einwände entnehmen. Sie wiederholen vor allem Ihre Ansicht, dass die „weit überwiegende Mehrheit aller Studien und der stark dominierende Trend der neuen, immer leistungsfähiger werdenden Studien ... zu dem Ergebnis [gelangt], dass die Indexspekulation hohen Preisen zeitlich folgt, anstatt ihnen voranzugehen.“ Was aber ist dran an Ihrer behaupteten „weit überwiegenden Mehrheit“? Ich bestreite nach wie vor, dass diese Aussage auch nur annähernd so zutrifft. Ich hatte Ihnen ja meine Liste mit Studien, Berichten und weiteren Belegen³ geschickt. Sie haben nun drei recht knappe Antworten darauf gegeben: 1. Sie könnten fast keine begutachteten (peer reviewed) Studien finden. 2. Die Liste würde Autoren sinnentstellend wiedergeben bzw. enthalten. 3. Die Liste vermische verschiedene Qualitäten und führe so den Leser irre. Auf diese Punkte will ich im Folgenden näher eingehen.

Zunächst zu den **begutachteten Studien**: da muss ich eine Unsauberkeit in meinem Kommentar eingestehen, da ich auf meine Erwähnung des peer review hin in der Tat vor allem nur neue Arbeits- und Forschungspapiere genannt habe. Jedenfalls waren in meiner Liste vom 9. September bislang folgende Texte in Zeitschriften erschienen, soweit ich sehen kann:

¹ <http://wcms.uzi.uni-halle.de/download.php?down=25959&elem=2603907>

² http://www2.weed-online.org/uploads/wissenschaft_und_spekulation_kommentar_pies.pdf

³ http://www2.weed-online.org/uploads/evidence_on_impact_of_commodity_speculation.pdf

1. Gilbert, Christopher (2010): How to understand high food prices. *Journal of Agricultural Economics*, 61(2), pages 398–425.⁴
2. Kaufmann, Robert K. (Univ. Boston) (2011): The role of market fundamentals and speculation in recent price changes for crude oil. *Energy Policy*, 39(1), pages 105–115.⁵
3. Du , Xiaodong / Yu , Cindy L. / Hayes , Dermott J. (Iowa State University) (2009):“ Speculation and Volatility Spillover in the Crude Oil and Agricultural Commodity Markets : A Bayesian Analysis.” – Das Papier ist inzwischen 2011 erschienen bei *Energy Economics*, 33(3), pages 497–503.⁶

Es lassen sich aber weitere nennen, sowohl für Landwirtschaft als auch für Öl:

1. Baffes, John (Weltbank) (2011): The long-term implications of the 2007–08 commodity-price boom. *Development in Practice*, Vol. 21, Issue 4-5, pages 517-525⁷: „Demand by emerging economies is unlikely to put additional pressure on the prices of food commodities, although it may create such pressure indirectly through energy prices. The effect of biofuels on food prices has not been as great as originally thought, but the use of commodities by investment funds may have been partly responsible for the 2007–08 spike.“
2. Cifarelli, Giulio (Universität Florenz) / Paladino, Giovanna (LUISS Univ. / BIS) (2010): Oil price dynamics and speculation: A multivariate financial approach. *Energy Economics*, 32(2), 363–372: “...we identify a significant role played by speculation in the oil market.”
3. Gutierrez, Luciano (Universität Sassari) (2012): Speculative bubbles in agricultural commodity markets. *European Review of Agricultural Economics* 2012, 1-22⁸: “We investigate whether commodity prices during the spike of 2007–2008 might have deviated from their intrinsic values based on market fundamentals. To do this, we use a bootstrap methodology to compute the finite sample distributions of recently proposed tests. Monte-Carlo simulations show that the bootstrap methodology works well, and allows us to identify explosive processes and collapsing bubbles for wheat, corn and rough rice. There was less evidence of exuberance in soya bean prices.”
4. Mayer, Jörg (UNCTAD) (2012): The Growing Financialisation of Commodity Markets: Divergences between Index Investors and Money Managers. *Journal of Development Studies*, Vol. 48, Issue 6, pages 751-767⁹: “During 2006–2009, index trader positions had a price impact for some agricultural commodities, as well as oil. During 2007–2008, money managers impacted prices for non-agricultural commodities, especially copper and oil.”
5. Nissanke, Machiko (Universität London) (2012): Commodity Market Linkages in the Global Financial Crisis: Excess Volatility and Development Impacts. *Journal of Development Studies*, Vol. 48, Issue 6, pages 732-750¹⁰: “This article (...) suggests that a significant portion of the closely synchronised price dynamics in commodity and financial markets is explained by market liquidity cycles in global finance, as financial investors manage their portfolio at ease through ‘virtual’ stock holdings of commodities in derivatives dealings and markets.
6. Tokis, Damir (ESC Rennes) (2011): Rational destabilizing speculation, positive feedback trading, and the oil bubble of 2008. *Energy Economics*, 39(4), 2051–2061: „institutional investors that invest in crude oil to diversify their portfolios and/or hedge inflation can destabilize the interaction among commercial participants and liquidity-providing speculators.“¹¹
7. Newman, Susan A. (University of the Witwatersrand) (2009): Financialization and Changes in the Social Relations along Commodity Chains: The Case of Coffee. *Review of Radical Political Economics*, 41(4), 539-559¹²: „It is argued that increased financial investment on international commodity exchanges, together with market liberalization, have given rise to opportunities and challenges for actors in the coffee industry. Given the heterogeneity of

⁴ <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1477-9552.2010.00248.x/abstract>

⁵ <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0301421510007044>

⁶ <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S01409883100017X>

⁷ <http://www.tandfonline.com/toc/fjds20/current>

⁸ <http://erae.oxfordjournals.org/content/early/2012/06/27/erae.jbs017.short?rss=1>

⁹ <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00220388.2011.649261>

¹⁰ <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00220388.2011.649259>

¹¹ <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S030142151000590>

¹² http://econpapers.repec.org/article/eejrpoli/v_3a36_3ay_3a2011_3ai_3a3_3ap_3a187-195.htm

market actors, these tend to exacerbate inequalities already present in the structure of production and marketing of coffee. “

Was Ihre Behauptung angeht, ich sei auf die vermeintliche Einigkeit der Ressourcen- und der Agrarökonomen nicht eingegangen: Da kann ich nur sagen, dass ich mit in meinem Kommentar deutlich zu den Öl-Studien geäußert und Ihnen Ihre Einseitigkeit nachgewiesen hatte, mit der Sie einen nicht existenten Konsens konstruierten. Ich will meine Kritik hier sogar noch erweitern. Im von Ihnen zitierten Papier von Hamilton (2009)¹³ heißt es:

„we have reviewed a number of theories as to what produced the high price of oil in the summer of 2008, including commodity price speculation (...) Rather than think of these competing hypotheses, one possibility is there is an element of truth in all of them.”

Dieses Papier streitet also den Spekulationseinfluss nicht rundweg ab, wie Sie unterstellen. Ich gestehe zu, dass das neueste Papier von Hamilton und Wu einen neuen Ton anschlägt, aber damit sind ihre alten Studien nicht automatisch hinfällig, denn dort werden teils völlig andere Methoden verwendet. Auch bei Öl erscheinen ständig neue Studien, die zu spekulationskritischen Ergebnissen kommen, z.B.

1. Lammerding, Marc / Stephan, Patrick / Trede, Mark / Wilfling, Bernd (2012) (Universität Münster): Speculative bubbles in recent oil price dynamics: Evidence from a Bayesian Markovswitching state-space approach: “we find robust evidence for the existence of speculative bubbles in recent oil price dynamics.”¹⁴
2. Chevallier, Julien (Universität Paris) (2012): Price relationships in crude oil futures: new evidence from CFTC disaggregated data. *Environmental Economics and Policy Studies*, August 2012: „we are able to highlight the influence of the CFTC “Money Managers” net position category (as a proxy of speculative trading) on the oil price at reasonable statistical confidence levels. (...) The policies being considered by the CFTC to put aggregate position limits on futures contracts and to increase the transparency of futures markets are moves in the right direction.”¹⁵

Im Übrigen gibt es auch zu der Frage, ob die **Lagerhaltung** als Beleg für Spekulation messbar sein muss, einige interessante Zeitschriften-Artikel, die eine andere Position einnehmen, zum Beispiel:

Tilton, John E., David Humphreys and Marian Radetzki (2011): Investor demand and spot commodity prices. *Resources Policy*, Vol. 36, Issue 3, pages 187-195: “the article shows that investor demand can be pushing up a commodity's price even when investor stocks are falling, despite the widespread presumption to the contrary.”¹⁶

Nun zum zweiten Vorwurf: ich würde **zu Unrecht Studien** in meiner Liste wiedergeben. Nachdem Sie ihren Vorwurf mit keinem einzigen Beispiel belegen, kann ich hier auch nur allgemein antworten. Ich habe alle Texte geprüft, ob sie in der Gesamtaussage ein kritisches Element gegenüber der Spekulation enthalten. Ich habe auch und gerade, wo das Fazit eher balanciert war (also z.B. Spekulation nur als ein Faktor angesehen wird), die zentrale Stelle so ausführlich wiederzugeben versucht, dass ich der Studie keinen falschen Gehalt unterschiebe. Sollte ich wirklich jemanden zitiert haben, der oder die zu Unrecht in der Liste steht, bin ich gerne bereit, meinen Fehler zu revidieren. Ich habe dies in der Vergangenheit auch schon getan. So war in einer früheren Version der Liste noch Paul Krugman, der 2009 einmal eine Blase beim Öl gesehen hat.¹⁷ Da Krugman aber in der Debatte tatsächlich eher die Spekulation verteidigt, habe ich ihn wieder herausgenommen. Im Übrigen finde ich die Kritik an den Zitaten merkwürdig, weil diese dem Leser eher die Möglichkeit geben, die Aussagen der Studien – auch in Ihren Vorbehalten – einzuordnen. Ihre Liste hingegen nennt nur die Studien und der Leser muss Ihnen völlig vertrauen, dass Sie die Studien richtig einordnen. Dies ist, wie ich Ihnen zumindest im Fall Hailu und Weersink bzw. Hamilton und zum Teil auch in anderen Fällen aufgezeigt habe, nicht der Fall.

Ich kann über diese allgemeinen Anmerkungen hinaus nur mutmaßen, welche Studie Ihnen bei Ihrer Kritik vorschwebt. Falls Sie sie auf **Bass** beziehen, möchte ich darauf hinweisen, dass dieser

¹³ http://www.relooney.info/SI_Routledge-Oil/Oil-Prices_2.pdf

¹⁴ http://www1.wiwi.uni-muenster.de/cqe/forschung/publikationen/cqe-working-papers/COE_WP_23_2012.pdf

¹⁵ <http://www.springerlink.com/content/41485582m36k3841/>

¹⁶ <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0301420711000079>

¹⁷ <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/07/08/oil-speculation/>

zusammen mit 450 anderen Ökonomen einen Aufruf¹⁸ unterzeichnet hat, der exzessive Spekulation kritisiert und Positionslimits fordert. Dieser Aufruf wurde auch von verschiedenen Agrarökonomen unterzeichnet. Falls Sie sich auf **Gilbert** beziehen, so scheint mir dieser in der Tat eine differenzierte Ansicht zu vertreten, aber ich denke, dass er im Ergebnis Preiseinflüsse von Indexfonds sieht. Sie zitieren ja ein Papier von ihm von Februar 2012¹⁹, das über seine früheren Arbeiten hinausgeht. Allerdings lohnt sich ein Blick in das Papier. Gilbert ist zwar im Ergebnis skeptisch gegenüber der Masters-These, aber er schreibt auch:

„...there does appear to be evidence that large changes in index investment positions do have an impact in raising the volatility of soybean prices. However, since position changes are largely uncorrelated over time, these volatility effects dies out relatively quickly. None of this implies that financialization has had no effect on volatilities. Indeed, the econometrics throws up a large number of possible impacts but these do not appear to be either consistent across commodities or simple to interpret. ”

Ein echter Freispruch für die Fonds sieht anders aus. Doch wirklich interessant wird es, wenn man in ein Papier von Gilbert blickt, das Sie nicht zitiert haben. Es ist vom Mai 2012 und trägt den unmissverständlichen Titel „Index Funds Do Impact Agricultural Prices“²⁰. Dort heißt es:

„Granger-causality is established in the less liquid soybean and livestock markets. We conjecture that index investment does also have price impact in liquid markets but that market efficiency prevents the detection of this impact using Granger-causality tests.“

Es geht dabei zudem um eine Replikation der Tests von Irwin und Sanders (2011), bei der dann – im Gegensatz zu Irwin/Sanders – ein Preiseffekt in den weniger liquiden Märkten für Soja und Lebewiehe festgestellt wird. Darüber hinaus sagen Gilbert und Pfuderer, dass ihrer Meinung nach derselbe Effekt in den liquideren Märkten wie für Mais und Weizen auftreten dürfte und die Granger-Tests es nur nicht schaffen würden, diesen Effekt abzubilden. Die Autoren kritisieren Irwin und Sanders außerdem dafür, dass sie die Ergebnisse überinterpretieren würden, wenn sie mit dem Granger-Test zu belegen behaupten, dass die Indexfonds nicht für die Blasen verantwortlich seien. Der Vollständigkeit halber sei allerdings angemerkt, dass Gilbert und Pfuderer ihre Ergebnisse auch nicht als direkten Beleg dafür verstanden wissen wollen, dass Indexfonds die Blase von 2007/08 verursacht haben, eben weil dafür die Granger-Tests keine ausreichende Grundlage bieten. Doch dass Gilbert selbst die Indexfonds kritisch sieht, hat er in einer Präsentation vom Februar 2012 unmissverständlich ausgedrückt: „My belief is that index investment did contribute to the grains price boom of 2007-08 but there is no consensus on this.“²¹

Ich möchte gleich noch auf ein paar **weitere neue Studien** verweisen, um zu zeigen, dass ständig neue in der Tendenz spekulationskritische Studien veröffentlicht werden:

1. **Allgemein:** Dorfman, Jeffrey H. / Karali, Berna (University of Georgia) (2012): Have Commodity Index Funds Increased Price linkages between Commodities?²²: “these empirical results are indicative, but not fully convincing, of the growth of commodity index funds impacting commodity futures market linkages over the last eight years. While this result is somewhat opposite to Sanders and Irwin (2010), the difference is not that great when one considers the moderate strength of our results and the fact that our attribution of the empirical changes observed to commodity index funds is based solely on the time periods examined, not on any concrete evidence.”
2. **Zu Kaffee:** Boos, Jaap W.B. (Universität Maastricht, School of Business and Economics) / van der Moolen, Maarten (Rabobank): A Bitter Brew? Futures Speculation and Commodity Prices²³: “speculation is an important part of the coffee price generation process.“
3. **Zu Reis:** Doroudian, Ali / Vercammen, James (University of British Columbia, Food and Resource Economics) (2012): First and Second Order Impacts of Speculation and Commodity Price Volatility²⁴: “Both of these results are consistent with the theoretical

¹⁸ <http://www.wdm.org.uk/stop-bankers-betting-food/hundreds-economists-tell-g20-regulate-speculation-food-prices>

¹⁹ <http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/122540/2/Gilbert.pdf>

²⁰ http://www.york.ac.uk/res/mmfd/documents/SI_5.pdf

²¹ <http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/122775/2/Gilbert.pdf>

²² http://www.farmdoc.illinois.edu/nccc134/conf_2012/pdf/confp01-12.pdf

²³ <http://edocs.ub.unimaas.nl/loader/file.asp?ID=1709>

²⁴ <http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/126947/2/Speculation%20SPAA%20Jan%202012wCover.pdf>

arguments that speculation which involves large-scale institutional investment can have first and second order impacts on commodity price volatility.”

Nun zum dritten Vorwurf: meine Belegliste enthalte **verschiedene Arten von Belegen**. Das ist in der Tat so. Ich sehe in der Sache auch keinen Grund, als Belege nur universitäre (oder gar nur begutachtete) Studien anzuführen. Die Absolutheit, mit der Sie, Herr Pies, auf Letztere verweisen, kann ich so einfach nicht teilen. Auch in diesen Zeitschriften kommen nur relative Wahrheiten zum Ausdruck, denen gegenüber (nicht-universitäre) Forschungspapiere einen Wert haben. Ich will Ihrer Kritik aber insoweit entgegen kommen, dass ich in Zukunft die verschiedenen Typen in der Liste ausweise. Allerdings wurde der Leser auch bislang nicht im Unklaren gelassen. Schon die Überschrift spricht klar von „evidence ... by academics, analysts and public institutions“. „Evidenc“ bedeutet nicht „studies“. Die Berichte der Public Institutions waren immer klar zu erkennen, die Analysten ebenfalls. Ich werde auch die Qualität der Belege noch erhöhen und einige weniger gute Belege streichen. Wie man an der überarbeiteten Liste sehen kann, macht dies in der Gesamtaussage so gut wie keinen Unterschied.

Ich will mein Beharren auf den nicht-universitären Belegen an ein paar Beispielen illustrieren: Ein Bericht wie der des US-Senats von 2009 ist ein auf vielen Analysen, Interviews etc. basierendes Dokument, das mehr Kenntnisse widerspiegelt als so manche Studie von einem Ökonomen, der einen Granger-Test durchführt. Auch die Aussagen von Analysten haben für mich Wert. Ja, ich gehe sogar davon aus, dass diese Leute Wissen beisteuern können, das Wissenschaftler (fast) nie haben. Michael Masters zum Beispiel, dem ich als einem Hedge Fond Manager keineswegs unkritisch gegenüberstehe, hat für mein Befinden Kenntnisse über das Funktionieren der Finanzmärkte, die wohl kein Wissenschaftler hat. Ich will nicht sagen, dass es immer besseres Wissen ist, es ist schlicht ein anderes. Umso mehr gilt das für die frühere Weizenterminhändlerin Ann Berg. Auch Aussagen wie die von John Kemp halte ich für bedeutsam, denn Reuters ist auch einer der wichtigsten Rohstoff- bzw. Finanzdatenanbieter der Welt. Ich könnte den in der Liste genannten noch viele Beispiele hinzufügen, zum Beispiel die Ökonomen des Rohstoffanalysten *Brock Associates*, die wiederholt Indexfonds kritisch analysierten, so 2006 (“There is little question that the influence of commodity funds on commodity prices in the short term has increased substantially in the last two years.”²⁵), 2008 („The real issue, though, is with index funds.“²⁶) und 2010 („When just one large fund, such as GSCI, controls more than 50% of the index fund money and is hugely invested in grains, it's easy to figure why the market is moving the way it is.”²⁷).

Zwei Darstellungen will ich noch ausführlicher zitieren. Eine zu **Weizen** von Brett Broyer, Director of Research bei den erwähnten *Brock Associates*:

„Because of this added liquidity, index funds that want to own wheat futures as a proxy for all global wheat production usually buy Chicago wheat. This means that to some extent, Chicago wheat futures have become more sensitive to outside markets than to their own underlying fundamentals. (...) As of April 27 [2010, MH], funds were net long 224,789 contracts of Chicago wheat representing their largest all-time commitment and at 5,000 bushels per contract, an amount equal to 275 percent of U.S. soft red winter wheat production this year! (...) prices now have little bearing on actual supply and demand (...) the reason wheat futures could drop in the near term is that with the dramatic collapse in energy prices over the last week, index fund holdings of wheat are becoming overvalued relative to their energy holdings. They will have to sell in order to bring that relationship back into balance, and with so little fundamental reason to own wheat, index fund sellers will have a hard time finding buyers willing to step up.“²⁸

Und eine zu **Baumwolle** vom Risk Manager Peter Egli von der Firma *Plexus*. Dieser schreibt im Branchenblatt *Cotton Outlook* von Februar 2010²⁹ über den Baumwollmarkt (den ja Sie als auch Wright als Beleg gegen den Einfluss der Fonds genannt haben):

²⁵ Richard Brooks: “Commodity Funds Influence Prices“, 1.2.2006, <http://cornandsoybeandigest.com/commodity-funds-influence-prices>

²⁶ David Bennet: „Markets volatile with influence of index funds and biofuels, 29.2.2008, “<http://deltafarmpress.com/markets-volatile-influence-index-funds-and-biofuels>

²⁷ Sara Schaffer: “Fundamentals Take a Back Seat“, 13.1.2010, http://www.agweb.com/article/Fundamentals_Take_a_Back_Seat_194717/

²⁸ Brett Boyer: “COMMODITIES: Index Fund Rebalancing Will Likely Mean a Drop in Wheat Futures Prices“, 5.10.10,

<http://www.sfomag.com/SFOWeekly/Detail.aspx?ID=179&StoryDate=05102010&STID=15DD0296-8BED-4555-B442-E42B5F98E64A>

²⁹ http://www.cotlook.com/new_content_files/TradingRiskSpFt.pdf

„There is little doubt that Index Funds have played an important role in the rise of commodity prices. But it is not as simple as saying that Index Fund investments translate directly into higher prices. If we look at corn and soybeans for example, there was a brief spike in 2004, followed by a depressed market in 2005 and 2006, before these products finally took off in 2007 and exploded in 2008. In other words, there was no correlation between Index Fund investments and prices during 2003 and late 2006. The same is true for the cotton market, where we had a rather boring sideways trend between 2004 and 2007, with the infamous rally occurring only in early 2008. I believe that these large Index Fund positions are simply setting the stage for a potential rally, but that something else is needed to trigger the explosion, like a bullish fundamental picture or a cash squeeze. What seems to happen is that Index Fund longs create an imbalance between “price-sensitive” longs and shorts in the market. (...) That’s why we have seen these unprecedented rallies in wheat, corn, soybeans, crude oil and so many other commodities in 2007 and 2008, with prices doubling or tripling. As these rallies gain momentum and feed on themselves, more and more commercials are being forced out of the game, because they no longer have the financial means to back up their hedge position.”

Egli erwähnt auch ausführlich, dass wegen dieser Vorgänge viele Händler den Baumwollfuturesmarkt seit dieser Zeit als nutzlos für die Preissicherung betrachteten. Er selbst widerspricht dieser Ansicht zwar, aber es geht mir hier vor allem um die Erklärung der Preiswirkung von Indexfonds. Diese Erklärung könnte im Übrigen auch den zeitlich verzögerten Preisanstieg beim Weizen erklären, der dazu führt, dass die Granger-Tests teils nicht so starke Ergebnisse liefern.

Zu all diesen wissenschaftlichen Belegen für einen problematischen Einfluss der Spekulation kommen auch noch auf Einschätzungen von Marktteilnehmern. Die Marktteilnehmer müssten ja Interesse an jeder Spekulation haben, wenn diese immer für sie positiv wäre. Aber so einfach ist es nicht, wie folgende Zitate zeigen:

1. **Europäischer Mehlmüllerverband**, Generalsekretär Laurent Referdy, 6.8.2010: "We consider that this situation requires a significant reaction of public authorities to fight artificial and detrimental food price volatility induced by market speculation. We are convinced that European coordinated measures by public authorities are necessary to provide a clear signal to all operators on the futures markets."³⁰
2. **Europäischer Bauernverband (Copa-Cogeca)**, Präsident Pádraig Walshe, 28.1.2011: "When speculation runs away with itself, it results in excessive market volatility. It leaves both consumers and farmers at the mercy of speculators. This kind of speculation has to be restricted to ensure that prices reflect economic fundamentals and not the excesses of speculators. It means limiting the extremes characteristic of most financial markets. I don't claim to have the solution but more transparency and information would certainly help. May be also by limiting the size of position or close markets when prices exceed a certain range. There must also be more effective controls on outright manipulation of the market."³¹
3. **Europäischer Futtermittelverarbeiterverband (FEFAC)**, Präsident Patrick Vanden Avenne, 21.6.2011: "Speculation on the cereals market is the key reason for the current price hikes. This affects all partners of the EU cereals chain who are raising serious concerns on artificial food price inflation."³²
4. **Wirtschaftsvereinigung Stahl, Kommentar zur MiFID-Konsultation von MdEP Ferber, Januar 2012**: „imposing Position Limits with respect to commodity derivatives represents an essential instrument to control the influence of financial speculation on the raw material markets. (...) the consequences of excessive influence of financial speculation are today visible in the markets of certain alloying metals."³³
5. **Unilever**, CEO Paul Polman, 16.1.2011: "Speculation is pushing up food prices and threatening society's long-term interests. And it must be stopped."³⁴
6. **BayWa**, CEO Klaus-Josef Lutz, 9.8.2010: "70 Prozent der Preisaufschläge sind den Spekulanten geschuldet."³⁵

³⁰ <http://www.bakeryandsnacks.com/Financial/EU-should-act-to-end-food-speculation-after-wheat-price-rises-warn-millers>

³¹ Pressemitteilung Copa Cogeca, <http://www.copa-cogeca.be>.

³² <http://www.fefac.org/file.pdf?FileID=30415>

³³ <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201202/20120222ATT39086/20120222ATT39086EN.pdf>

³⁴ <http://www.rnw.nl/english/bulletin/unilever-stop-food-speculation>

Sicherlich gibt es auch anderslautende Einschätzungen, aber die kritischen Einschätzungen ließen sich leicht erweitern. Für mich sind jedenfalls solche Äußerungen auch Indizien, die in ein umfassendes Urteil über Warenterminmärkte und den Einfluss von Spekulation einfließen können und sogar müssen.

Die kritische Haltung von Unternehmen und Unternehmensverbänden ist im Übrigen nicht immer bloße Rhetorik. In den USA, wo es ja viel mehr Erfahrung mit Spekulation gibt, hatte sich im Zuge der Dodd-Frank-Gesetzgebung zur Reform der Finanzmärkte eine „**Commodity Markets Oversight Coalition**“³⁶ gebildet, an der Dutzende von Organisationen beteiligt waren, darunter die *National Farmers Union*, die *Agricultural Retailers Association*, die *Atlantic Cotton Association*, die *Petroleum Marketers Association of America*, die *Air Transport Association* und die *American Association of Crop Insurers*. Diese Koalition hatte das Ziel, eine starke Regulierung der Rohstoffterminmärkte zu erreichen. Dazu gehörte unter anderem: „aggregate position limits“ und – *horribile dictu* – „limit exchange traded commodity funds“³⁷. Alle Behauptungen, starke Regulierungsforderungen für Warenterminmärkte seien nur eine Art fixe Idee von ein paar moralisch fehlgeleiteten NGOs, sind also fern jeder Realität.

Ich möchte auch noch einmal zurückkommen auf die konkrete Arbeit von uns **Nichtregierungsorganisationen**. Sie, Herr Pies, werfen uns einen völlig unseriösen und/oder selektiven Umgang mit der Forschung vor. Ich bestreite nicht, dass wir uns auf die eine Seite der Diskussion schlagen. Diese Seite ist aber, wie ausgeführt, viel stärker als Sie es darstellen. Und ich kann für mich selbst sagen, dass ich in meinen öffentlichen Äußerungen und Stellungnahmen auf uns widersprechende Forschung Bezug nehme und mich damit auseinandersetze. Dies belegt zum Beispiel meine Präsentation³⁸, in der ich ein „Pro und Contra“ zu Spekulation bzw. Indexfonds aufgeführt habe und explizit Irwin und Sanders bzw. Stoll und Whaley erwähne. In meinem Aufsatz „The speculator’s bread“ von 2011³⁹ referiere und diskutiere ich Studien von Drechsler, Rapsomanikis und Sarris (2010), Irwin und Sanders (2010) und von Headey und Fan (2010), in meinem Text „Brot für die Börse“ von 2012⁴⁰ ebenfalls Irwin und Sanders (2010). Dass ich dennoch am Ende nicht einfach die Argumente dieser Herren übernehme, halte ich für legitim, Sanders und Irwin gehen auch nicht anders vor. Ich halte es auch für legitim, dass wir NGOs in unserer praktischen Arbeit nicht immer und überall sämtliche Gegenargumente darstellen. Das macht in dieser Form auch kein Wissenschaftler, wenn er z.B. einen Zeitungsartikel zu einem Thema schreibt, in dem er die Ergebnisse seiner Forschung vertritt. Sie, Herr Pies, referieren ja in der FAZ auch nur die Meinung, die in Ihre Linie passt und diskutieren die gegenteilige Meinung nicht ernsthaft.

Aber was wäre nun, wenn es all die genannten Belege für negative Effekte nicht gäbe? Wenn es keine einzige Studie gäbe, die Spekulation kritisiert, keinen einzigen Analysten, keinen einzigen Marktteilnehmer? Hätte jemand dann ein Recht, Spekulation mit Nahrungsmitteln zu verdammen, einfach weil er es **unmoralisch** findet? Sie, Herr Pies, haben für so einen Moralismus nichts übrig, wenn ich Sie recht verstehe. Aber ich würde sagen: natürlich kann jemand aus rein moralischen Gründen gegen Nahrungsmittelspekulation sein.

Ich möchte nun auf die Frage eingehen, über welche **Regulierungsforderungen** vonseiten der NGOs wir im Wesentlichen diskutieren:

1. **Mehr Transparenz:** Da dürfte es keinen Dissens geben.
2. **Starke Aufsicht:** Auch hier sehe ich keinen wesentlichen Dissens.
3. **Positionslimits:** Hier scheinen wir nicht einig zu sein. Das ist aber eine an vielen Warenterminbörsen der Welt übliche Maßnahme. Es gibt sie – mehr oder weniger – in den USA, es gibt sie – in schwacher Form – in Paris, es gibt sie in Dalian, in Johannesburg und in Sao Paulo. Ja sogar die Londoner Börse erwägt inzwischen schwache Limits, unter anderem weil es Beschwerden von Marktteilnehmern gab.

³⁵ <http://www.handelsblatt.com/finanzen/rohstoffe-devisen/rohstoffe/beim-rohstoff-roulette-gewinnt-immer-die-bank/3511294.html?p3511294=4>

³⁶ <http://www.commoditymarketoversight.org/>

³⁷ Brief vom 3.6.2009 an die Parteisprecher im Senat: <http://www.nefiactioncenter.com/PDF/cmocltr2009jun03final.pdf>

³⁸ http://www2.weed-online.org/uploads/praesentation_nahrungsmittelspekulation.pdf

³⁹ <http://www.nature.com/embor/journal/v12/n4/pdf/embor201138a.pdf>

⁴⁰ http://www2.weed-online.org/uploads/brot_fuer_die_boerse.pdf

4. **Verbote für Investmentfonds an Agrarterminbörsen:** Hier dürfte der größte Dissens bestehen. Ich kann hier nur erneut darauf verweisen, dass solche Fonds de facto früher auch (fast) nicht an Börsen aktiv waren, auch nicht in den USA. Kaum einer der großen Publikumsfonds ist älter als zehn Jahre. Auf die Forderungen in den USA hatte ich ja schon hingewiesen. Im Übrigen dürfen die meisten Fonds nach der geltenden Rechtslage im Rahmen der Haupt-Fondsrichtlinie der EU („OGAW“⁴¹) auch jetzt nicht einzelne Rohstoff-Futures direkt kaufen, sondern können eben nur über Indices investieren. Noch bis 2007 waren die Vorschriften sogar noch strenger, so dass selbst die indirekten Investments noch kaum möglich waren. Selbst wenn man also unsere Forderung – was sinnvoll wäre – auch auf die indirekten Investitionen bezieht, entspräche das nur den Verhältnissen von vor fünf Jahren.

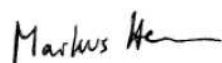
Weitergehende Maßnahmen werden – zumindest im Rahmen der gemeinsamen NGO-Kampagne – nicht gefordert: kein völliges Verbot von Börsen und nicht einmal von Spekulation. Wenn wir vor diesem Hintergrund mit unserer Kampagne vollen Erfolg hätten, würde sich das Ergebnis im Rahmen bekannter Regulierungen und Zustände befinden. Dass wir als NGOs nun für diese vergleichsweise moderaten Forderungen von Ihnen auf eine Weise kritisiert wären, als würden wir völlig irrationale Behauptungen aufstellen, halte ich für gänzlich unangemessen.

In dieser Hinsicht ist auch wichtig, dass die Existenz und Akzeptanz von Derivaten, insbesondere für die normalen BürgerInnen, kein Naturgesetz ist. Ich will dazu einmal aus der Fassung des deutschen **Bürgerlichen Gesetzbuchs** von 2001 zitieren. Dort wurde noch in § 764 a.F. BGB geregelt: „Wird ein auf Lieferung von Waren oder Wertpapieren lautender Vertrag in der Absicht geschlossen, dass der Unterschied zwischen dem vereinbarten Preise und dem Börsen- oder Marktpreise der Lieferungszeit von dem verlierenden Teile an den gewinnenden gezahlt werden soll, so ist der Vertrag als Spiel anzusehen.“ Und ein Spiel bedeutet: es gibt keinen verbindlichen Rechtsanspruch. Zwar gab es für diese Vorschrift schon damals Ausnahmen für bestimmte Warenderivate. Aber dennoch gab es noch vor nur zehn Jahren hochhoffizielle Zweifel an Preiswetten für die normalen BürgerInnen.

Und das ist keineswegs ein deutscher Sonderweg. Denn in den USA war die Situation fast genau dieselbe. Dort wurden (Rohstoff-)OTC-Derivate erst mit dem **Commodity Futures Modernization Act (CFMA)** von 2000 zu rechtsverbindlichen Geschäften erklärt. Vorher waren sie, genau wie in Deutschland, vor Gericht nicht einklagbar. Diese – wenn Sie so wollen – Regulierung des Rechtsanspruchs ging dann aber einher mit einer Deregulierung der Aufsicht über OTC-Derivate durch die US-Behörde CFTC, besonders im Energiebereich. Das Ergebnis war nicht nur die Explosion des Energiederivatehandels, sondern es trug auch bei zum Untergang von *Enron* (mit dem später so genannten „Enron loophole“). Im Übrigen war diese Reform keineswegs unumstritten. Im Gegenteil: Chefin der CFTC Ende der 90er Jahre, Brooksley Born, warnte eindringlich davor und trat schließlich aus Protest zurück, als der CFMA beschlossen wurde.

Die von Ihnen vorgeschlagenen **sonstigen Maßnahmen** kann ich zum Teil unterschreiben, zum Teil würde ich es anders sehen oder andere Schwerpunkte setzen. Oft wird es ohnehin auf die Details ankommen: Heißt Good Governance zum Beispiel vor allem Investorenschutz, oder meint es vor allem Schutz der Rechte von Kleinbauern und Konsumenten und Einsatz gegen Steuerflucht? Wie dem auch sei: Die Kritik an gewissen Formen der Spekulation schließt diese anderen Maßnahmen ja keineswegs aus und alle beteiligten NGOs arbeiten auch politisch und praktisch an vielen anderen Lösungen. Wie dabei die Schwerpunkte aussehen, entscheidet sich in einem Prozess, der – auch in der Ablehnung von Themen – differenziert, rational und keineswegs von vornherein festgelegt ist, besonders was die konkreten Erkenntnisse und Forderungen angeht.

Mit freundlichen Grüßen



Markus Henn

⁴¹ Richtlinie 2009/65/EG vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0032:0096:DE:PDF>