

Josefs Deutung von Pharaos Träumen hat Ägypten vor einer Hungersnot bewahrt: In den sieben fetten Jahren wurde Getreide in grossen Mengen gespeichert, damit es in den darauffolgenden mageren Jahren an die hungernde Bevölkerung verkauft – und nicht abgegeben, wie gelegentlich im Religionsunterricht behauptet – werden konnte. Da man über den Preis, zu dem das Getreide in den fetten Jahren gekauft und in den mageren Jahren verkauft wurde, in den Quellen nichts erfährt, bleibt die ökonomische Dimension der Bibelstelle im Dunkeln. Zudem besass Josef offenbar ein staatliches Monopol für die Lagerung von und den Handel mit Getreide. Termingeschäfte werden nicht erwähnt, obwohl diese in Form von Getreidekrediten zu jener Zeit schon verbreitet waren.

### Unsicherheit aus der Welt räumen

Was wäre anders, wenn an die Stelle von Josefs Vorsehung und Monopol ein kompetitives Marktsystem treten würde? Die Betreiber von Lagerhäusern würden in Erwartung eines Engpasses das Getreide nur dann jahrelang speichern, wenn der erwartete Preis sie für die Kapitalbindung und die Lagerkosten entschädigt. Aber im Unterschied zu Josef sind sie einem Preisrisiko ausgesetzt, ebenso die Bäcker, die in der Unsicherheit leben, zu welchem Preis sie das Getreide in den mageren Jahren kaufen können. Diese Unsicherheit könnte, zumindest, was das Preisrisiko betrifft, durch Termingeschäfte aus der Welt geräumt werden: Die Lagerverwaltung verpflichtet sich heute, das gespeicherte Getreide in einem Jahr – oder zwei, drei Jahren – zu fixierten Preisen zu verkaufen, nämlich den Terminpreisen. Bei Erwartung schlechter Ernten wird

## Der Terminmarkt dient dazu, Güter von einer Periode des Überflusses in eine Periode der Knappheit überzuführen.

die Terminpreiskurve steigen, um den Anreiz zu erzeugen, den Weizen einzulagern und der erwarteten Knappheit entgegenzuwirken. Für die Bäcker und die Konsumenten ergibt sich auf diese Weise die Möglichkeit, Getreide und Brot zu einem wohl höheren, aber gesicherten und damit planbaren Preis zu kaufen. Wäre demgegenüber die Knappheit gegenwärtig und würden bessere Zeiten erwartet, läge der heutige Preis über den zukünftigen Terminpreisen, und die Händler hätten einen Anreiz, ihre Lager zu leeren.

Die Bibelstelle zeigt: Unter perfekter Voraussicht und staatlichem Monopol benötigt die Gesellschaft keinen Terminmarkt, um Güter von einer Periode des Überflusses in eine Periode der Knappheit überzuführen. Aber in einem kompetitiven Wirtschaftssystem mit unsicheren Preiserwartungen und dezentraler Entscheidungsbildung erfüllt der Terminmarkt die Funktion einer Absicherung gegenüber falschen Erwartungen sowie eine Koordinationsaufgabe. Der Terminmarkt bildet Preise für unterschiedliche zukünftige Lieferdaten, und die Unterschiede dazwischen – gespiegelt in der Terminpreiskurve – zeigen den Akteuren, wie die Lager zu verändern sind. So kommt derzeit auch bei Entwicklungsprojekten zur Versorgungssicherheit den Investitionen zum Aufbau von Lagerkapazitäten und organisierten Terminmärkten sowie der dafür nötigen Infrastruktur eine hohe Priorität zu. Ausser für die Lagerhaltung liefern Terminkurse ferner wichtige Signale zur Planung zukünftiger Produktionskapazitäten.

Doch weshalb führt die öffentliche Debatte zum Warenterminhandel seit je immer wieder zu hitzigen Auseinandersetzungen? Es sind drei Kategorien, die bei der vorangehenden Diskussion ausgeblendet wurden und die für die öffentliche Meinung von entscheidender Bedeutung sind.

Erstens sind die vielfältigen und komplexen institutionellen Gegebenheiten der Terminmärkte und Finanzkontrakte zu erwähnen. Es gibt ja nicht «den» Terminkontrakt, sondern eine Vielfalt börsengehandelter und ausserbörslicher Kontrakte sowie davon abgeleitete Investitionsvehikel für Finanzinvestoren. Die wichtigste Rolle spielen dabei die Futures-Kontrakte. Dies sind standardisierte Terminkontrakte, die an eigens dafür konzipierten Börsen gehandelt werden und in der Regel keinen unmittelbaren physischen Bezug zur gehandelten Ware erfordern, sondern auf den Ausgleich von Preisschwankungen fokussiert sind. Der Börsenhandel erschliesst die Kontakte einem breiten Publikum mit unterschiedlichsten Handelsmotiven. Der Markt wird dadurch liquide, und die Handelsregeln der Börse schaffen Transparenz und Sicherheit. Die Loslösung der Finanzkontrakte von der Ware selbst, der Fokus auf Kursdifferenzen (daher die Bezeichnung «Differenzgeschäft») bildet stets einen Hauptkritikpunkt; sie ist aber als Vor- und als Nachteil zu sehen.

Zweitens war in der einleitenden Geschichte nur von kommerziellen Institutionen und Akteuren die Rede, also von Lagerhäusern und Bäckern,

# Josef und die Spekulanten

Warum der Warenterminhandel nichts Verwerfliches ist. Von Heinz Zimmermann

zu denen auch die Produzenten, Verarbeiter und Händler zu zählen sind. Ein Terminmarkt mit ausschliesslich kommerziellen Akteuren erscheint vielleicht als Idealfall, wäre jedoch kaum überlebensfähig beziehungsweise käme aufgrund des Ungleichgewichts zwischen Terminkäufen und -verkäufen gar nicht erst zustande. So beträgt beispielsweise bei Winterweizen das Verhältnis zwischen Käufen und Verkäufen von Futures rund 1 zu 3 (Zeitraum 2006–2014), d. h., die überwiegende Zahl der kommerziellen Marktteilnehmer sichert sich durch Verkäufe gegen fallende Weizenpreise ab. Es werden daher Akteure benötigt, die das Ungleichgewicht durch Terminkäufe auffangen – Akteure ohne kommerzielles Interesse an Weizen: Spekulanten. Doch wer sind diese? Was machen Index-Swap-Dealer, und sind Pensionskassen, die in ein Rohstoff-Index-Zertifikat investieren, auch Spekulanten? Und wie verhält es sich mit einem Unternehmer, der in Erwartung steigender Preise ein Getreidelager aufbaut? Wird es zur Spekulation, wenn die kommerzielle Absicht fehlt? Speicherte Joseph das Getreide in kommerzieller oder spekulativer Absicht?

### Emotional vorbelastete Begriffe

Dies führt zur dritten Kategorie meinungsbildender Faktoren: unglückliche, unklare, unscharfe oder emotional vorbelastete Begriffe. Der Weg vom Verbot, mit Warenterminkontrakten zu spekulieren, zum Imperativ «Mit Essen spielt man nicht!» ist kurz und wird in Ermangelung klarer Vorstellungen zum Begriff der Spekulation kaum hinterfragt. Spekuliert ein Händler, wenn er sein Lager durch den Verkauf von Futures absichert? Wohl nicht. Und wenn er dieses nicht absichert? Dann wäre es logisch, ihn als Spekulanten zu bezeichnen. Mit anderen Worten: Es ist oft der Verzicht auf die Verwendung von Finanzinstrumenten, der sich spekulativ auswirkt. Oder wäre der Betreiber des Lagerhauses ein Spekulant, wenn er das Lager nur aus finanziellen Motiven halten würde, um von steigenden Preisen zu profitieren? Für ihn läge der einfachere und billigere Weg in der Verwendung von Futures, also im Verzicht auf physische Transaktionen, Lagerhaltung und Kapitalbindung. Wer nur auf Informationen setzt, also im klassischen Sinn spekuliert, wird das vermeintliche Spiel mit den Waren tunlichst vermeiden.

Ob spekuliert wird oder nicht, lässt sich meistens nicht ohne Kenntnis des gesamten ökonomischen Kontexts eines Akteurs feststellen. Dies dürfte der Grund dafür sein, dass die US-Behörde, die die Futures-Börsen (CFTC) beaufsichtigt, lediglich kommerzielle und nichtkommerzielle Positionen (und neuerdings Indexpositionen) unterscheidet, aber den Begriff der Spekulation vermeidet. Für den US-Winterweizen sind die nichtindexbezogenen, nichtkommerziellen Positionen (von institutionellen Investoren wie Fonds, Banken und Pensionskassen) zwischen Terminkäufen und -verkäufen interessanterweise wertmässig ziemlich ausgeglichen, so dass die verbleibenden Akteure (Index-Investoren sowie Kleininvestoren ohne Meldepflicht) das oben erwähnte kommerzielle Ungleichgewicht ausgleichen, also den Weizen auf Termin kaufen. Dabei ist es unerheblich, ja ein

wesentlicher Vorteil der Futures-Märkte, dass damit keine physischen Käufe verbunden sind: Der Weizen befindet sich entweder in den Lagern oder ist noch gar nicht geerntet. Es geht ausschliesslich um die Übernahme des Preisrisikos, welches die kommerziellen Händler offenbar nicht oder nicht zu jenem Preis tragen wollen, zu dem es die Finanzinvestoren übernehmen. Letztere können das Risiko diversifizieren, was die Risikoprämie und damit die Absicherungskosten reduziert.

Diversifizierte, an einen Rohstoffindex gebundene Anlagen haben mit der Tiefzinsphase einen grossen Aufschwung erlebt. Gleichzeitig sind die Weltmarktpreise verschiedener Nahrungsmittel massiv gestiegen, wodurch die alte Debatte über die schädlichen Auswirkungen der «Warenterminspekulation» neu entfacht wurde. Dass im Zuge der Finanzkrise die Debatte zur Kampfansage von Nichtregierungsorganisationen an die Banken geriet, ist bekannt und führte dazu, dass sich viele Institute unter öffentlichem Druck aus dem Geschäft zurückzogen. Doch lässt sich der schädliche Einfluss der Warenterminspekulation empirisch nachweisen? Das Forschungsinteresse an der Frage, welchen Einfluss angebots- und nachfrage-seitige Faktoren (Wetter, Bioethanol, China) gegenüber zunehmenden Finanzströmen auf die Rohstoffpreise und deren Volatilität haben, ist tatsächlich erheblich. Das Gesamtbild ist aufgrund der unterschiedlichen Fragestellungen, Schätzverfahren und Datenanalysen aber uneinheitlich, was wenig überrascht. Die neusten empirischen Arbeiten zeichnen sich vor allem durch die Verfügbarkeit verbesserter (nichtaggregierter) und damit aussagekräftigerer Daten aus, die namentlich durch die US-Aufsichtsbehörde erhoben werden. Diese erlauben eine Analyse des zyklischen Verhaltens einer grossen Population von Akteuren. Welche Verhaltensmuster dabei als spekulativ gelten sollen, steht gar nicht im Vordergrund. Zentraler ist die Erkenntnis, dass die Futures-Börsen eine hohe Heterogenität des Verhaltens ihrer Akteure zulassen, was letztlich die Voraussetzung eines funktionierenden, stabilen – und letztlich nicht manipulierbaren – Rohstoffmarktes ist.

### «Irre geleitete Masseninstincte»

Auch ein Blick zurück in die Geschichte ist erhellend, und man staunt über die Ähnlichkeit zur heutigen Argumentation. Im deutschsprachigen Raum bildete das Verbot des Getreidetermingeschäftes im Zuge des Reichsbörsengesetzes von 1896 den vorläufigen Schlusspunkt einer langen politischen Debatte, «deren Beantwortung durch die Gesetzgebung stets mehr von Rücksichten auf den augenblicklich im Volke herrschenden «Glauben» als von Resultaten wissenschaftlicher Erkenntnis erfolgt ist», wie es der Ökonom und Fabrikant August Fröchtling 1909 formulierte. Noch deutlicher drückten sich Max Weber und Gustav Cohn aus, zwei prominente Mitglieder der Expertenkommission rund um den Börsenkrach von 1892, welche die Einschränkungen und Verbote im Terminhandel geradewegs als «Ausfluss irre geleiteter Masseninstincte» bezeichneten. Was war geschehen? Im Zuge der Globalisierung des Getreidehandels stieg die Einfuhr aus Übersee trotz erhöh-

ten Zöllen massiv an, was zu tieferen Preisen und einer Erhöhung der Preisschwankungen führte. Die Agrarier machten den Terminhandel dafür mitverantwortlich und setzten sich gegenüber den Kapitalisten politisch durch. Aber die erhoffte Preisstabilisierung blieb aus, der fehlende Risikotransfer zwischen Produzenten und Konsumenten destabilisierte die Getreidepreise derart, dass schon im April 1900 der Markt wiedereröffnet wurde. Aber die Wiederbelebung scheiterte – die ehemals führende Getreidebörse verlor ihre überregionale Bedeutung.

Von einzelnen Ausnahmen abgesehen dreht sich die heutige Diskussion weniger um Verbote, sondern um die Einführung strengerer Positions- und Handelslimiten für nichtkommerzielle Akteure. Limiten sind so alt wie die Börsen: In den USA wurde die Bundeskompetenz dafür in den 1930er Jahren mit der Commodity Exchange Act (CEA) geschaffen, um im Futures-Handel ausgewählter Rohstoffe übermässige Spekulation einzuschränken. Dabei ging es um den Schutz des Marktmechanismus vor kriminellen Handlungen seiner Akteure, etwa dem absichtlichen Erzeugen von Engpässen (Cornern) und der Kursmanipulation, und nicht um den Ausschluss bestimmter Akteure aufgrund vermeintlich unethischer Handelsmotive; das ist ein entscheidender Unterschied zur gegenwärtigen Debatte. Anfänglich betrafen die Vorschriften nur Limiten auf Getreide, später kamen weitere Rohstoffe dazu. Auf vielen Waren, darunter die berühmten Schweinebäuche, gab es nie Limiten. Ein generelles Handelsverbot wurde im Lauf der Jahre nur auf Zwiebeln erlassen. Da Börsen eine juristische Entität mit klar definiertem Teilnehmerkreis sind, waren Erlass und Überwachung von Limiten in enger Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsbehörde (CFTC) und Börsen einfach umzusetzen. Zudem trugen Futures-Börsen im Rahmen ihrer Selbstregulierung stets die Verantwortung zur Sicherung der Marktqualität und konnten sogar strengere Limiten erlassen.

### Bedenkliche Vorhaben

Seit dem Enron-Skandal und mit der Dodd Frank Act zur Finanzmarktreform stellt sich die Frage der Ausdehnung der Positionslimiten auf ausserbörsliche (OTC) Geschäfte, die für einzelne Rohstoffe quantitativ durchaus bedeutungsvoll sind. Im Vordergrund stehen Commodity Swaps, explizit ausgeschlossen wären klassische Terminkontrakte. Über Zuständigkeiten und Umsetzungsmöglichkeiten wird zwischen den betroffenen Verbänden und politischen Behörden heftig debattiert, ohne dass ein Fortschritt absehbar wäre. Die

## Es ist oft der Verzicht auf die Verwendung von Finanzinstrumenten, der sich spekulativ auswirkt.

Schwierigkeit liegt darin, dass die Limiten nicht mehr durch eine übersichtliche Zahl von Börsen überwacht werden können, sondern eine direkte Aufsicht aller Marktakteure (Banken, Fonds, Firmen, Einzelinvestoren) erfordern. Genau dies hat sich jedoch die europäische Finanzmarkttrichlinie (Mifid II) mit den geplanten OTC-Positionslimiten vorgenommen, und die Schweiz wird diese Regeln voraussichtlich übernehmen. Das Vorhaben ist bedenklich: Positionslimiten wurden als relativ rudimentäres Instrument konzipiert, um die Funktionsfähigkeit einer Marktstruktur gegenüber kriminellen Aktivitäten zu schützen. Die Anwendung auf OTC-Geschäfte bedeutet nicht nur einen unvorstellbaren bürokratischen Aufwand, sie greift auch direkt in die freie Kontraktgestaltung zwischen Akteuren ein: OTC-Geschäfte sind individuelle Verträge ohne Markt, und wenn Clearing und Settlement über eine zentrale Gegenpartei erfolgen, gelangen die geltenden Positionslimiten zur Anwendung.

Es wäre erstrebenswert, bei allen Bemühungen für ethisch vertretbare Marktergebnisse die wirtschaftlichen Grundtatbestände des Warenterminhandels nicht aus den Augen zu verlieren: nämlich den effizienten Transfer von Waren von guten in schlechte Zeiten, nicht anders als zu Josefs Zeiten, aber unter Einbezug einer Marktstruktur.

### Weiterführende Literatur

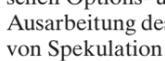
A. Fröchtling (1909): «Über den Einfluss des Getreideterminhandels auf die Getreidepreise», Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik 37, Mai, S. 577–622.

Working, Holbrook: «Futures Trading and Hedging». American Economic Review 43 (1953): S. 314–343.

Danthine, J.-P. (1978): «Information, futures prices, and stabilizing speculation». Journal of Economic Theory, 17 (1), S. 79–98.

Telser, L. G. (1981): «Why there are Organized Futures Markets», Journal of Law and Economics 24 (1), S. 1–22.

Zimmermann, H., und Haase, M. (2015): «The development of organized commodity exchanges in Africa: Spot and futures», erscheint in: Africa's Population: Demographic Dividend or Social Time Bomb? (Hrsg. H. Groth und J. May), Springer.



HEINZ ZIMMERMANN

tf. · Die Forschungsarbeiten von Heinz Zimmermann verlangen vom Leser zwar einiges an theoretischem und mathematischem Rüstzeug. Der 1958 geborene Professor für Finanzmarkttheorie an der Universität Basel hat in seiner akademischen Laufbahn, die mit einem Ökonomiestudium in Bern und einer Assistenz beim bekannten Monetaristen Karl Brunner ihren Anfang nahm, aber stets auch den Brückenschlag in die Praxis gewagt. So verbindet er seine Untersuchungen zur Preisbildung von Finanzanlagen (die Habilitation an der Uni St. Gallen war der Optionspreistheorie gewidmet) mit konkreten Folgen für die institutionelle Vermögensanlage. Der Verfasser von weit über 200 Fachbeiträgen gilt denn auch als ausgewiesener Experte für Fragen der beruflichen Vorsorge und der Finanzmarktregulierung. Zimmermann wirkte nicht nur beim Aufbau der Schweizerischen Options- und Futures-Börse mit. Als Mitglied der Expertenkommission der Ausarbeitung des heimischen Börsengesetzes. Seine neusten Arbeiten beschäftigen sich u. a. mit der Rolle von Spekulation und Lagerhaltung auf Commodity-Futures-Märkten, wie der vorliegende Beitrag zeigt.