

Rohstoffe: Kursentwicklung und Zyklizität



Von
Sabahudin Softic
Prokurist
ssoftic@coninco.ch

CONINCO Explorers in finance SA

„Die Lösung gegen hohe Rohstoffpreise sind hohe Preise, und die Lösung gegen tiefe Rohstoffpreise sind tiefe Preise.“

Rick Rule, CEO von Spratt U.S. Holdings

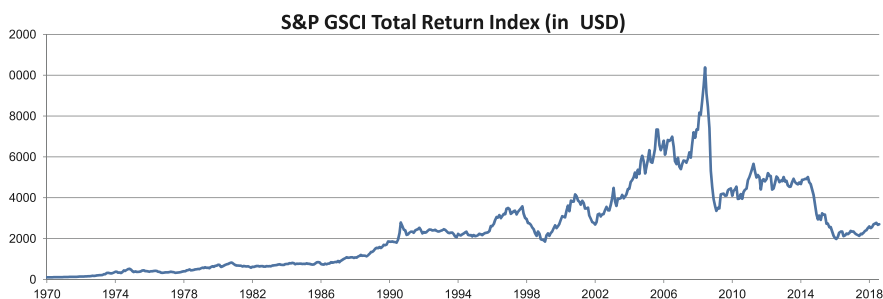
Dieser durch Rick Rule bekannt gewordene Leitsatz bringt genau auf den Punkt, wie Rohstoffpreise langfristig festgelegt werden. Er macht sogar den Kern ihrer Zyklizität aus.

Die Rohstoffgewinnung umfasst im Wesentlichen zwei Schritte: zunächst die Exploration, die zu einem gewissen Prozentsatz an Entdeckungen führt, und dann den Abbau. Sobald ein Produktionsüberschuss gegenüber der Nachfrage besteht, fallen die Preise. Zu diesem Zeitpunkt müssen die Fördergesellschaften ihre Kosten senken. Der schnellste Weg zur Kosteneinsparung bei gleichzeitig beschränkter Auswirkung auf das unmittelbare

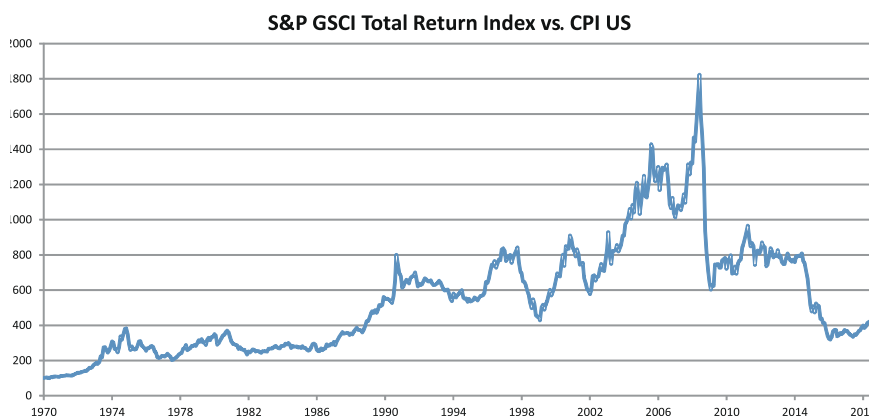
andererseits wieder in das Budget für Exploration investieren können. Diese Zyklizität wiederholt sich dann über kürzere oder längere Zeiträume regelmässig. Aber bedeutet das auch, dass die Preise immer wieder zu ihrem Ausgangspunkt zurückkehren?

Werden Rohstoffe auf lange Sicht teurer?

Wir sind instinktiv versucht, diese Frage zu bejahen. Um diese Annahme zu untermauern, werden wir die Entwicklung der Rohstoffpreise anhand des nachstehenden Indexes *S&P GSCI Total Return* analysieren.



Einkommen besteht darin, das Budget für die Exploration zu kürzen. Ausserdem sind einige Förderquellen (egal ob Bohrlöcher, Minen o.ä.) in Jahren mit tiefen Preisen nicht mehr rentabel, so dass die Erzeuger gezwungen sind, bevorzugt ertragsreichere Ressourcen zu nutzen. Folgt man diesem Prinzip einige Jahre, nehmen die Rohstoffmengen auf dem Markt letztendlich unweigerlich ab – und die Preise steigen wieder. Durch den Preisanstieg verfügen die Erzeuger wieder über mehr Einkommen, mit denen sie einerseits erneut die Quellen mit geringeren Erträgen nutzen und



Quelle: Bloomberg

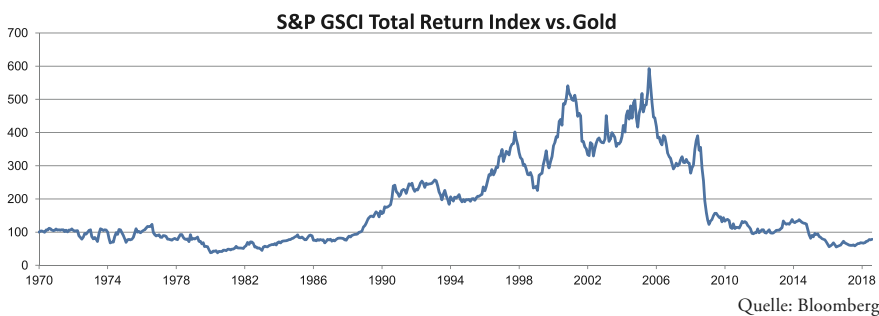
Im Analysezeitraum können sowohl nach oben als auch nach unten markante Volatilitätsspitzen beobachtet werden. Global gesehen steigen die Kurse über den ganzen Zeitraum aber tatsächlich. Beschränkt man seine Betrachtungen allein auf diese Grafik, steht eindeutig fest, dass die Rohstoffpreise langfristig zunehmen. Das scheint jedoch eine naive, wenn nicht gar eine grob vereinfachende Schlussfolgerung. Wir werden im Folgenden daher eine gründlichere Analyse durchführen.

Inflationsbereinigte Kursentwicklungen

Der Kurs aller Vermögenswerte wird einerseits von Angebot und Nachfrage und andererseits von der allgemeinen Preisentwicklung oder dem Kaufkraftverlust einer Währung – auch Inflation genannt – beeinflusst. Folgende Grafik veranschaulicht die um den amerikanischen CPI (*Consumer price index* – Verbraucherpreisindex) berichtigte Entwicklung des zuvor betrachteten Rohstoff-Indexes.

Es zeigt sich, dass die Volatilitätsspitzen der Rohstoffe nach oben oder unten immer noch bestehen. Dennoch erreicht der Kurs 2018, der um die anhand des CPI gemessene Inflation bereinigt wurde, ein Niveau, das den 1975 gemessenen Spitzenwerten nahekommt. Trotz allem sind die Werte dennoch erheblich höher als 1970...

1971 kündigten die USA zur allgemeinen Überraschung die einseitige Aufhebung der Goldbindung des Dollars an. Dieser Schock verursachte in den folgenden Jahren einen bedeutenden Anstieg der Inflationsrate. Es könnte sein, dass die Rohstoffpreise schneller auf diesen Schock reagierten als die in der Entwicklung des CPI berücksichtigten



Preise für Waren und Dienstleistungen. Im folgenden Punkt werden wir versuchen, diese Theorie anhand eines anderen Ansatzes zu prüfen.

Goldpreisbereinigte Kursentwicklungen

Obwohl seine Eigenschaften für die Produktion bestimmter Waren interessant sind, wird Gold in Wirklichkeit aufgrund seines hohen Preises nur selten in der Industrie eingesetzt. Das gelbe Metall ist vor allem, und schon seit jeher, ein monetärer Vermögenswert. Dadurch unterscheidet es sich ganz klar von den anderen Rohstoffen.

In einem Versuch, die zwischen der Entwicklung des CPI und der Rohstoffpreise beobachtete Latenz nach dem Nixon-Schock von 1971 zu korrigieren, betrachten wir nachfolgend die um die Entwicklung des Goldpreises bereinigte Entwicklung der Rohstoffpreise. Damit wird gewissermaßen die durch das Ende der Goldbindung des US-Dollars hervorgerufene Verzerrung der in USD notierten Rohstoffpreise aufgehoben.

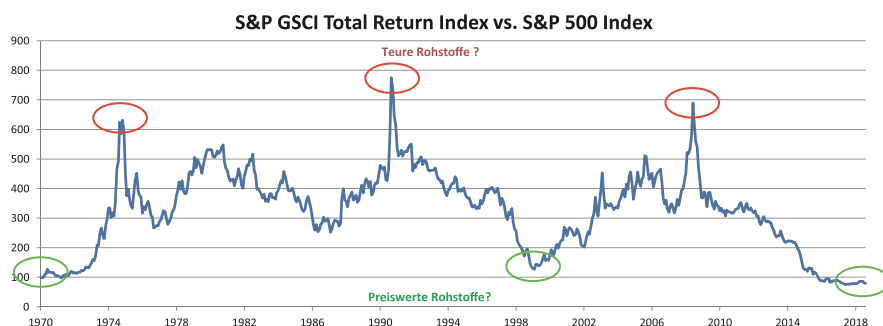
Wie in der vorhergehenden Grafik (Rohstoffe vs. CPI) zeigt sich auch hier, dass die Volatilitätsspitzen der Rohstoffe nach oben oder unten immer noch vorhanden sind. Jedoch sind die Ausschläge in diesem Fall weniger ausgeprägt. Das wirklich Interessante ist hingegen, dass die in einem herkömmli-

chen monetären Vermögenswert notierten Rohstoffpreise im Jahr 2018 niedriger ausfallen als 1970.

Es ist also – entgegen der Annahme zu Beginn dieses Artikels – zu beobachten, dass die Rohstoffe langfristig nicht dazu neigen, teurer zu werden. Trotz des phänomenalen Wachstums der Weltbevölkerung und der im gleichen Zeitraum erfolgten starken wirtschaftlichen Entwicklung sind die in Realwert ausgedrückten Rohstoffpreise 2018 wieder auf dem gleichen Niveau wie 1970, ja sogar etwas darunter. Die Welt verbraucht mehr Rohstoffe denn je, aber dank der menschlichen Erfindungsgegenstände konnten die Preise auf das Niveau von vor beinahe 50 Jahren gesenkt werden. Das Gesetz von Angebot und Nachfrage hat einwandfrei funktioniert, und den Unternehmern auf der ganzen Welt ist es gelungen, immer effizientere und kostengünstigere Explorations- und Fördermethoden zu finden.

Zyklizität der Rohstoffe

Mithilfe der drei vorliegenden Methoden konnte in einer langfristigen Analyse der Rohstoffpreise die anfangs erwähnte Zyklizität hervorgehoben werden. Man bemerkt sogar, dass innerhalb der grösseren Zyklen kleinere Zyklen auftreten. Allerdings scheint es sich langfristig um einen Seitwärtstrend zu handeln.



Quelle: Bloomberg

In der 2017 erschienenen Ausgabe ihres berühmten, jährlichen Reports „In Gold we trust“ hatte die Incrementum AG in einer Analyse Rohstoffpreise und Aktienkurse gegenübergestellt. Wir haben diese Grafik nachgebildet und aktualisiert:

Die Regelmässigkeit der auf- und absteigenden Zyklen ist hier sogar noch deutlicher zu sehen als auf den drei vorhergehenden Grafiken. Darüber hinaus zeigt sich, dass die Rohstoffpreise im Vergleich zu den Aktien noch nie so niedrig waren.

Investitionen

„Prognosen sind schwierig – besonders, wenn sie die Zukunft betreffen.“

Zitat, das verschiedenen Persönlichkeiten zugeschrieben wird.

Im Rahmen einer langfristigen Investitionsperspektive sind Rohstoffe nicht immer für ein Portfolio geeignet. Es handelt sich um eine sehr volatile Anlageklasse, die keine Rendite erwirtschaftet und die oft von einigen Seiten aus ethischen Gesichtspunkten kritisiert wird – meiner Meinung nach manchmal zu Unrecht. Zudem stagnieren die bereinigten Kurse auf längere Sicht oder sind sogar rückläufig. So gesehen weisen Rohstoffe als Investition viele Nachteile auf und sind in diesem Sinne alles andere als existenzberechtigt.

Dennoch sind Rohstoffe, wie in diesem Artikel nachgewiesen, sehr zyklisch und folglich auf lange Sicht berechenbarer als jede andere Anlageklasse. Unter der Voraussetzung, dass der Anlagehorizont lang genug und die Volatilitätstoleranz hoch genug sind, kann ein umsichtiger Investor im Rahmen einer Portfoliodiversifizierung die starken Kurschwankungen zu seinem Vorteil nutzen. Dazu ist es wichtig, den jeweiligen Zeitpunkt für die Ankäufe mit Bedacht und langfristig ausgerichtet zu wählen. Obgleich es keine Gewissheit über die zukünftigen Preise gibt, darf man behaupten, dass die Aufnahme von Rohstoffen in ein diversifiziertes Portfolio in einer mittel- bis langfristigen Analyse gegenwärtig sehr sinnvoll ist.

Ethik

Es scheint angebracht, hier auch die Kritik bezüglich der ethischen Aspekte dieser Anlageklasse anzusprechen. Viele Menschen sträuben sich bei der Erwähnung von Investitionen in Rohstoffe. Zu den vorgebrachten



Saran-Ruan Viaduc, pilier 400 Entrée de la gare intermédiaire de retournement

Beanstandungen gehören unter anderem der sogenannte spekulative Aspekt, Umweltverschmutzung oder die Ausbeutung armer Länder. In diesen verschiedenen Bereichen besteht jedoch ein grosser Unterschied zwischen Wahrnehmung und Wirklichkeit.

Investitionen sind per definitionem spekulativ. Kein Investor riskiert sein Geld ohne im Gegenzug Anlagerenditen zu erwarten. Ausserdem nehmen die Produktionskapazi-

täten ohne konstante Investitionen unwiederbringlich ab. Die Preise erleben einen Höhenflug, und das wiederum wirkt sich in erster Linie auf die Armen aus, deren „Rohstoff-Budget“ (Heizung, Nahrung usw.) proportional höher ist. Auf lange Sicht tragen mangelnde Investitionen zum Anstieg der Preise bei – und nicht umgekehrt.

Ein langfristiger Mangel an Investitionen kann dramatische Folgen haben. Das kann derzeit in Venezuela beobachtet werden, wo sich

die grössten nachgewiesenen Erdölvorkommen der Welt befinden, wo aber die Produktion innerhalb kürzester Zeit um über 50 % gefallen ist. Das liegt in erster Linie an mangelnden langfristigen Investitionen in die Instandhaltung und in die Entwicklung von neuen Produktionskapazitäten infolge der Verstaatlichung der Ölindustrie vor einigen Jahren. Das nunmehr arme Land tut sich schwer daran, seine Industrie für Fachleute und Investoren interessant zu machen. Ein weiteres Mal sind mangelnde Investitionen das Problem – und nicht umgekehrt.

Zu guter Letzt möchte ich auf die Kritik bezüglich der Umweltverschmutzung zu sprechen kommen. Auf der ganzen Welt, und vor allem in den westlichen Ländern, wird der Wille immer stärker, die Umweltverschmutzung und insbesondere die CO₂-Emissionen zu verringern. Nun ist der Abbau von Rohstoffen in der Tat sehr umweltschädlich. Dennoch braucht die Menschheit Rohstoffe. Sei es für die Heizung, den Verkehr oder sogar um einen Schritt in Richtung Produktion sauberer Energie zu tun. Je mehr Kapital investiert wird, desto wirksamer sind die Produktionskapazitäten und desto geringer ist die Umweltbelastung pro Produktionseinheit. Wieder einmal sind mangelnde Investitionen das Problem – und nicht umgekehrt. ■

image bouchon / espace annonce