

Das Zusammenspiel von Angebot, Nachfrage und Spekulation an den Rohstoffmärkten

Rohstoffanlagen für Pensionskassen ethisch vertretbar?

Mit Rohstoffanlagen und davon abgeleiteten Finanzinstrumenten sind regelmässig auch Fragen der ethischen Legitimation und Nachhaltigkeit verbunden: darf man als Anleger von Preissteigerungen bei Lebensmitteln profitieren? Trägt man allenfalls sogar zu diesen bei? Sind solche Preissteigerungen an sich verwerflich? Fördern Investoren mit ihren Anlagen gar den Welthunger?

Ethische Fragen gewinnen in Zusammenhang mit Rohstoffanlagen zunehmend an Bedeutung. Dies erkennt man etwa daran, dass die US-Pensionskasse CalSTRS kürzlich bekannt gegeben hat, aus ethischen Gründen das geplante Rohstoffengagement von 2.5 Mrd. US-Dollar auf 150 Millionen zu reduzieren. Ethische Gesichtspunkte beschränken sich bei der Kapitalanlage natürlich nicht auf Warenterminmärkte, und auch nicht auf Aktienmärkte. Ist es unter dem Aspekt der Nachhaltigkeit vertretbar, überschuldeten Staaten mit geringer Schuldendienstkapazität weiteres Fremdkapital zu einem risikoreichen Kreditaufschlag auszuliehen? Tragen nicht auch bei den Anleihemärkten die Gläubiger eine Verantwortung an der Schuldenkrise? Es ist einfacher, Fragen zu stellen, als verlässliche Antworten zu finden.

Das Dilemma der institutionellen Investoren

Vorsorgeinstitutionen wären aufgrund ihres langfristig ausgerichteten Anlagezeitrahmens prädestiniert, die Anlagepolitik an Kriterien oder Standards der Nachhaltigkeit zu orientieren. Sie könnten Anlageformen favorisieren, mit denen die Erhaltung natürlicher Ressourcen langfristig gesichert wird. Dabei ergibt sich jedoch ein Dilemma: Langfristige Engagements bei Rohstoffen können – wenn überhaupt – nur über physische Investitionen und

Lagerhaltung erfolgen, was offensichtlich nicht in der Zielsetzung eines Finanzinvestors liegen kann.

Dem gegenüber geht es bei Rohstoffinvestitionen institutioneller Anleger um Engagements auf den Rohstoff-Futuresmärkten mit dem Ziel, die zeitlich stark variierenden Risikoprämien auszunutzen. Dies erfolgt entweder über direkte Futurespositionen oder häufiger über strukturierte Indexprodukte in Form von Exchange Traded Commodities (ETCs), Funds (ETFs), Notes (ETNs) oder Swaps. Auch die Indizes bilden die Wertentwicklung rollierender Futuresstrategien ab, nicht etwa Rohstofftransaktionen selbst.¹

¹ Zu der technischen Umsetzung von Commodity-Investitionen siehe Artikel Beck in der Ausgabe 8/11 der «Schweizer Personalvorsorge» sowie den Eintrag zu Commodities im «Fachwörterbuch der beruflichen Vorsorge».

Im Gegensatz zu letzteren müssen Futurespositionen aufgrund der Verfalldaten regelmässig glattgestellt respektive in neue Kontrakte überführt («gerollt») werden. Dabei wird unabhängig von der Entwicklung des zugrunde liegenden Rohstoffpreises eine Rendite erwirtschaftet – nämlich die in den Futurespreiskurven reflektierten Risikoprämien.

In Kürze

- > Haupttreiber der Lebensmittelpreise sind fundamentale Faktoren wie die Lagerhaltung
- > Wer über Finanzprodukte in Rohstoffe nachhaltig investieren will, sollte tendenziell längere Laufzeiten und aktiv gemanagte Produkte wählen

Zentrale Bedeutung der Finanzinvestoren als taktische Risikoträger

Finanzinvestoren werden in den Rohstoffmärkten benötigt, um Preisrisiken auszugleichen, wie sie durch Ungleichgewichte aufgrund der Absicherungsbedürfnisse der Rohstoffhändler oder der temporären Knappheit beziehungsweise Lagerengpässen entstehen. Empirische

Autoren

Anina Bürgi
Dr. rer. pol.,
Vescore
Solutions AG,
Zürich



Heinz Zimmermann
Prof. Dr. rer. pol.,
Universität Basel

Untersuchungen vermögen diese Risikoprämien sehr deutlich auszuweisen (zum Beispiel Haase und Zimmermann 2011) und unterstreichen die Bedeutung von Finanzinvestoren in diesen Märkten. Es handelt sich dabei um finanzielle Engagements, die zwar nicht nachhaltig im klassischen Wortsinn sind, sondern auf der taktischen Bereitschaft zur Übernahme von Risikoprämien beruhen. Nichts desto trotz erfüllen sie eine wichtige ökonomische Funktion. Aus diesem Grund weist die strategische Gewichtung der Rohstoffanlagen bei verschiedenen Investoren einen Wert von Null auf, während trotzdem eine taktische Bandbreite von einigen Prozenten zugelassen ist, um das taktische Potenzial der Futures-Risikoprämien auszunutzen.

Unterschiedliche Bedeutung von Finanzinvestoren und physischen Investoren

Das Engagement der institutionellen Investoren auf den Futuresmärkten muss deutlich vom Engagement in den physischen Rohstoffmärkten unterschieden werden. Die Kritik, die Finanzinvestoren als Treiber von Rohstoffpreisen unter Anklage stellt, übersieht diesen fundamentalen Unterschied. Wenn die (überwiegend auf Long-Positionen ausgerichteten) Finanzinvestoren die Rohstoffpreise in die Höhe treiben würden, dann sollte sich dies in Überproduktion und ansteigenden Lagerbeständen äussern. Dieser Zusammenhang ist empirisch mehrfach für verschiedene Rohstoffe untersucht worden. Wo ein Zusammenhang festgestellt wird, weist er jedoch meist ein negatives Vorzeichen auf.

Dies findet man in der in den letzten Monaten beobachteten Hausse bei den Rohstoffpreisen bestätigt: Die meisten Lagerbestände sind tief, was nicht auf spekulativ in die Höhe getriebene Preise hindeutet, sondern fundamental verursacht. Damit wird die verbreitete Theorie unterstützt, dass der physische Rohstoffhandel über die Lagerbestände und damit die Knappheit der Güter einen viel stärkeren Einfluss auf die Preisbildung von Rohstoffen ausübt als die vermeintlichen Spekulanten auf den Futuresmärkten.

Weitere Argumente und Ergebnisse

Verschiedene weitere Argumente unterstützen diese These: So weisen Rohstoffe, auf die es überhaupt keine Futures-

kontrakte gibt (Äpfel, Zwiebeln) oder zu denen Finanzinvestoren keinen Zugang haben (Reis, Tee), ähnliche Preissteigerungen und -schwankungen auf wie die kritisierten Lebensmittel. Interessant sind insbesondere diejenigen neueren Untersuchungen, welche long-only Rohstoffindex-Geschäfte analysieren, denen oftmals eine ökonomisch unmotivierte, preistreibende Rolle zugeschrieben wird. Eine von der OECD unterstützte Studie vergleicht die (spekulativen) Positionen von Indexfonds mit den kommerziellen Absicherungspositionen, vermag aber für die grösste Zahl der über 20 analysierten Rohstoffe kein Ungleichgewicht nachzuweisen. Zu ähnlichen Folgerungen gelangt eine Studie der Weltbank. Hingegen findet Gilbert (2010), dass die wachsende Nachfrage nach Biogas oder andere systematische Risikofaktoren als eigenständige Faktoren die steigenden Lebensmittelpreise nicht erklären können, sondern die Positionshöhe der Anbieter von Indexprodukten. Die inhaltliche Debatte ist damit keineswegs abgeschlossen.

Folgerungen für Pensionskassen

Doch welche Folgerungen ergeben sich für Pensionskassen? Wir möchten folgende ad-hoc Regeln vorschlagen:

- Limitierung indexierter Long-only Rohstoffanlagen zugunsten stärker fokus-

sierter und aktiv gemanagter Anlageprodukte. Erstellung einer Ausschlussliste oder Positivliste für spezifische Rohstoffe. Es dürften zukünftig vermehrt diversifizierte Produkte mit diesbezüglichen Kriterien angeboten werden.

- Wahl längerer Laufzeiten, die in der Regel als näher zur realwirtschaftlich bestimmten Preisentwicklung und preisführend gelten.
- Formulierung von Positionslimiten, insbesondere bei kleinen, weniger liquiden Rohstoffen wie beispielsweise Kaffee oder Kakao, und Vermeidung von Positionen mit physischer Lieferung.

Bieten Standards die Lösung?

In den letzten Jahren sind im Hinblick auf ethische Kapitalanlagen eine Vielzahl von Standards erarbeitet worden. Diese liefern eine Menge Anforderungen prozeduraler Natur (Transparenz, Berichterstattung, Monitoring, Governance und so weiter) für die organisatorische Ausgestaltung von Anlagerichtlinien, aber keine inhaltlichen Leitlinien. Das wäre auch nicht adäquat. Die Selbstverantwortung der Anleger lässt sich nicht durch Standards delegieren. Dies ist bei Rohstoffanlagen nicht anders als bei der Frage, ob der Erwerb von Staatsobligationen ethisch vertretbar ist oder nicht. ■

Referenzen

- Baffes, J. und T. Haniotis (2010). Placing the 2006/08 Commodity Price Boom into Perspective, The World Bank, Policy Research Working Paper 5371.
- Gilbert, C. (2010). How to Understand High Food Prices. Journal of Agricultural Economics 61, pp. 398–425.
- Gorton, G., F. Hayashi und G. Rouwenhorst (2007). The Fundamentals of Commodity Futures Returns, Working Paper, Yale University.
- Haase, M. und H. Zimmermann (2011). Scarcity, Risk Premiums and the Pricing of Commodity Futures. The Case of Crude Oil Contracts, Manuskript WWZ, Uni Basel.
- Irwin, S. und D. Sanders (2010). The Impact of Index and Swap Funds in Commodity Futures Markets, A Technical Report Prepared for the OECD.
- Irwin, S., D. Sanders und R. Merrin (2009). Devil or Angel? The Role of Speculation in the Recent Commodity Price Boom (and Bust). Journal of Agricultural and Applied Economics 41, pp. 393–402.
- Jones, T. (2010). The Great Hunger Lottery. How Banking Speculation Causes Food Crises, World Development Movement.