

# **Kommentar von Markus Henn, WEED**

## **zum Diskussionspapier „Schadet oder nützt die Finanzspekulation mit Agrarrohstoffen? – Ein Literaturüberblick zum aktuellen Stand der empirischen Forschung“**

14. Mai 2013, Kontakt: [markus.henn@weed-online.org](mailto:markus.henn@weed-online.org)

### **Einleitung**

Das Diskussionspapier „Schadet oder nützt die Finanzspekulation mit Agrarrohstoffen? – Ein Literaturüberblick zum aktuellen Stand der empirischen Forschung“<sup>1</sup> von Matthias Georg Will, Sören Prehn, Ingo Pies und Thomas Glauben hat in der Presse große Resonanz erfahren, vor allem durch den Aufruf von 40 WissenschaftlerInnen, die im Dezember 2012 Bundespräsident Gauck für seine Kritik an der Spekulation mit Agrarrohstoffen kritisierten und das Papier als eine Art Kronzeuge dafür nahmen, dass Kritik an solcher Spekulation irrational und verfehlt sei. Einher geht damit auch Kritik an einigen zivilgesellschaftlichen Organisationen, die sich für eine Regulierung der Agrartermenmärkte einsetzen. Im Folgenden wird der Literaturüberblick einer kritischen Wertung unterzogen.

### **1. Unvollständige Auswahl begutachteter Literatur**

Will et al. nehmen für sich in Anspruch, eine umfassende Auswahl der Literatur vorgenommen zu haben. Nur wenn das der Fall ist, macht auch das Abzählen von Studien Sinn, weil bei einer falschen Auswahl die Zählung einen falschen Eindruck vermitteln würde.

Die Studie nimmt eine Einteilung in begutachtete Zeitschriftenartikel und graue Literatur vor und will „eigenständige empirische Forschungsarbeiten“ mit „elaborierte[n] ökonomische[n] Verfahren der Zeitreihenanalyse“ und dem Fokus auf „Auswirkung der Finanzspekulation“ aus den Jahren 2010–2012 erfassen. Das genaue Verständnis von „Finanzspekulation“ ist unklar. Anscheinend können nicht nur Indexfonds gemeint sein, denn zumindest die Studien von McPhail et al. (2012) und von Bastianin et al. (2012) stützen sich nur auf die Unterscheidung zwischen den „commercials“ und den „non-commercials“ im Sinne der US-amerikanischen Unterscheidung – was überhaupt keinen Rückschluss auf Indexfonds zulässt. Auch wurden Studien mit verschiedensten Testverfahren aufgenommen, darunter eine Analyse von Blasen wie Liu et al. (2012).

Angesichts der ausgewählten Art von Studien fehlen bei der begutachteten Literatur zumindest folgende Studien, die den Anforderungen von Will et al. genügen, ohne von ihnen aufgegriffen worden zu sein:

1. Gutierrez, Luciano (2012): Speculative bubbles in agricultural commodity markets. *European Review of Agricultural Economics*, 2012, pages 1-22: “We investigate whether commodity prices during the spike of 2007–2008 might have deviated from their intrinsic values based on market fundamentals. (...) 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.”<sup>2</sup>
2. Gilbert, Christopher (2010): How to understand high food prices. *Journal of Agricultural Economics*. Vol. 61, Issue 2, pages 398–425: “By investing across the entire range of commodity futures, index-based investors appear to have inflated food commodity prices.”<sup>3</sup>
3. Mayer, Jörg (2012): The Growing Financialisation of Commodity Markets: Divergences between Index Investors and Money Managers. *Journal of Development Studies*, Vol. 48, Issue 6, pages 751-767: “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.”<sup>4</sup>

Diese Studien sehen Preiseinflüsse bzw. Blasen und hätten bei Mitzählung ein deutlich differenzierteres Bild geliefert. Im Übrigen sind inzwischen auch einige der Studien aus der grauen Literatur bei Will et al.

<sup>1</sup> <http://wcms.uzi.uni-halle.de/download.php?down=27396&elem=2624087>.

<sup>2</sup> <http://erae.oxfordjournals.org/content/early/2012/06/27/erae.jbs017.short?rss=1%20>

<sup>3</sup> <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1477-9552.2010.00248.x/abstract>

<sup>4</sup> <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00220388.2011.649261>

in Fachzeitschriften veröffentlicht. Dies trifft auf die Studie von Tang/Xiong zu<sup>5</sup>, die nicht nur starke empirische Belege für die andersartige Preisentwicklung von indexierten Rohstoffen bieten, sondern auch bei einigen häufig anzutreffenden Gegenargumenten (China, Inflation) stichhaltige Gegenargumente liefern. Auch die Studie von Belke et al. ist inzwischen in einer Fachzeitschrift erschienen.<sup>6</sup>

## 2. Unvollständige Auswahl grauer Literatur und zweifelhafte Wertung

Wenn Will et al. die graue Literatur diskutieren, tun sie dies explizit vor dem Hintergrund, dass bei den begutachteten Studien Irwin und Sanders eine dominante Rolle spielen und die graue Literatur als „ein zweites Sample – gleichsam als Kontrollgruppe – zu betrachten“ sei. Doch die Ergebnisse der grauen Literatur stützen dann keineswegs eindeutig die Ergebnisse der begutachteten Studien, sondern dort fällt das Ergebnis viel weniger eindeutig aus. So schreiben Will et al. unter anderem, dass von den 25 ausgewählten Studien 19 den Einfluss auf das Preisniveau messen und neun der 19 Studien zu einem Einfluss kommen, sprich fast die Hälfte. Gemessen an dem von den Autoren selbst gesetzten Ziel versagt also die Kontrollgruppe die Bestätigung.

Wichtiger als das ist aber, dass die Auswahl bei der grauen Literatur noch fragwürdiger ist als bei den begutachteten Studien. In meiner eigenen Liste mit tendenziell spekulationskritischen Studien<sup>7</sup> fanden sich zur Zeit der Erstellung des Literaturüberblicks 19 Studien, die darin ausgewertet gehört hätten:

1. Baldi, Lucia / Peri, Massimo, Vandone, Daniela (2011): Price discovery in agricultural commodities: the shifting relationship between spot and futures prices: “Last but not least, financial speculation, which caused considerable price volatility and prevented the planning of supply in many countries, contributed to creating a situation of market instability.”<sup>8</sup>
2. Basu, Parantap / Gavin, William T. (2011): What explains the Growth in Commodity Derivatives?: “Banks argue that they need to use commodity derivatives to help customers manage risks. This may be true, but the recent experience in commodity futures did not reduce risks but exacerbated them just at the wrong time.”<sup>9</sup>
3. Bicchetti, David / Maystre, Nicolas (2012): The synchronized and long-lasting structural change on commodity markets: evidence from high frequency data: “we document a synchronized structural break (...) which starts in the course of 2008 and continues thereafter. This is consistent with the idea that recent financial innovations on commodity futures exchanges, in particular the high frequency trading activities and algorithm strategies have an impact on these correlations.”<sup>10</sup>
4. Boos, Jaap W.B. / van der Moolen, Maarten (2012): A Bitter Brew? Futures Speculation and Commodity Prices: “speculation is an important part of the coffee price generation process.”<sup>11</sup>
5. Borin, Alessandro / Di Nino, Virginia (2012): The role of financial investments in agricultural commodity derivatives markets: „this result gives some support to the idea that swap dealers, whose growing weight in the regulated exchanges tends to reflect the large exposures of “commodity index investors” in the OTC markets, may have a destabilizing impact on futures prices, at least in the short run.”<sup>12</sup>
6. Coleman, Les / Dark, Jonathan (2012): Economic Significance of Non-Hedger Investment in Commodity Markets: “We find a cointegrating relationship in larger markets between scaled open interest and real spot price, where it is usually the price that adjusts to deviations from long run equilibrium.”<sup>13</sup>
7. Doroudian, Ali / Vercammen, James (2012): First and Second Order Impacts of Speculation and Commodity Price Volatility: „Both of these results are consistent with the theoretical arguments that speculation which involves large-scale institutional investment can have first and second order impacts on commodity price volatility.”<sup>14</sup>
8. Dorfman, Jeffrey H. / Karali, Berna (2012): Have Commodity Index Funds Increased Price linkages between Commodities?: “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.”<sup>15</sup>

<sup>5</sup> Tang, Ke / Xiong, Wei (2012): Index Investment and the Financialization of Commodities. Financial Analyst Journal, Vol. 68, Number 6, S. 54-74. <http://www.princeton.edu/~wxiong/papers/commodity.pdf>

<sup>6</sup> Belke, Ansgar / Bordon, Ingo G. / Volz, Ulrich (2013): Effects of Global Liquidity on Commodity and Food Prices. World Development, Vol. 44, April 2013, S. 31–43. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0305750X12003038>

<sup>7</sup> [http://www2.weed-online.org/uploads/evidence\\_on\\_impact\\_of\\_commodity\\_speculation.pdf](http://www2.weed-online.org/uploads/evidence_on_impact_of_commodity_speculation.pdf).

<sup>8</sup> <http://ideas.repec.org/p/ags/eaee11/114237.html>.

<sup>9</sup> <http://research.stlouisfed.org/publications/review/11/01/37-48Basu.pdf>.

<sup>10</sup> [http://mpra.ub.uni-muenchen.de/37486/1/MPra\\_paper\\_37486.pdf](http://mpra.ub.uni-muenchen.de/37486/1/MPra_paper_37486.pdf).

<sup>11</sup> <http://edocs.ub.unimaas.nl/loader/file.asp?ID=1709%20>.

<sup>12</sup> [http://www.bancaditalia.it/publicazioni/econo/temidi/td12/td849\\_12/en\\_td849/en\\_tema\\_849.pdf](http://www.bancaditalia.it/publicazioni/econo/temidi/td12/td849_12/en_td849/en_tema_849.pdf).

<sup>13</sup> [http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID2021919\\_code373191.pdf?abstractid=2021919&mirid=1](http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2021919_code373191.pdf?abstractid=2021919&mirid=1).

<sup>14</sup> <http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/126947/2/Speculation%20SPAA%20Jan%202012wCover.pdf>.

<sup>15</sup> [http://www.farmdoc.illinois.edu/nccc134/conf\\_2012/pdf/confp01-12.pdf](http://www.farmdoc.illinois.edu/nccc134/conf_2012/pdf/confp01-12.pdf).

9. Girardi, Daniele (2011): Do financial investors affect commodity prices? The case of Hard Red Winter Wheat: “Our empirical analysis suggests that financial investors played an important role in affecting wheat price fluctuations in recent years. In particular they seem to have linked wheat price dynamics to US equity market returns and to oil price movements.”<sup>16</sup>
10. Henderson, Brian J. / Pearson, Neil D. / Wang, Li (2012): New Evidence on the Financialization of Commodity Markets: “Commodity-Linked Notes ... issuers hedge their liabilities by taking long positions in the underlying commodity futures on the pricing dates. (...) We find that these hedging trades cause significant price changes in the underlying futures markets, and therefore provide direct evidence of the impact of “financial” trades on commodity futures prices.”<sup>17</sup>
11. Inamura, Yasunari / Kimata, Tomonori / Takeshi, Kimura / Muto, Takashi (2011): Recent Surge in Global Commodity Prices – Impact of financialization of commodities and globally accommodative monetary conditions: “While the strong increase in commodity prices has been driven by global economic growth propelled by emerging economies, speculative investment flows into commodity markets have amplified the intensity of the price surge.”<sup>18</sup>
12. Kawamoto, Takuji / Kimura, Takeshi / Morishita, Kentaro / Higashi, Masato (2011): What has caused the surge in global commodity prices and strengthened cross-market linkage?: “we find quantitative evidence that an increase in cross-market linkage between commodity and stock markets was caused by the markets' increased comovements due to large fluctuations in the global economy during the financial crisis as well as by the “financialization of commodities...”<sup>19</sup>
13. Lagi, Marco / Bar-Yam, Yavni / Bertrand, Karla Z. / Bar-Yam, Yaneer (2011): The Food Crises A Quantitative Model of Food Prices Including Speculators and Ethanol Conversion: “The two sharp peaks in 2007/2008 and 2010/2011 are specifically due to investor speculation, while an underlying upward trend is due to increasing demand from ethanol conversion. (...) Claims that speculators cannot influence grain prices are shown to be invalid by direct analysis of price setting practices of granaries.”<sup>20</sup>
14. Mou, Yiqun (2010): Limits to Arbitrage and Commodity Index Investment: Frontrunning the Goldman Roll: “This paper focuses on the unique rolling activity of commodity index investors in the commodity futures markets and shows that the price impact due to this rolling activity is both statistically and economically significant.”<sup>21</sup>
15. Silvennoinen Annastiina / Thorp, Susan (2010): Financialization, crisis and commodity correlation dynamics: “We observe higher and more variable correlations between commodity futures and stock returns from mid-sample, with many series showing a structural break in the conditional correlation processes from the late 1990s.”<sup>22</sup>
16. Tse, Yiuman / Williams, Michael (2011): Does Index Speculation Impact Commodity Prices?: “We conclude that speculative pressures exerted by commodity index investors can impact non-index commodities. These results are likely not due to speculative pressure itself, but rather the subsequent price destabilizing trades of uninformed, positive feedback traders.”<sup>23</sup>
17. Tse, Yiuman (2012): The Relationship Among Agricultural Futures, ETFs, and the US Stock Market: “The results are also consistent with the impact of financialization of commodities on agriculture prices.”<sup>24</sup>
18. Varadi, Vijay Kumar (2012): An evidence of speculation in Indian commodity markets: “results exhibit that speculation has played decisive role in the commodity price bubble during the global crisis in India.”<sup>25</sup>
19. Windawi, A. Jason (2012): Speculation, Embedding, and Food Prices. A Cointegration Analysis: “The Wheat Granger test results show a clustering of speculative financial influences on wheat prices in the period from early 2006 through June of 2010, with a particularly strong increase in the four subperiods beginning with the first drop in prices. (...) Like the wheat tests, the Granger results for Corn ... were clustered around the first wave of the food crisis...”<sup>26</sup>

Würde man diese 19 Studien in Betracht ziehen, ergäbe sich ein völlig anderes Bild als das von Will et al. gezeichnete, denn dann wäre die überwiegende Mehrheit der Studien eher kritisch gegenüber bestimmten Formen der Spekulation. Dies gilt selbst dann noch, wenn man nur die Studien nimmt, die sich speziell mit Indexfonds auseinandersetzen. Natürlich könnte es auch noch weitere Studien geben, die eher die Sicht von Will et al. stützen. Aber es kommt hier vor allem darauf an, dass die von Will et al. selbst gewählte Methodik – Auszählung von Studien auf Basis einer angeblich umfassenden Auswahl – deutlich weniger verlässlich als behauptet und zudem nicht sauber durchgeführt worden ist.

<sup>16</sup> [http://mpa.ub.uni-muenchen.de/35670/1/MPRA\\_paper\\_35670.pdf](http://mpa.ub.uni-muenchen.de/35670/1/MPRA_paper_35670.pdf).

<sup>17</sup> <http://www.ccf.org.cn/cicf2012/papers/20120525010717.pdf>.

<sup>18</sup> [http://www.boj.or.jp/en/research/wps\\_rev/rev\\_2011/rev11e02.htm](http://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/rev_2011/rev11e02.htm).

<sup>19</sup> [http://www.boj.or.jp/en/research/wps\\_rev/wps\\_2011/data/wp11e03.pdf](http://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2011/data/wp11e03.pdf).

<sup>20</sup> [http://necsi.edu/research/social/food\\_prices.pdf](http://necsi.edu/research/social/food_prices.pdf).

<sup>21</sup> [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1716841](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1716841).

<sup>22</sup> [http://www.business.uts.edu.au/qfrc/research/research\\_papers/rp267.pdf](http://www.business.uts.edu.au/qfrc/research/research_papers/rp267.pdf).

<sup>23</sup> <http://business.utsa.edu/wps/fin/0007FIN-257-2011.pdf>.

<sup>24</sup> [http://business.umsl.edu/seminar\\_series/Spring2012/DBA20.pdf](http://business.umsl.edu/seminar_series/Spring2012/DBA20.pdf).

<sup>25</sup> [http://mpa.ub.uni-muenchen.de/38337/1/MPRA\\_paper\\_38337.pdf](http://mpa.ub.uni-muenchen.de/38337/1/MPRA_paper_38337.pdf).

<sup>26</sup> <http://academiccommons.columbia.edu/item/ac:146501>.

### 3. Einseitige Kritik an spekulationskritischen Studien

Will et al. kritisieren die spekulationskritischen Studien ausführlich. Doch einige Einwände sind nicht nachvollziehbar:

- Zur Kritik von Frenk (2010)<sup>27</sup> an Irwin/Sanders (2010)<sup>28</sup> wird gesagt, Frenk empfehle den Lesern, „sich auf den bloßen Augenschein zu verlassen“. In Wahrheit enthält der Text eine ausführliche, wissenschaftlich begründete Kritik an Granger-Tests, die nicht von Will et al. erwähnt wird.
- Zu Adämmer et al. (2011 bzw. 2012)<sup>29</sup> wird darauf verwiesen, dass Blasentests keinen direkten Verursacher bestimmen würden. Doch deuten sie immerhin auf eine Problemlage hin, die nicht mit einer spekulationsfreundlichen Sicht zusammengeht. Und auch wenn man der Kritik zustimmt, fragt es sich, warum dann umgekehrt die Studie mit Blasentest von Liu et al. (2012) als Beleg gegen den Einfluss der Spekulation Eingang in den Literaturüberblick gefunden hat.
- Bei der Kritik an Tang/Xiong (2010)<sup>30</sup> wird gar nicht mehr geäußert, dass die Rohstoff- und Finanzmärkte heute enger zusammenhängen als früher, vielmehr wird zugestanden, dass „die zunehmende Vernetzung der Märkte inter-sektorale Interdependenzen [erhöht]“. Es wird nur noch gemutmaßt, dass der Nettowohlfahrtseffekt am Ende „positiv sein dürfte“. Hier könnte gemeint sein, dass die Wohlfahrtsgewinne der diversifizierenden AnlegerInnen gegen die Verluste derjenigen abgewogen werden, die unter steigenden Preisen leiden. Diese Rechnung wäre so im theoretischen Marktmodell angelegt – aber sie ist zynisch.
- Bei der Kritik an Belke et al. (2012)<sup>31</sup> wird vermerkt, es werde hier vor allem die expansive Geldmarktpolitik der Notenbanken mit der Kritik getroffen. Allerdings entkräftet der Einwand überhaupt nicht die These, dass Spekulation eine Rolle spielt. Denn das neu geschaffene Geld wird eben anscheinend auch für die Investition in Rohstofftermingeschäfte verwendet.

Es fällt zudem auf, dass Will et al. alle spekulationsfreundlichen Studien ohne Kritik wiedergegeben. Doch auch diese Studien haben ihre Schwächen oder liefern keine eindeutigen Ergebnisse, was zum Teil von den Autoren selbst artikuliert wird:

- Irwin/Sanders (2011)<sup>32</sup> schreiben: “It should be noted that modelling market returns with the traditional time-series approaches used in this study can be criticized for a lack of statistical power due to the considerable volatility in the independent variable (returns). These time-series econometrics models may not have sufficient statistical power to reject the null hypothesis of no speculative impact for the relatively short time period studied.” Zwar werden die Ergebnisse der Studie gegen diesen Einwand verteidigt. Aber als Begründung für das Festhalten an der Methode wird u.a. nur angeführt, eine bessere Methode gebe es eben bis dato nicht.
- In Sanders/Irwin (2010)<sup>33</sup> werden verschiedene Märkte mit Indexfondsbeitragung daraufhin verglichen, ob es einen umso stärkeren Preisanstieg gibt, je stärker Indexfonds beteiligt sind. Dass dies nach der Analyse von Sanders/Irwin nicht der Fall ist, liefert zwar ein Indiz gegen den Einfluss von Indexfonds. Doch Sanders/Irwin gehen weiter, indem sie unterstellen, dass ohne einen solchen Effekt ein Einfluss gar nicht denkbar sei. Wenn sie schreiben, es sei „very difficult to rationalize how or why index buying would have a different impact across markets“, dann unterstellen sie, dass sich Indexfonds zwingend gleichmäßig auswirken müssen. Sie stellen nicht einmal die Frage, ob sich die Unterschiede auch aus marktspezifischen Besonderheiten erklären lassen könnten. Was zum Beispiel, wenn ein Markt zwar starke Indexfondsbeitragung hat, aber dort zugleich eine besonders gute Ernte anfällt? Kein Kritiker von Indexfonds behauptet ja, dass sich die Preise nur über die Indexfonds erklären ließen.

<sup>27</sup> [http://www.iatp.org/files/451\\_2\\_107621.pdf](http://www.iatp.org/files/451_2_107621.pdf).

<sup>28</sup> <http://www.oecd.org/trade/agriculturaltrade/assessingagriculturalmarkets/45534528.pdf>.

<sup>29</sup> [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1979521](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1979521).

<sup>30</sup> Tang, Ke und Wei Xiong (2010): Index Investment and Financialization of Commodities, Working Paper. Nicht mehr im Netz verfügbar in der alten Fassung.

<sup>31</sup> <http://www.rwi-essen.de/publikationen/ruhr-economic-papers/450>.

<sup>32</sup> Sanders, Dwight R. / Irwin, Scott H. (2011): New Evidence on the Impact of index Funds in the U.S. Grain Futures Markets. Canadian Journal of Agricultural Economics, Vol. 59 (2011), S. 519-532. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1744-7976.2011.01226.x/abstract>.

<sup>33</sup> Irwin, Scott H. / Sanders, Dwight R. (2010): A speculative bubble in commodity futures prices? Cross-sectional evidence. Agricultural Economics, Vol. 41 (2010), S. 25-32. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1574-0862.2009.00422.x/abstract>.

- Liu et al. (2012)<sup>34</sup>, die laut Will et al. einen Einfluss auf das Preisniveau verneinen, nehmen nur einen Blasentest vor, der – selbst bei positiven Ergebnissen – keine Rückschlüsse auf die Rolle von Finanzspekulation zulässt, wie Will et al. selber zu Adämmer et al. (2011) anmerken. Liu et al. schreiben zudem selbst: „This finding, however, should be carefully interpreted. Our results do neither imply that speculative activities do not have an impact on agricultural commodity prices nor that agricultural prices do not deviate from their fundamental value. (...) We conclude that our results do not provide the ultimate answer to the question whether bubbles are present or not and definite answers to this question should be treated with caution.”
- Die Studie von Bastianin et al. (2012)<sup>35</sup> findet immerhin für Öl einen signifikanten Effekt. Solche Feinheiten finden aber in der Zählung von Will et al. keine Berücksichtigung, weil mit einer „0“ in der Tabelle immer suggeriert wird, es gäbe gar keine gemessenen Effekte.
- Auch die Studie von Cappelle-Blancard/Coulibaly (2011)<sup>36</sup> findet nicht nur unsignifikante Ergebnisse für alle Rohstoffe, sondern „for live cattle, there is a positive causality from index traders positions to prices that is significant at the 10% level“. Das heißt natürlich nicht, dass die Gesamtaussage der Studie nicht kritisch gegen die Spekulationsthese gerichtet ist. Aber auch hier wird in der Darstellung von Will et al. der Eindruck erweckt, es gäbe gar keine signifikanten Einzelergebnisse, wodurch das Gesamtergebnis noch eindeutiger erscheint als es in Wahrheit ist.

#### 4. Unkritisch verwendete und beschränkte Methodik

Das gesamte Papier von Will et al. stützt sich auf die implizite Grundannahme, dass sich ökonomische Fragen am besten oder sogar ausschließlich mit ökonometrischer Empirie beantworten lassen. Dies ist angesichts des möglichen Versagens ökonometrischer Modelle wissenschaftlich fragwürdig und zeugt nicht von einem pluralistischen Methodenverständnis. Entsprechend kommt die kritische Diskussion der Verwendung ökonometrischer Methoden, vor allem der Granger-Tests, viel zu kurz.

Die Kritik an Granger-Tests wird – neben dem erwähnten Papier von Frenk – auch von anderen erhoben, z.B. von Stephan Schulmeister (2012)<sup>37</sup>, der die Methode in dem Kontext für wertlos hält. Irwin/Sanders (2011) selbst äußern sich kritisch zu den Granger-Tests: „rejection of the null hypothesis in a Granger causality test should be viewed as only a preliminary indication of a true causal relationship“<sup>38</sup>. Natürlich ergänzen Irwin/Sanders ihre Tests um Plausibilitätsüberlegungen, aber hier ließe sich im Detail auch vieles erwidern, z.B. zur Rolle der Lagerhaltung, zu Preisbewegungen von nicht-indexierten Rohstoffen und anderem, was an dieser Stelle jedoch nicht geschehen soll.<sup>39</sup>

In einer Meta-Studie speziell zu Granger-Tests von Stephanie Grosche (2012)<sup>40</sup> wurde zum einen klar gemacht, dass der Test von bestimmten Annahmen abhängt: „the determinants of trading activity, the informational market efficiency, or expectation models of the market agents could affect GC test reliability and interpretability“. Zum anderen wurde – mit konkretem Bezug zu Studien von Stoll/Whaley, Aulerich et al., Gilbert und Sanders/Irwin – die unzureichende Methodik dieser Art Granger-Tests betont: „Any problems resulting purely from the time series model specification or GC test selection have not been addressed. The sampled studies only focused on bivariate linear models. Multivariate or nonlinear models may be more adequate in light of potential omitted variable problems or nonlinear effects.“

Die Linearität spielt insbesondere bei den Studien von Irwin/Sanders und Stoll/Whaley eine zentrale Rolle. Wirkungen nämlich, die mit unregelmäßiger Zeitverzögerung auftreten, können nicht mit Granger-Tests erfasst werden. Und sogar die Autoren des Literaturüberblicks selber schreiben in einem weiteren Diskussionspapier aus diesem Jahr: „Neueste Tests für explosive Wurzeln weisen darauf hin, dass die

<sup>34</sup> <http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/122554/2/Liu.pdf>.

<sup>35</sup> [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2029589](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2029589).

<sup>36</sup> <http://ideas.repec.org/p/cii/cepiddt/2011-28.html>.

<sup>37</sup> Schulmeister, Stephan (2012): Technical Trading and Commodity Price Fluctuations.

[http://www.wifo.ac.at/jart/prj3/wifo/resources/person\\_dokument/person\\_dokument.jart?publikationsid=45238&mime\\_type=application/pdf](http://www.wifo.ac.at/jart/prj3/wifo/resources/person_dokument/person_dokument.jart?publikationsid=45238&mime_type=application/pdf)

<sup>38</sup> Irwin, Scott H. / Sanders, Dwight R. (2011): Index Funds, Financialization, and Commodity Futures Markets. Applied Economic Perspectives and Policy (Spring 2011) Vol. 33 (1): S. 1-31.

<sup>39</sup> Siehe dazu Hachfeld, David / Urhahn, Jan / Henn, Markus (2012): Fragen und Antworten zu Nahrungsmittelspekulation. [http://www2.weed-online.org/uploads/281112\\_nahrungsmittelspekulation\\_fragen\\_und\\_antworten\\_final.pdf](http://www2.weed-online.org/uploads/281112_nahrungsmittelspekulation_fragen_und_antworten_final.pdf).

<sup>40</sup> Grosche, Stephanie (2012): Limitations of Granger Causality Analysis to assess the price effects from the financialization of agricultural commodity markets under bounded rationality, Discussion Paper 2012:1, Institute for Food and Resource Economics University of Bonn.

Annahme eines Einheitswurzelprozesses unter den momentanen Marktbedingungen zur Beschreibung der Preisbildungsprozesse nicht geeignet ist (...). Die betrachteten Zeitreihen folgen in der Regel (schwach) explosiven Prozessen. Für Granger-Kausalitätstests bedeutet dieses, dass die gängigen VAR-Modelle nicht mehr anwendbar sind.“<sup>41</sup> Es wäre zu prüfen, wie viele der von Will et al. im Literaturüberblick zitierten Studien diesem Anspruch nicht genügen.

Nicht betrachtet werden empirische Arbeiten, die sich nicht auf die Analyse von Zeitreihen stützen. Ein Beispiel für eine solche andere empirische Arbeit ist die schon erwähnte Studie von Schulmeister (2012), wo er Algorithmen nachmodelliert und so Preisentwicklungen besser erklären kann: “If one aggregates over the transactions and open positions of the 1,092 technical models, it turns out that technical commodity futures trading exerts an excessive demand (supply) pressure on commodity markets.”

Will et al. betrachten in ihrem Überblick fast nur Texte von Universitätswissenschaftlern, eine Ausnahme bildet wohl nur die Studie von Frenk/Turbeville. Text und Aussagen von öffentlichen Einrichtungen, AnalytikerInnen, HändlerInnen etc. werden deshalb praktisch nicht in Betracht gezogen. Dabei gibt es gerade auch aus dieser Ecke viele ernstzunehmende Kritik.<sup>42</sup> Damit soll nicht gesagt sein, dass Studien von Wissenschaftlern und speziell begutachtete Studien keinen eigenen Stellenwert haben. Aber die Ausschließlichkeit, mit der hier fast alles Nicht-Universitäre als Erkenntnisquelle übergangen wird, zeugt von nicht von wissenschaftlicher Strenge, sondern von wissenschaftlicher Beschränktheit.

## 5. Falsche Darstellung der Regulierungsdebatte

Will et al. stellen die Debatte über Agrarspekulation falsch dar, indem sie suggerieren, ein paar Nichtregierungsorganisationen und ein Hedge-Fonds-Manager hätten die Debatte geradezu manipuliert. In Wahrheit gab es aber nicht nur die zahlreichen kritischen Stimmen aus der Wissenschaft, auf die hier hingewiesen wurde. In den US-Anhörungen kritisierten auch Finanzmanager wie Todd E. Petzel<sup>43</sup> die Finanzialisierung der Rohstoffmärkte, oder Michael Greenberger<sup>44</sup>, der Ende der 90er Jahre Mitarbeiter der früheren CFTC-Chefin Brooksley Born war. Born hatte sich Ende der 1990er Jahre vergeblich gegen die Deregulierung gestemmt und verließ schließlich frustriert die CFTC, die dann der Deregulierung durch den *Commodity Futures Modernization Act* im Jahr 2000 zustimmte. Auch die *Commodity Markets Oversight Coalition*<sup>45</sup> als US-Allianz von Hedgern und Nichtregierungsorganisationen bleibt unerwähnt.

Die Inanspruchnahme von Bass als Regulierungskritiker ist irreführend. Bass hat sich in einem Aufruf vom April 2011<sup>46</sup> öffentlich gegen exzessive Spekulation und für Positionslimits ausgesprochen.

Auch die Darstellung der Debatte über einzelne Maßnahmen ist falsch. Will et al. erwecken den Eindruck, Positionslimits seien realitätsfern, obwohl das Gegenteil zutrifft, denn sie bestehen an vielen Börsen der Welt, unter anderem schon lange in den USA. Im Übrigen dürfen auch heute in der EU Publikums-Fonds (reguliert durch die Richtlinie „OGAW“) nicht direkt in Rohstoffe oder Rohstofffutures investieren.

## Fazit

Das Diskussionspapier von Will et al. nimmt für sich in Anspruch, die wissenschaftliche Literatur umfassend und objektiv auszuwerten, hat aber bei der Auswahl der Literatur Mängel und Lücken. Darüber hinaus weist die ausschließliche Konzentration auf ökonometrische Studien auf eine verengte Methodik hin. Die Bewertung der Studien ist nicht immer korrekt und erfolgt einseitig zu Ungunsten der spekulationskritischen Studien. Auch sonst wird in der Analyse der Debatte einiges verfälschend dargestellt. Dies alles wirft das Papier von Will et al. hinter den Standard zurück, den Will et al. von anderen verlangen und für sich in Anspruch nehmen. Ihre weitreichende Kritik an allen, die Spekulation oder einige ihrer Formen kritisch sehen, ist damit nicht ausreichend belegt.

---

<sup>41</sup> Prehn, Sören / Glauben, Thomas / Pies, Ingo / Will, Matthias Georg / Loy, Jens-Peter (2013): Betreiben Indexfonds Agrarspekulation? Erläuterungen zum Geschäftsmodell und zum weiteren Forschungsbedarf. IAMO Discussion Paper Nr. 138.

<sup>42</sup> Siehe dazu zum Beispiel die Aussagen in den Abschnitten C) und D) in meiner Liste: [http://www2.weed-online.org/uploads/evidence\\_on\\_impact\\_of\\_commodity\\_speculation.pdf](http://www2.weed-online.org/uploads/evidence_on_impact_of_commodity_speculation.pdf).

<sup>43</sup> [http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/hearing072809\\_petzel2.pdf](http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/hearing072809_petzel2.pdf).

<sup>44</sup> [http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/hearing080509\\_greenberger.pdf](http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/hearing080509_greenberger.pdf).

<sup>45</sup> <http://commoditymarketoversight.org>.

<sup>46</sup> <http://www.wdm.org.uk/stop-bankers-betting-food/hundreds-economists-tell-g20-regulate-speculation-food-prices>