

## Zur These eines neuen „Superzyklus“ an den internationalen Rohstoffmärkten

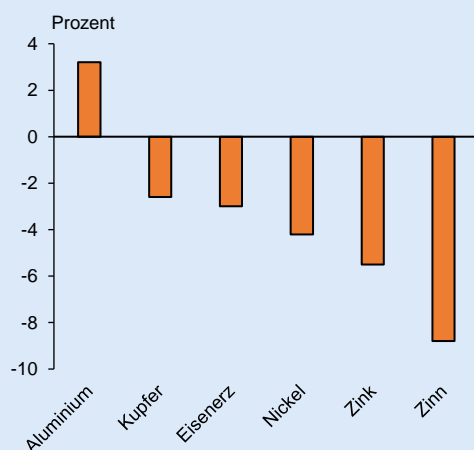
Klaus-Jürgen Gern

Im Verlauf der vergangenen zwölf Monate sind die Rohstoffpreise auf breiter Front stark gestiegen (Abbildung 1). Dies hat die These genährt, darin läge der Beginn eines neuen „Superzyklus“, also eines langanhaltenden (viele Jahre umfassenden) und breit abgestützten (viele Rohstoffe umfassenden) Anstiegs der Rohstoffpreise mit Raten, die deutlich über dem langfristigen Trend liegen (Goldman Sachs 2020). Bislang ist eine solche Diagnose aber verfrüht. Der seit dem vergangenen Frühjahr verzeichnete Rohstoffpreisanstieg ist zu einem Großteil ein Reflex der raschen Erholung der Weltkonjunktur vor allem in der Industrie, deren Nachfrage auf eine auch pandemiebedingt vorübergehend verringerte Produktion traf. Vorsicht bei der Einschätzung ist auch deshalb geboten, weil sich die Marktsituation und auch das Preisniveau im historischen Vergleich bei den einzelnen Rohstoffen sehr unterschiedlich darstellen.

### Unterschiedliche Aussichten in verschiedenen Rohstoffsegmenten

Bei den **Energierohstoffen**, die rund zwei Drittel des Rohstoffmarkts ausmachen, ist die Nachfrage aufgrund der Folgen der Pandemie weiterhin reduziert. Der Rohölpreis hat zwar sein Vorkrisenniveau wieder erreicht, dies aber vor allem, weil die Produktion durch Quotenkürzungen der OPEC im Verein mit Russland beschränkt wurde. Die vor rund zehn Jahren verzeichneten Höchstpreise von mehr als 100 Dollar je Barrel liegen noch in weiter Ferne. Die in der Krise zunächst stark gestiegenen Lagerbestände sind zwar inzwischen auf normale Niveaus gesunken, und die OPEC hat ihre Produktionsbeschränkungen bereits gelockert. Es bestehen aber nach wie vor hohe freie Förderkapazitäten. Zudem dürfte die Fracking-Aktivität in den USA beim gegenwärtigen Preisniveau wieder anspringen.<sup>1</sup> All dies macht einen nachhaltigen weiteren Anstieg des Ölpreises in den kommenden Jahren unwahrscheinlich.

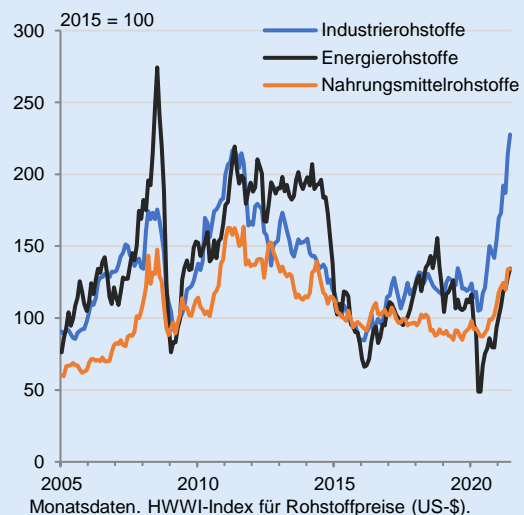
Abbildung 2: Produktionsveränderung ausgewählter Metalle



Jahreswerte, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

Quelle: Mining Technology, USGS National Mines Information Center, World Bank Pink Sheet

Abbildung 1: Rohstoffpreise



Quelle: HWWI.

Anders stellt sich die Situation bei **Eisen und Stahl** sowie vor allem bei den **Nichteisenmetallen** dar. Hier wurde das vor der Krise verzeichnete Preisniveau inzwischen deutlich überschritten, zum Teil wurden auch die Höchstwerte von vor 10 Jahren übertroffen. Der kräftige Nachfrageanstieg trifft auf ein Angebot, das kurzfristig durch negative Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Produktion reduziert war (Abbildung 2). Längerfristig ist es dadurch begrenzt, dass Investitionen in Förderstätten angesichts des in den vergangenen Jahren gedrückten Preisniveaus zurückgefahren wurden und ein Ausbau der Kapazitäten einen erheblichen zeitlichen Vorlauf braucht.

Zu einem Teil ist der Nachfrageanstieg bei Metallen eine Folge von Konjunkturprogrammen zur Ankurbelung der Wirtschaft. Insbesondere in den Vereinigten Staaten, aber auch in der EU sind diese Programme längerfristig konzipiert und dürften die Nachfrage über einen längeren Zeitraum erhöhen. Für die Vereinigten Staaten wird bereits von einem Superzyklus in der Bauwirtschaft gesprochen, die mehr als 40 Prozent des US-Stahlverbrauchs und somit auch einen beträchtlichen Teil der weltweiten Nachfrage nach Eisenerz und Stahlveredlern ausmacht

(Morgan Stanley 2021). Auch das bis 2025 laufende NextGenerationEU-Programm in der Europäischen Union wird nicht zuletzt die Bauwirtschaft anregen.

Vor allem für eine Reihe von Nichteisenmetallen (Lithium, Kupfer, Aluminium, Kobalt) dürfte sich die Nachfrage in den kommenden Jahren zudem strukturell stark erhöhen. Dies ist eine Folge des Ausbaus erneuerbarer Energien, des Umstiegs auf Elektromobilität und zusätzlicher Anstrengungen zum Ausbau der IT-Infrastruktur, die in vielen Ländern Fahrt aufnehmen, und gibt der Erwartung eines nachhaltigen Preisanstiegs („Superzyklus“) zumindest in diesem Rohstoffsegment eine Grundlage

Deutlich gestiegen sind zuletzt auch die Preise vieler **agrarischer Rohstoffe**. Bei zahlreichen Produkten, etwa Baumwolle und Kautschuk befinden sie sich zwar noch im Rahmen der in den vergangenen Jahren verzeichneten Schwankungsbreiten. Auch Tropenholz ist im Gegensatz zu Bauholz europäischer und nordamerikanischer Provenienz noch nicht ungewöhnlich teuer. Wichtige Nahrungsmittelnotierungen sind am Weltmarkt aber zuletzt in die Nähe ihrer historischen Höchstwerte gestiegen, im Fall von Mais und Soja sogar merklich darüber. Dies ist im Wesentlichen witterungsbedingt schwachen Ernteaussichten in wichtigen Produzentenländern geschuldet, wobei die dadurch entstehenden zukünftigen Versorgungsgänge von spekulativen Marktteilnehmern antizipiert und so frühzeitig eingepreist werden. An den Nahrungsmittelmärkten haben sich Preisaufschwünge in der Vergangenheit aber regelmäßig wieder korrigiert, wenn die Produktion in Jahren mit guten Ernten wieder über den Verbrauch hinausging und die Lagerbestände aufgefüllt werden konnten. Die Preise von Lebensmittelrohstoffen dürften sich also nicht dauerhaft auf ihrem gegenwärtigen hohen Niveau halten.

Schwer einzuschätzen ist im Zusammenhang mit dem Rohstoffpreisanstieg die Rolle der Finanzinvestoren. Aufgrund der nahezu überall in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften extrem niedrigen Leitzinsen suchen Anleger aussichtsreiche Anlagemöglichkeiten und investieren derzeit in großem Umfang auch an den Rohstoffmärkten. Dies dürfte zum Preisanstieg in den vergangenen Monaten beigetragen haben, kann sich aber rasch umkehren und zu sinkenden Rohstoffnotierungen führen, sollten die Zentralbanken ihre Politik angesichts kräftiger Konjunktur und steigender Inflationsraten straffen.

### **Implikationen für die Konjunktur**

Längerfristig steigende reale Rohstoffpreise sind in der Regel Resultat einer positiven gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. So gingen die historischen Superzyklen Anfang des vergangenen Jahrhunderts bis in die 1920er Jahre (weltweite Industrialisierung und Aufstieg der USA) in den 1950er und 60er Jahren (Wiederaufbauphase nach dem 2. Weltkrieg) sowie zwischen 2000 und 2012 (Integration Chinas in die Weltwirtschaft) mit starken Wachstumsphasen der Weltwirtschaft einher. Anders als die Ölpreisanhebungen durch die OPEC in den 1970er Jahren stellen sie keinen negativen Angebotsschock für die Weltwirtschaft dar, sondern bilden ein begrenzendes Regulativ im Kontext einer positiven Wachstumsdynamik. Längerfristig führen die steigenden Preise zu Reaktionen sowohl auf der Nachfrageseite als auch auf der Angebotsseite. Einerseits setzen die hohen Preise Anreize, technische Alternativen zu erschließen und so den Verbrauch zu senken. Andererseits führen sie dazu, dass verstärkt in den Kapazitätsausbau zur Steigerung der Rohstoffproduktion investiert wird. Von dieser Aktivität profitieren nicht nur die Rohstoffländer, sondern auch die Produzenten der Investitionsgüter.

Kurzfristig dämpfen die steigenden Rohstoffpreise für sich genommen allerdings die Weltkonjunktur, da auf weniger wertschöpfende Verwendungen verzichtet wird. Zwar profitieren die Produzentenländer von den höheren Preisen, die positiven gesamtwirtschaftlichen Wirkungen sind aber vor allem bei Metallen eher gering (World Bank 2021). Soweit die steigenden Preise eine starke Nachfrage reflektieren, bedeutet dies allerdings nur eine moderatere konjunkturelle Expansion und sie sind keine Gefahr für die Erholung. Gesamtwirtschaftlich besteht vor allem dann ein Risiko, wenn es als Folge des Rohstoffpreisanstiegs zu einem zunehmenden Inflationsdruck kommt. Dann müsste die Geldpolitik reagieren, und der gegenwärtig extrem expansive Kurs der Notenbanken könnte in der Folge rascher gestrafft werden, als bislang erwartet wird. Der Einfluss der Preise für Industrierohstoffe auf die Verbraucherpreise insgesamt ist für sich genommen allerdings nicht so groß, dass kurzfristig ein ausgeprägter geldpolitischer Kurswechsel zu erwarten wäre, zumal die Notenbank angesichts der seit Jahren geringen Inflationsdynamik geneigt sind, ein Überschreiten des Inflationsziels für eine gewisse Zeit zu tolerieren.

Die aktuelle Rohstoffpreisentwicklung macht allerdings physische Grenzen deutlich, die der Stimulierung der Konjunktur, aber auch den Bemühungen der Politik um ein rasches „Greening“ der Wirtschaft und das schnelle Aufholen von Investitionsstaus in der Infrastruktur gesetzt sind. Dabei sind nicht nur Rohstoffe limitierende Faktoren, sondern auch Kapazitäten in der Bauwirtschaft und in der Verarbeitenden Industrie.

<sup>1</sup> Gegenwärtig ist die Erholung der Erschließungsaktivität in den Vereinigten Staaten noch nicht sehr ausgeprägt; die Zahl der Bohrstellen ist immer noch nur etwa halb so hoch wie vor der Krise. Viele Ölfirmen nutzen die höheren Preise offenbar vor allem, um ihre Kapitalgeber zu befriedigen und Schulden zu verringern. In den vergangenen Monaten wechselten aber ungewöhnlich viele Landstück mit Bohrlizenzen den Besitzer, was darauf hindeutet, dass sich neue Investoren im Ölsektor engagieren und eine in den kommenden Monaten deutlich steigende Explorationsaktivität erwarten lässt (Reuters 2021).