

## ALTERNATIVE SUBSTANZEN

Bodenschätze sind die Essenz der Wirtschaft. Sie stehen im Zentrum von Konflikten, Innovationsgeist und Mythen. Auf Anleger üben sie eine besondere Anziehungskraft aus. Dabei sind Investitionen in Rohstoffe komplex und anspruchsvoll.

“Die Steinzeit ging nicht zu Ende, weil der Welt die Steine ausgingen» – so pflegte der saudische Minister für Bodenschätze, Scheich Ahmed Zaki Yamani, in den 1970er Jahren auf Diskussionen um Ölknappheit und Preisanstiege zu reagieren. Und er fügte hinzu: «Das Erdölzeitalter wird enden, lange bevor der Welt das Öl ausgeht.» Diese Aussage steht im Gegensatz zu Befürchtungen einer unmittelbar bevorstehenden Erschöpfung der Rohstoffe, wie sie etwa im Bericht zu den «Grenzen des Wachstums» des Club of Rome von 1972 publiziert und seither vielfach wiederholt worden sind. Auch wenn die Versorgung der Wirtschaft mit Bodenschätzen schon immer von grosser Bedeutung war, so ist sie in Zeiten des Umbaus der Energieversorgung und eines zunehmenden Einsatzes von Rohstoffen als Waffe in Konflikten von einer besonderen Aktualität.

Für die Gewinnung von Bodenschätzen sind hohe Investitionen erforderlich – die Suche ist aufwändig, Maschinen und Installationen teuer, die Risiken hoch. Deshalb können Anbieter an den Rohstoffmärkten meist nur langsam auf eine steigende Nachfrage reagieren. Umgekehrt können auch Prozesse

bei der Verarbeitung von Bodenschätzen und Konsumstrukturen nicht von heute auf morgen verändert werden, falls der Nachschub plötzlich stockt oder gar versiegt. An vielen Rohstoffmärkten ist die kurzfristige Flexibilität (bzw. «Elastizität») von Angebot und Nachfrage deshalb gering, so dass auch sehr kleine Veränderungen zu ausgeprägten Schwankungen bei den Preisen führen können.

Die letzten Jahre haben jede Menge Anschauungsunterricht für die prekären Verhältnisse an den Rohstoffmärkten geliefert: Lieferengpässe (Covid-19), Nachfrageschocks («Reopening») und Disruptionen im Angebot (Krieg in der Ukraine) wechselten sich in rascher Folge ab und brachten die Märkte für Öl, Gas oder Weizen durcheinander. Hinzu kommen die gewaltigen Herausforderungen im Bereich Energieversorgung und Dekarbonisierung. Leider steckt ja die wohl beste Lösung für dieses Problem, nämlich die Bepreisung des CO<sub>2</sub>-Ausstosses, immer noch in den Kinderschuhen.

### Innovation als Konstante

Die Geschichte der Menschheit wird seit Jahrhunderten von Rohstoffengpässen, Preisschüben und Versorgungskrisen geprägt – so berichtet bereits die Bibel von Hungersnöten in Israel und Ägypten. Weniger augenfällig ist der enorme Erfindungsgeist des Menschen, der sich wie ein roter Faden durch die Geschichte zieht. Zunächst Kohle, später dann Öl und Gas machten die industrielle Revolution überhaupt erst möglich. Und entgegen aller Prognosen – am bekanntesten wohl jener von



Robert Malthus 1798 – ist die Nahrung trotz der enormen Zunahme der Erdbevölkerung noch nicht ausgegangen. Für Rohstoffe, die knapp wurden, fanden sich neue Techniken, Vorkommen oder Substitute: Tiefseebohrungen und Fracking, synthetische Stoffe zum Ersatz von Kautschuk oder Baumwolle, neue Düng- und Anbaumethoden für Lebensmittel sind nur Beispiele für die enorme Innovationskraft im Rohstoffbereich. Bestimmte schädliche Stoffe wie etwa Blei konnten mit der Zeit fast komplett ersetzt oder eliminiert werden. Auch heute, in Zeiten von Dekarbonisierung und Elektrifizierung, läuft der Forschungs- und Innovationsgeist des Menschen auf Hochtouren. Berichte über die Nutzung von künstlicher Intelligenz bei der Suche nach Alternativen für den Einsatz von Lithium in Batterien sind nur ein Indiz dafür.

Weltbank von 2022, dass die Menge an weltweit konsumierten Energie- und Agrarrohstoffen pro BIP-Einheit seit 1970 um knapp 50% gesunken ist (siehe Grafik). Ähnliches gilt für Industriemetalle, allerdings nur ohne den Sonderfall China – hier wurden wegen des extensiven Wachstums deutlich mehr Metalle pro BIP-Einheit verbraucht. Insgesamt gilt dennoch, dass die relative Bedeutung von Rohstoffen in unserer von Dienstleistungen geprägten Wirtschaft abgenommen hat. So ist der Anteil der Agrar- und Rohstoffwirtschaft an Bruttoinlandsprodukt und Beschäftigung in den allermeisten Industrieländern inzwischen auf einen niedrigen einstelligen Prozentbereich gesunken. Dabei war noch mehr als die Hälfte der Generation unserer Grosseltern in Land- und Forstwirtschaft tätig.

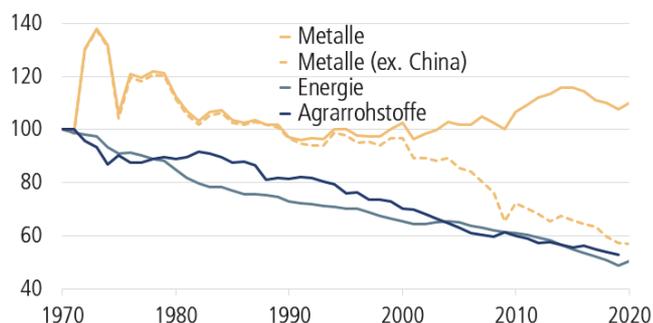
### Besondere Anziehungskraft

Für Anlegerinnen und Anleger sind Investitionen in Rohstoffe anspruchsvoll. Das beginnt damit, dass die meisten Rohstoffe kaum physisch erworben und im Keller gelagert werden können, sondern mit komplizierten Termingeschäften gearbeitet werden muss. Hinzu kommen die mit Umweltproblemen verbundenen Risiken sowie die beschriebenen Anfälligkeiten für starke Preisschwankungen, oft auch ausgelöst durch politische Ereignisse. Bodenschätze werden vielfach in instabilen oder autokratisch regierten Ländern gewonnen, die nicht zuletzt wegen Risiken mit Korruption oder Menschenrechtsverletzungen auch für Insider schwer berechenbar sind. Rohstoffmärkte sind zudem komplexer, als es scheint. Alleine beim Rohöl gibt es Dutzende verschiedener Sorten – von Sahara Blend aus Algerien bis Tia Juana Light aus Venezuela; bei anderen Rohstoffen ist es ähnlich. Rohstoffhändler müssen hochspezialisiert sein, der Fokus liegt auf der kurzen Frist und der Verfügbarkeit von Ware. Für Anleger steht dagegen eher die lange Frist im Mittelpunkt – sie streben mindestens den Werterhalt an und suchen eine möglichst hohe Rendite bei einem möglichst begrenzten Risiko.

Dennoch üben Anlagen in Rohstoffe eine besondere Anziehungskraft aus. So wird davon ausgegangen, dass sie als Realwerte gut vor Inflation schützen und auch in schlechten Zeiten benötigt

ROHSTOFFVERBRAUCH PRO BIP-EINHEIT GLOBAL SEIT 1970

#### IMMER BESSER GENUTZT



Quelle: Weltbank (2022), Commodity Markets – Evolution, Challenges, and Policies, Baffes, J. und Nagle, P. (Hrsg.), S. 131. Index 1970=100. Energie: Erdöl, Kohle und Gas; Metalle: Aluminium, Kupfer, Blei, Nickel, Zinn und Zink; Agrarrohstoffe: u.a. Weizen und Mais.

Der weltweite Verbrauch vieler Rohstoffe ist im Zuge von Industrialisierung und rasanter Bevölkerungszunahme in absoluten Zahlen enorm, teilweise exponentiell, angestiegen. Dies hat jedoch nicht zur Erschöpfung der Reserven geführt: Nach Angaben des Energy Institute in London decken die heute bekannten Vorkommen für Öl, Gas und Kohle den aktuellen Verbrauch für mindestens mehrere Jahrzehnte ab und liegen damit auf einem ähnlichen (oder gar höheren) Niveau wie vor 40 Jahren.

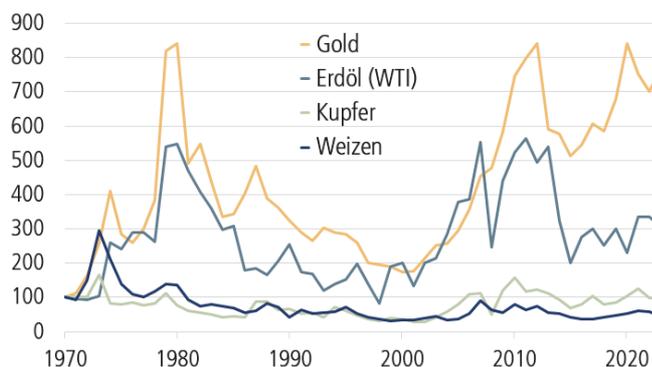
Während der absolute Verbrauch stark zunimmt, werden die meisten Rohstoffe gleichzeitig immer effizienter genutzt. So zeigt eine Untersuchung der



werden. Hinzu kommt die Vermutung, dass sie immer knapper werden und die Preise schon alleine deshalb steigen müssten. Und im turbulenten Inflationsjahr 2022 sahen sich dann viele bestätigt, als Rohstoffe fast die einzige Anlageklasse mit positiven Renditen waren. In der Folge widmete die Credit Suisse den Rohstoffen in ihrem Global Investment Returns Yearbook 2023 ein lesenswertes Kapitel. Die Autoren Dimson, Marsh und Staunton kommen darin zunächst zum Schluss, dass über die sehr lange Frist zwischen 1900 und 2022 tatsächlich nur wenige Rohstoffe positive Realrenditen (in US-Dollar) generierten – etwa Gold oder Erdöl. Dabei rentierte Gold mit +0.8% p.a. nur etwas besser als US-Dollar Bills (bzw. Cash) mit +0.4% p.a. US-Staatsanleihen (+1.7% p.a.) und vor allem Aktien (+6.4% p.a.) rentierten besser.

PREISENTWICKLUNG NACH INFLATION IN US-DOLLAR SEIT 1970

## WERTERHALT?



Quellen: Bloomberg. Zeitreihe für Erdöl: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED); Zeitreihe für Kupfer: Macrotrends.net. Index 1970=100, alle Zahlen wurden in US-Dollar um die Inflation in den USA korrigiert.

In unserer Grafik haben wir die Analyse auf vier repräsentative Rohstoffe und die Zeit nach 1970 reduziert, zumal die Goldbindung des US-Dollar 1971 endete. Die Ergebnisse ähneln der Langzeitstudie der Credit Suisse, auch wenn die Realrenditen für Erdöl und vor allem Gold über den kürzeren Zeitraum um einiges höher sind. Gleichzeitig fällt auf, dass Gold starken Schwankungen unterworfen ist und vor allem zwischen 1980 und 2000 (zumindest in US-Dollar) stark negative Realrenditen aufweist. Es scheint, als würde Gold vor allem in Zeiten grösserer Unsicherheit glänzen.

## Diversifikation und Versicherung

Gold als Versicherung in unsicheren Zeiten – das ist für uns seit Jahren der Hauptgrund, um das Edelmetall dort zu halten, wo alternative Vermögenswerte gewünscht oder angezeigt sind. Diversifikation, physische Lagerung, einfacher Transport und gute Handelbarkeit sprechen für das Edelmetall, das sich über Jahrhunderte als Tausch- und Aufbewahrungsmittel bewährt hat. Trotz der offensichtlichen Schwächen wie grösseren Preisschwankungen oder der mangelnden Produktivität (Gold wirft keine Dividenden oder Zinsen ab) hat es sich in Krisen oft als sicherer Hafen ausgezeichnet. Und in Zeiten hoher Staatsverschuldung und ausufernder Geldschöpfung durch Notenbanken schadet es auch nicht, einen Vermögenswert ohne Gegenparteirisiko im Portfolio zu haben.

Kein Gegenparteirisiko hat auch Bitcoin, sofern es im eigenen Wallet gespeichert ist. Die wohl schillerndste Kryptowährung ist zwar kein klassischer Rohstoff, wird aber oft als Gold der Zukunft gepriesen. Angesichts einiger Parallelen wäre das denkbar – noch aber ist Bitcoin primär eine Wette auf eine durch einen Computer generierte künstliche Knappheit und darauf, dass das Programm nicht geknackt wird. Die Geschichte ist zu kurz, die Preisschwankungen zu hoch und ein sicherer Hafen war Bitcoin bisher nicht, gerade auch im turbulenten Anlagejahr 2022. Als Spekulations- und Versuchsobjekt in grossen Vermögen hat es zwar durchaus Platz, mehr aber vorerst nicht.

Auch andere Rohstoffengagements können in grossen, diversifizierten Vermögen einen Platz haben – wir aber haben uns vor einiger Zeit davon verabschiedet. Für uns werden die Risiken und Preisschwankungen langfristig nicht mit adäquaten Renditen entschädigt, auch angesichts des holprigen Umbaus der Energieversorgung und der Tücken der Geopolitik. Vor allem aber setzen wir lieber darauf, dass die Unternehmen, in die wir investieren, die eigentlichen Treiber von Innovation, Substitution und Erneuerung sind – ganz unabhängig davon, wie lange das Erdölzeitalter noch dauert und wovon es dann letztlich abgelöst wird.

—  
IA, 31.03.2024



## STOP AND GO

Mitten in einer Flaute, was relevante Nachrichten betrifft – die Kriege ziehen sich ereignisarm in die Länge, Potentaten werden völlig unüberraschend mit grossen Mehrheiten wiedergewählt, die amerikanische Präsidentschaftswahl ist so offen wie nie zuvor – platzen zwei geldpolitische Schritte, die irgendwie exotisch wirken. So kündigte die Bank of Japan (BoJ) Mitte März an, von ihrem langjährigen Negativzinsregime abzurücken und wieder zu positiven Sätzen zurückzukehren. Fast zeitgleich informierte die Schweizerische Nationalbank (SNB) über eine Zinssenkung. Stop and Go, und das innerhalb von nur einer Woche.

In beiden Fällen reibt man sich die Augen. In Japan wird seit Jahren gegen Deflation gekämpft. Aufgrund der raschen Alterung der Gesellschaft leidet die Binnenwirtschaft an einer Nachfrageschwäche. Durch tiefe Zinsen hielt man den Yen schwach, um wenigstens den Ausenhandel nicht zu gefährden; die höheren Preise für Importgüter nahm man in Kauf oder begrüsst sie sogar als Beitrag gegen die Inflation. Das soll nun vorbei sein. Naja.

Notenbankzinsen scheinen rund um den Nullpunkt herum kaum oder nur mit grosser Verzögerung zu wirken. Dann kommt's eigentlich gar nicht so drauf an, wie hoch die Zinsen sind.

Die SNB warnte demgegenüber bis vor ganz kurzer Zeit vor einem Aufflammen inflationärer Kräfte und liess das Publikum eine Weiterführung der eher restriktiven Geldpolitik erwarten. April, April. Und das Mitte März. Entwarnung. Obschon die importierten Rohstoffpreise und die landesintern generierten Mieten anderes erwarten lassen.

Was könnten die wahren Gründe sein? Im Falle von Japan könnte man argumentieren, dass bei einem Überhang an Rentnern in der Wirtschaft

tiefste oder gar negative Zinsen gar nicht zielführend sind, um zu stabilerem Konsum zurückzukehren. Denn die Zinsen beeinflussen die Erwartungshaltung der wichtigsten Gruppe von Konsumenten, jene der Alten, eher negativ als positiv. Implizit kennen sie den Zusammenhang zwischen den Zinsen und ihren eigenen Renten. Tiefstzinsen machen Angst, und Angst tötet noch vorhandene Konsumlust ab. Vielleicht erhofft sich die BoJ von der Zinserhöhung, so zaghaft sie auch noch ausgefallen ist, einen Motivationsschub. Wir werden sehen.

Bei der SNB liegt eine maliziöse Interpretation nahe: Der abtretende SNB-Präsident Jordan will sich auf diese Weise noch ein positives Geschäftsergebnis «seiner» Nationalbank sichern. Denn tiefere Zinsen als jene im Ausland schwächen tendenziell den ohnehin recht hohen Schweizer Franken ab. Die immens hohen Anlagen der SNB notieren in Fremdwährungen. Das wird zu Gewinnen auf der Bilanz führen, und Bund und Kantone können sich auf satte Gewinnausschüttungen freuen. Vielleicht lassen sich sogar das Finanzloch im Verteidigungsdepartement und die 13. AHV-Rente auf diese Weise stopfen. Jordan als Retter des gestressten Bundeshaushalts?

Weniger maliziös wäre in beiden Fällen ein theoretisch fundierter Erklärungsansatz. Der Leipziger Volkswirtschaftsprofessor Gunther Schnabl wies in verschiedenen Aufsätzen darauf hin, wie «sticky», das heisst im Grunde genommen wirkungsarm oder erst mit grosser Verzögerung effektiv, Notenbankzinsen rund um den Nullpunkt zu sein scheinen. Er nennt das Phänomen «Hysterese» und sollte für diese Erkenntnis den Nobelpreis kriegen. Denn er hat damit die gesamte Geldpolitik aller Notenbanken der letzten 10, 15 Jahre intellektuell ausgehebelt.

Für uns Laien könnten wir es auch so formulieren: Rund um Null herum kommt's eigentlich gar nicht so drauf an, wie hoch die Zinsen sind. Oder: Dank Hysterese ist keine Hysterie am Platz.

—

KH, 31.03.2024

