

In Folge des Ölpreisrekordhochs 2008 – im Juli jenen Jahres wurde ein Preis von fast 150 US-Dollar je Barrel verzeichnet, nominal ein zuvor nie beobachteter Wert – ist sowohl in der allgemeinen Öffentlichkeit als auch in der akademischen Welt eine Debatte darüber entstanden, wodurch dieser Anstieg ausgelöst wurde. Diese – eher energieökonomische – Ausgabe der Reihe »Kurz zum Klima« fasst zunächst diese Debatte zusammen und verweist dann auf einen Aspekt, der zwar an sich offensichtlich ist, aber nicht in der Debatte vorzukommen scheint.

Verfolgt man die öffentliche Debatte über die Ursachen dieses Preisanstiegs, so scheint die Antwort klar zu sein: Es handelt sich um Konsequenzen spekulativer Aktivitäten. Nahrung erhält diese Ansicht aus Aussagen des Fondmanagers Michael W. Masters, nach denen die zunehmende Aktivität von sogenannten Indexfonds der Auslöser ist – so hat sich das Kapital, das in sogenannten Indexfonds investiert ist, im Zeitraum von 2004 bis 2008 von 13 Mrd. US-Dollar auf 317 Mrd. US-Dollar erhöht (vgl. Masters and White, 2008). Eingegangen in diese Debatte ist dies unter den Stichworten *financialization of oil futures markets* oder auch Masters-Hypothese (*Masters hypothesis*, nach dem Erfinder); siehe dazu auch Irwin und Sanders (2012). Während der öffentlichen Debatte nach der Schuldige klar ist, ist die Meinung in der akademischen Literatur deutlich weniger eindeutig. Verschiedene Autoren haben versucht, die Masters-Hypothese im Speziellen oder die Rolle von »Spekulation« im Allgemeinen auf Ölpreise empirisch zu untersuchen.¹ Irwin und Sanders (2012) versuchen beispielsweise, die Masters Hypothese direkt zu testen. Verwendet werden dazu umfangreiche Daten zu Handelsaktivitäten und Positionen auf dem Futures-Markt, bereitgestellt von der Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Zur Anwendung kommen unterschiedliche empirische Methoden wie Tests auf Granger-Kausalität. Hervorzuheben ist zudem, dass der Artikel die vorliegenden und verwendeten Daten sehr genau beschreibt. Empirische Evidenz für die Masters-Hypothese wird allerdings nicht gefunden.

Eine Reihe weiterer Papiere verwendet eher indirekte Tests für den möglichen Einfluss von Spekulation; zur Anwendung kommen dabei Methoden, die sehr gut aus der makroökonomischen Literatur bekannt sind. Dort besteht insgesamt Konsens, dass der Preisanstieg überwiegend fundamentale ökonomische Gründe hat. Stellvertretend seien Papiere von Hamilton (2009) oder Kilian und Murphy (2013) genannt. Hamilton (2009) beispielsweise betont, dass die niedrige

Preiselastizität der Nachfrage sowie das Ausbleiben einer Erhöhung der Ölförderung, und eben nicht Spekulation per se als maßgeblicher Grund für den Preisanstieg 2007–2008 anzusehen sind. Kilian und Murphy (2013) zeigen, dass der Ölpreisanstieg 2003–2008 durch unerwartete Anstiege in der globalen Nachfrage nach Öl ausgelöst wurde. Allerdings finden diese Autoren auch, dass es in länger zurückliegenden Episoden durchaus einen wichtigen Einfluss von spekulativen Nachfrageschocks gegeben hat, insbesondere 1979, 1986 und 1990. Von besonderem Interesse sind nun diejenigen Beiträge, die nicht nur qualitative Aussagen zu dem Einfluss von Spekulation machen, sondern versuchen, diesen zu quantifizieren. Kilian und Murphy (2013) beispielsweise zeigen, dass ein Drittel des Ölpreisanstiegs von 1990 auf spekulative Nachfrageschocks zurückzuführen ist. Juvenal und Petrella (2014) gehen methodisch in eine andere Richtung, was ihnen erlaubt, einen ungleich größeren Datensatz zu verwenden. Deren Analyse zeigt, dass 15% des Ölpreisanstiegs zwischen 2004 und Mitte 2006 durch spekulative Schocks ausgelöst wurde; 2007 und 2008 jedoch ist dieser Einfluss ungleich geringer gewesen. Zu bemerkenswerten Ergebnissen kommt die Studie von Morana (2013). Dieser findet, dass 44% des 65%igen Ölpreisanstiegs zwischen 2004 und 2010 auf Finanzschocks zurückzuführen sind. Es würde den Rahmen dieses kurzen Artikels sprengen, die Artikel im Detail zu präsentieren und zu diskutieren. Als Kernbotschaft scheint sich aber herauszubilden, dass sicherlich fundamentale Faktoren der maßgebliche Grund für die Ölpreisanstiege der 2000er Jahre sind, dass aber »Spekulation« grundsätzlich auch eine Rolle spielen kann und anscheinend gespielt hat. In einem lesenswerten Überblicksartikel von Fattouh et al. (2013) wird diese Literatur zusammengefasst. Die Autoren betonen, dass der beobachtete Zusammenhang von Spot- und Futurespreisen ökonomische Fundamentaldaten widerspiegelt. Der Artikel weist zudem zu Recht darauf hin, dass in der öffentlichen Debatte der Begriff Spekulation oft unscharf verwendet wird. Allerdings betont der Artikel auch, dass es unklar bleibt, warum »Spekulation« ökonomisch schädlich sein soll. Mit dieser zweiten Aussage setzt sich nun der zweite Teil dieses Artikels auseinander.

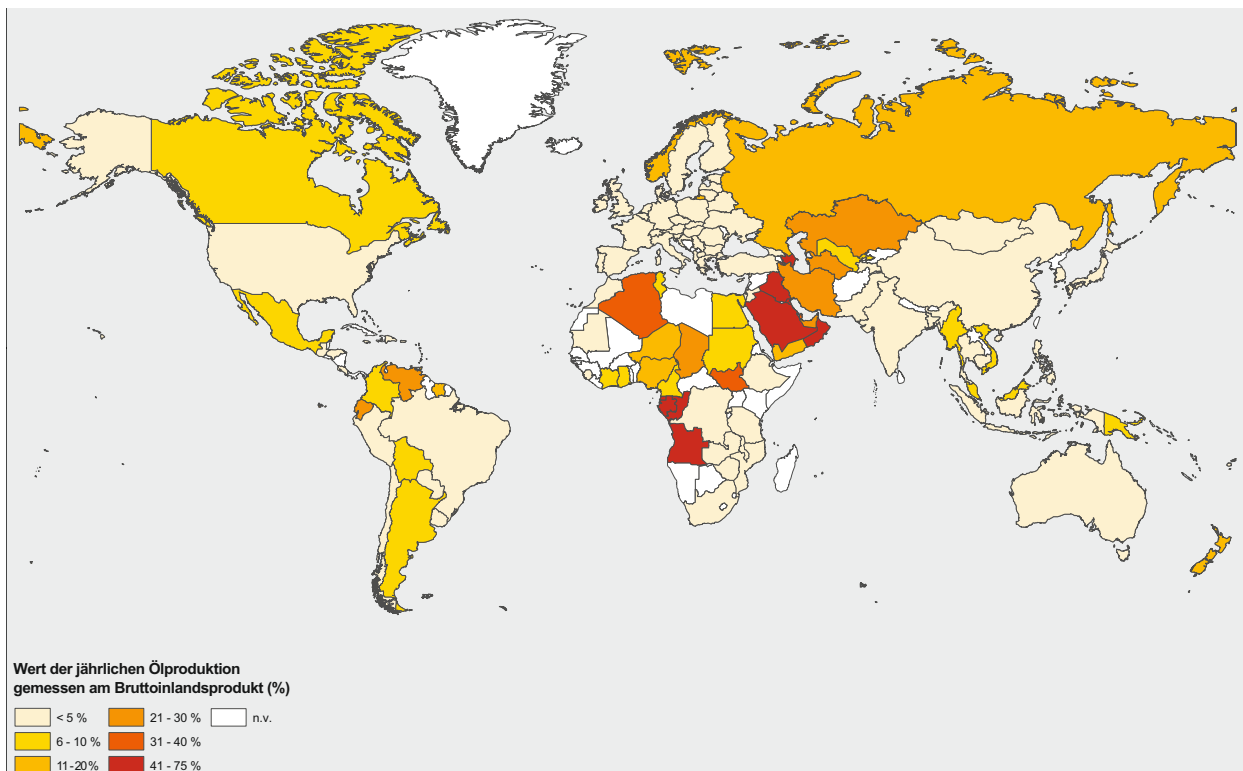
Abbildung 1 zeigt die ökonomische Bedeutung der Erdölförderung im Ländervergleich. Dargestellt ist der Wert des geförderten Öls im Jahr 2012 ins Verhältnis gesetzt zum Bruttoinlandsprodukt der jeweiligen Länder 2012.² Es wird deutlich, dass für die Mehrzahl der Länder Ölproduktion nicht besonders bedeutsam ist. Für kleine, in der Regel ölexportierende Länder stellt sich dies aber anders dar; verwiesen werden soll auf die »üblichen Verdächtigen« im arabischen Raum; aber auch einige Länder in Afrika sowie Venezuela weisen relativ hohe Werte auf. Wie der Literaturüberblick hier gezeigt hat, scheinen »Spekulanten« grund-

* Marc Gronwald ist Senior Lecturer an der University of Aberdeen Business School und Research Associate des ifo Zentrums für Energie, Klima und erschöpfbare Ressourcen.

¹ Es ist hervorzuheben, dass die hier diskutierten Artikel »Spekulation« zwar präzise definieren, sich die jeweiligen Begriffe aber unterscheiden. Es würde den Rahmen dieses kurzen Artikels sprengen, für alle die exakte Definition von Spekulation zu liefern. Bei Interesse sei der geneigte Leser an die Originalpapiere verwiesen. Es ist aber hervorzuheben, dass es wichtig ist, sich über die jeweiligen Definitionen im Klaren zu sein, da dieser Begriff in der öffentlichen Debatte oft sehr unscharf verwendet wird.

² Alternativ kann dies auch mit Hilfe der Ölnachfrage oder der Ölexporte gemessen werden.

Abb. 1
Wert der jährlichen Ölproduktion gemessen am Bruttoinlandsprodukt



Quelle: World Bank (2014); EIA 2014 – International Energy Statistics; Federal Reserve Bank of St. Louis (2014).

sätzlich in der Lage zu sein, den Ölpreis zu beeinflussen. Je nachdem welcher der hier diskutierten Quelle vertraut wird, kann dieser Einfluss erheblich sein. Diejenigen Länder, für die Ölproduktion ein wichtiger ökonomischer Faktor ist, wären dann auch gleichermaßen erheblich von diesen Preisänderungen betroffen.

Aktuell politische Bedeutung hat der Wert von Ölproduktion und Ölvorkommen im Zusammenhang mit der Abstimmung über die Unabhängigkeit Schottlands bekommen, die mit einem Ergebnis von 55 zu 45% für den Verbleib im Vereinigten Königreich ausgegangen ist. Sehr oft wurde auf den Ölreichtum des kleinen Landes Schottland hingewiesen; nahezu täglich haben Kommentatoren und politische Beobachter diskutiert, wie gut das Land mit diesen Ressourcen dastehen würde. Ebenso oft ist aber auch darauf verwiesen worden, dass eine Abhängigkeit von dieser Ressource mit nicht unerheblichen Unsicherheiten einhergeht. Als eine dieser Unsicherheiten hätte ohne Frage die Entwicklung des Ölpreises eine erhebliche Rolle dabei gespielt, wie sich ein unabhängiges Schottland entwickelt hätte.

Literatur

Fattouh, B., L. Kilian und L. Mahadeva (2013), »The Role of Speculation in Oil Markets: What have we learned so far?«, *The Energy Journal* 34(3), 7–33.

Hamilton, J.D. (2009), »Causes and Consequences of the Oil Shock of 2007–08«, *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 215–261.

Irwin, S.H. und D.R. Sanders (2012), »Testing the Masters Hypothesis in Commodity Futures Markets«, *Energy Economics* 34, 256–269.

Juvenal, L. und I. Petrella (2014), »Speculation in the Oil Market«, *Journal of Applied Econometrics DOI*, 10.1002/jae.

Kilian, L. und D.P. Murphy (2013), »The Role of Inventories and Speculative Trading in the Global Market for Crude Oil«, *Journal of Applied Econometrics DOI*, 10.1002/jae.2322.

Masters, M.W. und A.K. White (2008), »The Accidental Hunt Brothers: How Institutional Investors Are Driving up Food and Energy Prices«, Special Report, online verfügbar unter: www.accidentalthuntbrothers.com.

Morana, C. (2013), »Oil Price Dynamics, Macro-Finance Interactions and the Role of Financial Speculation«, *Journal of Banking and Finance* 37, 206–226.