

Rohstoffspekulation: Mythos oder Realität?

Für Preisschwankungen an den Rohstoffmärkten werden oft Spekulationen verantwortlich gemacht. Eine Analyse zeigt, dass der Einfluss überschätzt wird. *Olle Östensson*

Abstract Kritische Stimmen monieren immer wieder, dass die Spekulation mit Rohstoffen zugenommen habe und die Märkte «finanzialisiert» seien, was bei den Basiswerten zu einer ungesunden Preisentwicklung geführt habe. Studien zeigen jedoch, dass sich die Preise an den Börsen nicht vom physischen Handel abgekoppelt haben. Zudem ist die Finanzialisierung im Rohstoffhandel aufgrund einer strengeren Regulierung nach der Finanzkrise 2008 zurückgegangen. Schliesslich gibt es auch kaum Hinweise darauf, dass Indexfonds den Markt destabilisiert haben.

Die Vorstellung, dass die Spekulation einen erheblichen Einfluss auf den Verlauf der Rohstoffpreise hat, ist weitverbreitet. Häufig ist auch zu hören, die «Finanzialisierung» der Rohstoffmärkte habe die Spekulation angeheizt, was impliziert, dass Banken und andere Finanzinstitute auf diesen Märkten eine wichtigere Rolle spielen als früher. Doch stimmt das wirklich? Im Folgenden nehmen wir drei Mythen zum Rohstoffhandel unter die Lupe.

Der erste Mythos besagt, dass sich die Preise an den Terminbörsen vom physischen Handel abkoppeln können. Tatsächlich werden viele Rohstoffe an der Börse in Form von Terminkontrakten gehandelt. Mit solchen Verträgen können Produkte gekauft oder verkauft werden, die zu einem späteren Zeitpunkt geliefert werden. So können sich die Marktteilnehmer gegenüber einer ungünstigen Preisentwicklung absichern: Ein Produzent kann beispielsweise heute einen bestimmten Preis für eine Lieferung in einigen Monaten festlegen. Dafür braucht es jedoch jemanden, der den Gegenpart übernimmt und zu diesem Preis kauft. Hier kommt der Spekulant ins Spiel, der darauf wettet, dass sich der Preis in eine für ihn vorteilhafte Richtung entwickeln wird. Der Spekulant will jedoch das physische Produkt nicht wirklich kaufen, sondern veräussert den Terminkontrakt später wieder.

So ist es möglich, dass Spekulationen die Preise von Terminkontrakten in die Höhe treiben. Wenn der gehandelte Rohstoff nicht knapp ist, steigt der langfristige Preis gegenüber dem kurzfristigen an. Ein Spekulant kauft immer auf Termin, da er am physischen Produkt gar nicht interessiert ist. Er wettet auf den steigenden – oder sinkenden – Preis.

Wenn keine Knappheit herrscht, führt der Anstieg der Terminpreise zu vollen Lagerbeständen, da die Lieferanten der physischen Rohstoffe lieber zum höheren Preis in der Zukunft als zum tieferen aktuellen Preis verkaufen. Mit der Differenz zwischen den Preisen können sie die Lagerung finanzieren. Durch die Zunahme der Lagerbestände sinkt allerdings die verfügbare Rohstoffmenge, worauf der aktuelle Preis steigt, und zwar so lange, bis die Preisdifferenz zum Terminpreis ausgeglichen ist. Durch diese Verbindung zum physischen Markt unterscheiden sich die Rohstoffmärkte von reinen Finanzmärkten. Dieser Mechanismus bremst die Spekulation – ausser ein Spekulant würde den Rohstoff physisch einlagern.

Finanzialisierung geht zurück

Der zweite Mythos besagt, die Finanzialisierung der Rohstoffmärkte sei ein neuer, stark zunehmender Trend. Was hat es damit auf sich? Traditionell waren Finanzinstitute an der Finanzierung von Spekulationen beteiligt, und sie handelten manchmal auch auf eigene Rechnung. In den 1990er- und 2000er-Jahren kamen mehrere populäre Studien¹ und Bücher² zum Schluss, dass die Rohstoffpreise und die Preisentwicklung anderer Anlagen nur wenig korrelieren. In der Folge begannen Hedgefonds und andere Anleger, in Rohstoffe zu

¹ Siehe etwa Froot (1995) sowie Gorton und Rouwenhorst (2006).

² Z. B. Anson (2006).



Spekulanten wetten auf künftige Preisänderungen von Rohstoffen wie Erdöl.

investieren – wodurch die Finanzialisierung anstieg. Aufgrund neuer Regulierungen nach der Finanzkrise 2008 mussten die Banken ihre Praxis anpassen und den Handel mit Rohstoffen im Jahr 2014 ganz einstellen. Dadurch nahm auch die Finanzialisierung wieder ab.³

Die Rolle der Indexfonds

Manchmal ist auch zu hören, dass Indexfonds besonders intensiv spekulieren. So sollen sie in den Jahren 2007 und 2008 für dramatische Preissteigerungen gesorgt haben. Was ist von diesem dritten Mythos zu halten?

Grundsätzlich gilt: Indexfonds wurden für Anleger geschaffen, die von den steigenden Rohstoffpreisen profitieren wollten, ohne direkt in die «physischen» Produkte zu investieren. Solche «Rohstoffindizes» werden hauptsächlich von Banken angeboten und bilden die Entwicklung der Rohstoffpreise ab.

Die Banken sichern ihre Positionen in der Regel ab, indem sie Rohstoffterminkontrakte in einem Volumen kaufen, das dem Volumen der von ihnen verkauften Indizes entspricht. Sie kaufen zum Beispiel einen Terminkontrakt für eine Lieferung in drei Monaten und verkaufen diesen zwei Monate später wieder. So können sie ihr Vermögen auf einem stabilen Niveau halten und sind jederzeit abgesichert, ohne je Rohstoffe geliefert zu erhalten. Kritiker sagen allerdings, Indexfonds hätten den Markt aus dem Gleichgewicht gebracht, weil sie in grossem Umfang Kontrakte kauften.

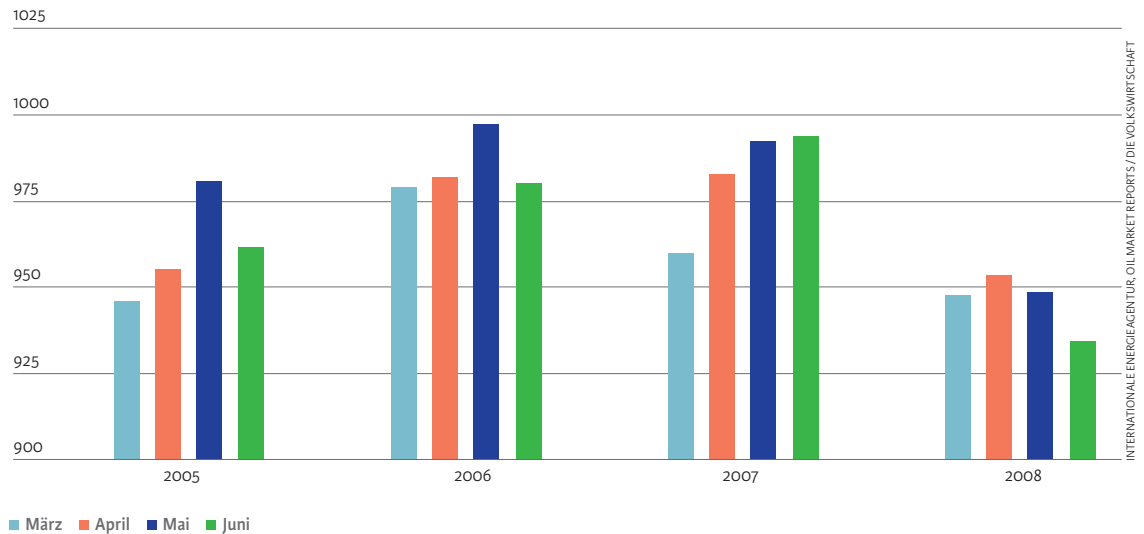
Echte Knappheit

Zahlreiche akademische Studien⁴ haben die Rolle der Spekulation und insbesondere der Indexfonds untersucht. Die Schlussfolgerungen sind gemischt. Einige fanden Hinweise darauf, dass Spekulation den Preis gewisser Rohstoffe

³ Bianchi et al. (2020).

⁴ Z. B. Irwin und Sanders (2010) sowie Anderson et al. (2016).

Abb. 1: Rohölvorräte in den OECD-Staaten, in Mio. Barrel Brent (2005–2008)



vorübergehend beeinflusst. Mehrere Metaanalysen⁵ kamen hingegen zum Schluss, dass sich in den meisten Studien kaum Anhaltspunkte für eine Destabilisierung finden.

Man muss aber keine Ökonometrikerin sein, um das Konzept von Indexfonds zu verstehen. Es gibt auch einfacher verständliche Belege. So genügt etwa ein Blick auf die Rohölpreise während der Weltwirtschaftskrise 2008 – die im Zentrum der Debatte stehen.

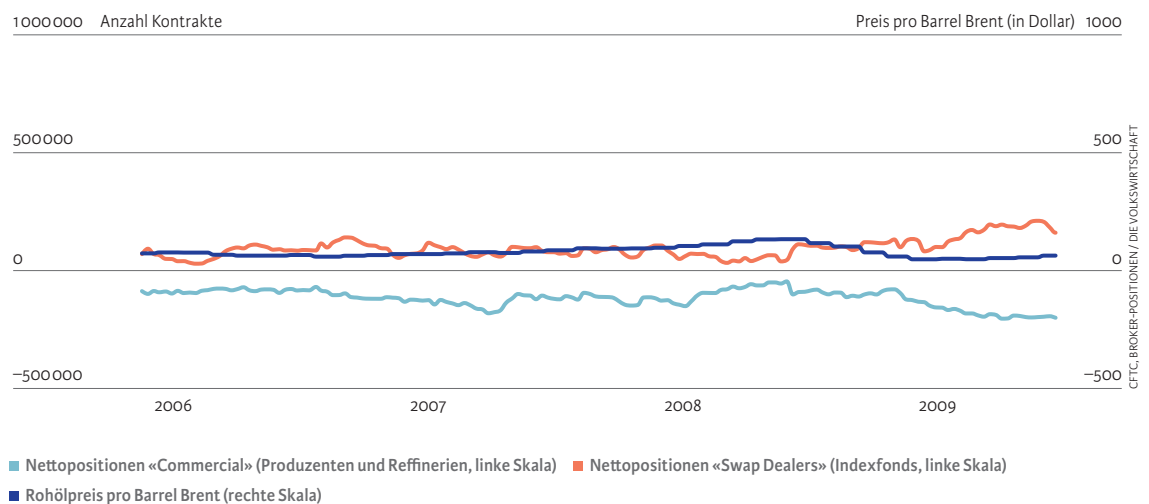
Wie bereits erklärt füllen sich die Öllager, wenn steigende Terminpreise auf die Spekulation zurückzuführen sind. Die Preisentwicklung

der Erdölvorräte in den Jahren 2005 bis 2008 zeichnet jedoch ein ganz anderes Bild: Als die Preise 2008 explodierten, waren die Lagerbestände niedrig und gingen im Frühling zurück – einer Jahreszeit, in der Raffinerien normalerweise ihre Tanks füllen (siehe *Abbildung 1*). Für den starken Preisanstieg waren somit nicht irgendwelche Indexfonds verantwortlich, sondern die tatsächliche physische Knappheit von Rohöl.

Dies bestätigen auch Daten der US-Aufsichtsbehörde CFTC zu den Nettopositionen von Marktteilnehmern (siehe *Abbildung 2*). Dabei

⁵ Haase et al. (2016) und Boyd et al. (2018).

Abb. 2: Rohölpreis an den Terminmärkten (2006–2009)



sind hier zwei Kategorien von Rohölhändlern, die bei der CFTC gemeldet sind, relevant: Die erste umfasst Produzenten und Raffinerien («Commercial»), die zweite hauptsächlich Indexfonds («Swap Dealers»).

Die Nettopositionen der Swap-Händler – das heisst die von ihnen getätigten Investitionen in den Rohölmarkt – waren in den Jahren 2006 und 2007 nahezu konstant. Nachdem die Rohölpreise Mitte 2008 ihren Höhepunkt erreicht hatten, gingen die Nettopositionen wieder etwas zurück. Wenn nun, wie manche behaupten, die Indexfonds die Preise in die Höhe getrieben hätten, wären die Nettopositionen hingegen gestiegen. Die Positionen der Marktteilnehmer der Kategorie «Commercial», das heisst der Produzenten und Raffinerien, bewegten sich dagegen ähnlich wie die Rohölpreise.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die Spekulation mit Terminkontrakten die Rohstoffpreise vermutlich nur wenig beeinflusst. Nur wenn Spekulanten die physischen Rohstoffe tatsächlich besitzen, können sie von den Preisschwankungen profitieren. Dies wäre jedoch teuer und mit hohen Risiken verbunden.



Olle Östensson

Unabhängiger Berater und Lehrbeauftragter für Rohstoffhandel, Fakultät für Wirtschaft und Management, Universität Genf

Literatur

- Andreasson, P.; Bekiros S. und Salah Uddin G. (2016). Impact of Speculation and Economic Uncertainty on Commodity Markets. *International Review of Financial Analysis*, 43: 115–127.
- Anson, M. J. P. (2006). *Handbook of Alternative Investments*. Hoboken, John Wiley & Sons.
- Bianchi, R. J.; Fan J. H. und Todorova N. (2020). Financialization and De-financialization of Commodity Futures: A Quantile Regression Approach. *International Review of Financial Analysis*, 68.
- Boyd, N. E.; Harris J. H. und Li B. (2018). An Update on Speculation and Financialization in Commodity Markets. *Journal of Commodity Markets*, 10: 91–104.
- Froot, K. A. (1995). Hedging Portfolios with Real Assets. *Journal of Portfolio Management*, 21 (4): 60–77.
- Gorton, G. und Rouwenhorst K. G. (2006). Facts and Fantasies about Commodity Futures. *Financial Analyst Journal*, 62 (2): 47–68.
- Haase, M., Seiler Zimmermann S. und Zimmermann H. (2016). The Impact of Speculation on Commodity Futures Markets – A Review of the Findings of 100 Empirical Studies. *Journal of Commodity Markets*, 3: 1–15.
- Irwin, S. H. und Sanders D. R. (2010). The Impact of Index and Swap Funds on Commodity Futures Markets: Preliminary Results. *OECD Food, Agriculture and Fisheries Working Papers*, N° 27, OECD Publishing.