

Earth Exploration Fund UI – Quartalsbericht

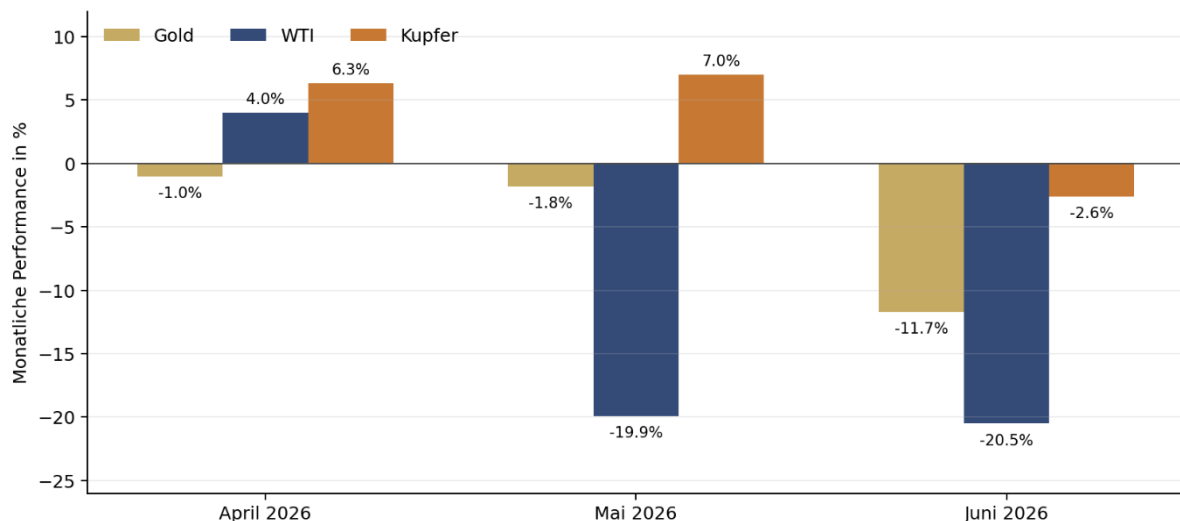
Q2 2026

Globale Ressourcenmärkte: Geopolitische Unsicherheit und der strukturelle Wandel der Nachfrage

Das zweite Quartal 2026 war geprägt von massiven Verwerfungen an den globalen Rohstoffbörsen, getrieben durch den Iran-Konflikt und eine wachsende Kluft zwischen robusten US-Wirtschaftsdaten und langfristigen strukturellen Risiken. Während Investitionen in künstliche Intelligenz und die massive Expansion von Rechenzentren die Nachfrage nach Industriemetallen stützten, hielten die steigenden Energiekosten den allgemeinen Inflationsdruck hoch. Mit einem US-Verbraucherpreisindex von 4,2 % im Mai blieb die Teuerungsrate signifikant über dem Zielwert, was die Erwartungshaltung für längerfristig restriktive Zinsen festigte und das gesamte Segment der unverzinslichen Sachwerte belastete.

Die Marktdynamik zeigte sich dabei äusserst heterogen (Abb. 1): Während der Energiesektor von den Versorgungsrisiken profitierte, sahen sich viele Metalle im Juni einer deutlichen Neubewertung gegenüber. Trotz dieser kurzfristigen Volatilität bleiben die übergeordneten Treiber des Rohstoffsektors intakt. Die massive US-Staatsverschuldung von 123 % des BIP und ein jährlicher Zinsaufwand von mehr als einer Billion USD untergraben zunehmend die Dominanz des Papiergeldsystems. Parallel dazu forcieren wichtige Schwellenländer wie China die Diversifizierung ihrer Währungsreserven in reale Assets – ein Trend, der im Mai durch den 19. Monat in Folge mit Netto-Zukäufen unterstrichen wurde. Die aktuelle Korrektur bei den Rohstoffpreisen spiegelt somit eher eine Anpassung an das globale Zinsumfeld wider als ein Ende des strukturellen Nachfragezyklus.

Abbildung 1: Monatliche Performance von Gold, Öl (WTI) und Kupfer im zweiten Quartal 2026



Quelle: CapIQ

Öl blieb der unmittelbarste Übertragungskanal geopolitischer Risiken. Angriffe auf Energieinfrastruktur und die Unsicherheit rund um die Straße von Hormus führten zunächst zu einer deutlichen Risiko- und Versorgungskomponente im Preis. Im weiteren Quartalsverlauf sorgte die vorübergehende Entspannung zwischen den USA und Iran jedoch für Entlastung; schwächere globale Wachstumserwartungen wirkten zusätzlich dämpfend. Abb. 1 zeigt diese Kehrtwende deutlich: Nach einem Anstieg im April verlor WTI im Mai und Juni kräftig. Im Vergleich zum Vorquartal stieg der durchschnittliche Ölpreis (WTI) allerdings um fast 28%! Strategische Ölreserven stabilisieren zwar kurzfristig die Versorgung, ihr anschließender

Wiederaufbau kann die Nachfrage aber erneut stützen (siehe Diskussion weiter unten). Öl und Gas bleiben damit für Versorgungssicherheit, Industrie und Transport unverzichtbar.

Kupfer entwickelte sich im Vergleich widerstandsfähiger. Der durchschnittliche LME-Kupferpreis erreichte im zweiten Quartal mit USD 6,15 je Pfund erstmals einen Quartalswert über USD 6 je Pfund. Niedrige Schmelz- und Raffinierungsgebühren signalisierten zudem eine knappe Konzentratversorgung. Abb. 1 unterstreicht die relative Stärke: Trotz eines Rückgangs im Juni erzielte Kupfer über das Quartal einen positiven Gesamtertrag, während Gold und WTI nachgaben. Für Investoren bleibt das Umfeld damit konstruktiv: Geopolitische Engpässe, knappe Angebotskapazitäten und die wachsende Rohstoffintensität von Elektrifizierung, Netzausbau und Digitalisierung sprechen für eine selektive, langfristige Positionierung in Sachwerten und qualitativ hochwertigen Rohstoffunternehmen.

Edelmetalle unter Druck: Preisdisziplin der Produzenten trifft auf asiatische Rekordnachfrage

Bei Edelmetallen kam es nach der starken Entwicklung im ersten Quartal zu einer deutlichen Korrektur. Gold und Silber gerieten unter Druck, nachdem robuste US-Konjunkturdaten, höhere Ölpreise und die Ernennung von Kevin Warsh zum neuen Fed-Vorsitzenden die Erwartungen für den künftigen Zinskurs nach oben verschoben hatten. Die Rendite zehnjähriger inflationsgeschützter US-Staatsanleihen stieg im Quartal um 21 Basispunkte und lag seit Jahresbeginn 228 Basispunkte höher. Parallel legte der US-Dollar-Index im zweiten Quartal um 1% und seit Jahresbeginn um 3% zu. Goldminen-ETFs gerieten entsprechend stark unter Druck: GDX verlor von den jüngsten Höchstständen rund 35%, GDXJ rund 37%.

Der Inflationsdruck nahm vor allem aufgrund steigender Energiepreise zu. Öl verteuerte sich im zweiten Quartal um rund 28% gegenüber dem Vorquartal. Damit steigen nicht nur die Kosten für Transport, Energie und Verarbeitung, sondern der Preisdruck greift zunehmend entlang der gesamten Lieferketten. Für Goldproduzenten bedeutet dies höhere *All-in Sustaining Costs*, doch die operative Ausgangslage bleibt solide: Trotz des deutlichen Rückgangs des Goldpreises gegenüber dem Januar-Hoch von rund USD 5.500 je Unze werden die AISC-Margen der Produzenten im zweiten Quartal weiterhin auf etwa 58% beziehungsweise durchschnittlich USD 2.640 je Unze geschätzt. Das liegt deutlich über dem Fünfjahresdurchschnitt von 39%.

Auch die Kapitalströme entwickelten sich regional unterschiedlich. Physisch besicherte Gold-ETFs verzeichneten in den USA und Europa zum zweiten Mal in Folge Abflüsse. Asiatische Gold-ETF-Käufer blieben dagegen klar auf der Käuferseite und verzeichneten im ersten Halbjahr die stärksten Zuflüsse ihrer Geschichte. Zentralbanken nutzten die Preiskorrektur ebenfalls für weitere Käufe: China erhöhte seine Goldreserven zum 19. Monat in Folge. Polen kaufte seit April 37 Tonnen Gold und erhöhte seine Käufe im Jahr 2026 damit auf insgesamt 82 Tonnen.

Trotz höherer Kosten und des schwächeren Goldpreises bleiben die Bilanzen der Produzenten überwiegend stark und weisen Netto-Cash-Positionen auf. Freie Cashflows dürften gegenüber den Rekordwerten von Ende 2025 und Anfang 2026 zwar sinken, weiterhin aber Dividenden und Aktienrückkäufe stützen. Nach der Korrektur handeln grosse Produzenten bei etwa dem 0,7-Fachen ihres Nettoinventarwerts; vollständig finanzierte Entwickler – ein Fokuspunkt für alle drei «Earth Fonds» liegen vielfach bei lediglich dem 0,3- bis 0,5-Fachen.

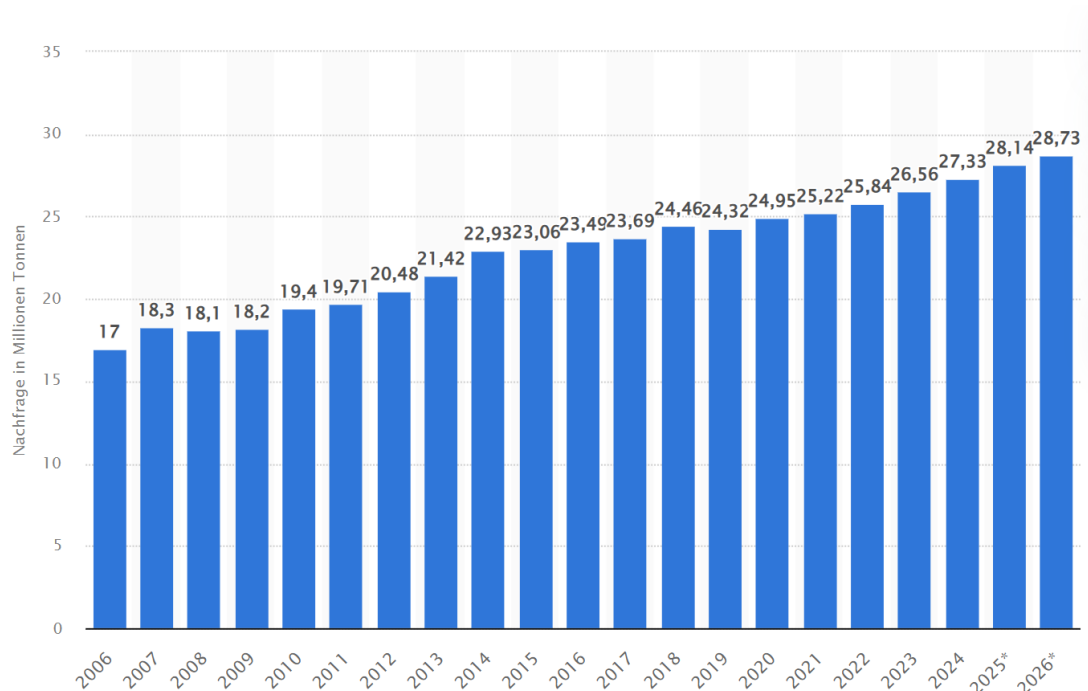
Wir sehen die aktuelle Konsolidierung im Goldpreis als eine gesunde Korrektur und nicht als Ende eines längerfristigen Aufwärtstrends. Detaillierte Analysen und weitere Daten zur Entwicklung des Edelmetallsektors finden Sie in unserem aktuellen Quartalsbericht Q2 2026 für den Earth Gold Fund UI.

Kupfermarkt 2026. Wir sehen einen strukturellen Wendepunkt mit Codelco als wichtigen Katalysator

Der chilenische Staatskonzern Codelco – mit einem Anteil von 8–10 % am weltweiten Minenausstoß der bedeutendste einzelne Kupferproduzent der Welt – befindet sich in einer tiefgreifenden strategischen Neuausrichtung, die an den Kupfermärkten bislang deutlich unterschätzt wird. Der neue Verwaltungsratsvorsitzende Bernardo Fontaine hat betont, dass Profitabilität künftig Vorrang vor Produktionswachstum hat. Hintergrund dazu ist eine Verschuldung von rund 25 Mrd. US-Dollar sowie eine Produktionsleistung, die in den vergangenen sieben Jahren konsekutiv hinter den Erwartungen zurückblieb und zuletzt mit ca. 1,33–1,35 Mio. Tonnen jährlich den niedrigsten Stand seit 28 Jahren erreichte (wir haben über die fallende Produktion von Codelco mehrfach berichtet und greifen dies auch im Q2-Bericht für den Earth Strategic Resources Fund auf). Die frühere Konzernführung hatte noch ambitioniert ein Ziel von rund 1,7 Mio. Tonnen bis 2030 kommuniziert, das von vielen Marktteilnehmern immer noch als Leitfaden in ihren Angebots-/Nachfragekalkulationen akzeptiert wird. Ähnlich wie wir seit langem vor Produktionsengpässen warnen, betont auch *BMO Capital Markets* hingegen nur rund 1,28 Mio. Tonnen, mit deutlichem Abwärtsrisiko, sollte die laufende externe Betriebsprüfung zu reduzierten Förderraten führen (wie 2025 bereits in der *El Teniente Mine* erlebt).

Dieser Lieferausfall trifft einen Markt, der ohnehin angespannt ist: Die weltweite Kupferminenproduktion fiel im April um 4 % im Jahresvergleich auf eine annualisierte Rate von 22,7 Mio. Tonnen, bei einem gleichzeitigen erhöhten Nachfrageanstieg von 5 % auf 31,2 Mio. Tonnen, der deutlich über dem noch vor zwei Jahren erwarteten Anstieg von etwa 29 Mio. Tonnen liegt! (Abb. 2). BMO erwartet nun für das Gesamtjahr 2026 ein Defizit von 470.000 Tonnen, mit weiteren Aufwärtsrisiken.

Abbildung 2: Historisch gesehen waren Schätzungen des zukünftigen Kupferverbrauchs oft zu niedrig. In dieser Prognose von 2024 z.B. lagen die Schätzungen für 2026 (28,73 Mio Tonnen) um über zwei Millionen Tonnen niedriger als aktuelle Schätzungen von BMO (31,2 Mio Tonnen).



Quelle: ICGS¹, Statista * Geschätzt

¹ ICGS = International Copper Study Group

Auf der Nachfrageseite dominiert ein struktureller Treiber, der kaum preissensitiv ist: Der globale Ausbau von Stromnetzen und Rechenzentren. In den USA wächst der reale Kupferverbrauch um 8–10 % p.a.; Chinas Staatsnetz – mit rund 17 % Anteil der weltgrößte einzelne Kupferkäufer – erhöhte seine Netzinvestitionen im ersten Quartal um 43 % im Jahresvergleich (siehe nächster Abschnitt). Angesichts der drohenden US-Importzölle auf raffiniertes Kupfer (geplant 15 % ab Januar 2027, 30 % ab Januar 2028) hat sich in der Folge der CME-LME-Spread auf rund 600 US-Dollar je Tonne ausgeweitet.

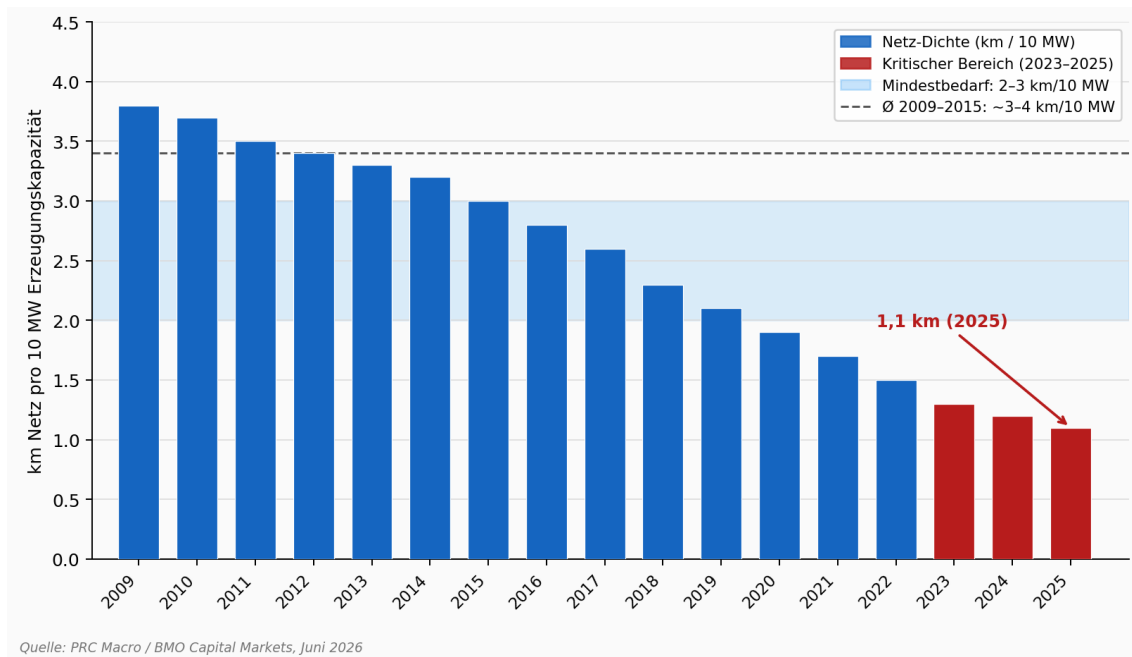
Das Preissupport-Niveau liegt nach BMO-Einschätzung bei rund 13.000 US-Dollar je Tonne (oder etwa 6,00 US-Dollar je British Pound). BMO erwartet nun im Verlauf des Sommers neue Höchststände, trotz eines wenig konstruktiven globalen Wirtschaftsumfeld. Solange der Markt die strukturelle Angebotsinelastizität weiterhin ignoriert und sich auf kurzfristige Lagerdaten fokussiert, bleiben Kupfer-Assets fundamental attraktiv bewertet. Wir sehen daher die Aktien gut gemanagter Kupferproduzenten mit solidem Explorationspotential (Übernahmepotential!) als eine der attraktivsten Anlagen im aktuellen Rohstoffsektor und werden diesen Sektor weiterhin im Portfolio hoch gewichten.

Chinas Kupferbedarf: eine eindrucksvolle Statistik

Abb. 3 zeigt einen der überzeugendsten strukturellen Nachfragetreiber für Kupfer: Chinas Stromnetz ist gemessen an der installierten Erzeugungskapazität auf ein kritisches Minimum geschrumpft. Zwischen 2009 und 2015 lag die Netzdichte noch bei durchschnittlich 3–4 km Leitungsnetz pro 10 MW Erzeugungsleistung. Doch mittlerweile fiel dieser Wert auf lediglich 1,1 km/10 MW – weit unter das technische Mindestanforderungsniveau von 2–3 km/10 MW. Ursache ist der massive Ausbau erneuerbarer Energien (Solar, Wind) ohne gleichwertigen Ausbau des Übertragungs- und Verteilnetzes. *Laut PRC Macro* muss Peking die gesamte Netzlänge innerhalb der nächsten fünf Jahre verdoppeln, um dieses Ungleichgewicht zu korrigieren – andernfalls drohen Abschreibungen auf bereits installierte Erzeugungsanlagen. Angesichts der Engpässe, die sich auf der Angebotsseite manifestieren, sehen wir steigende Kupferpreise – zusätzlich zu hohen Energiepreisen – als einen zunehmenden Inflationstreiber in der globalen Wirtschaft.

Eine erste Reaktion ist schon jetzt sichtbar: Die Netzinvestitionen von Chinas State Grid – mit ~17 % des globalen Kupferverbrauchs der weltgrößte einzelne Kupferkäufer – stiegen im ersten Quartal 2026 bereits um 43 % im Jahresvergleich. Wir betonen hier, dass dieser Aufholbedarf struktureller, nicht konjunktureller Natur ist und den Kupferbedarf für Netzinfrastruktur in China auf Jahre hinaus erhöhen dürfte. Rechnet man dazu den gewaltigen Bedarf an zusätzlichem Kupfer für KI und Rechenzentren (wir berichten im Detail im Q2 Bericht des *Earth Strategic Resources Fund*), bleiben Kupfer und Kupferaktien eine der attraktivsten Anlagethesen.

Abbildung 3: Chinas Stromnetz-Dichte (km Netz pro 10 MW Erzeugungskapazität) sinkt auf ein kritisches Niveau



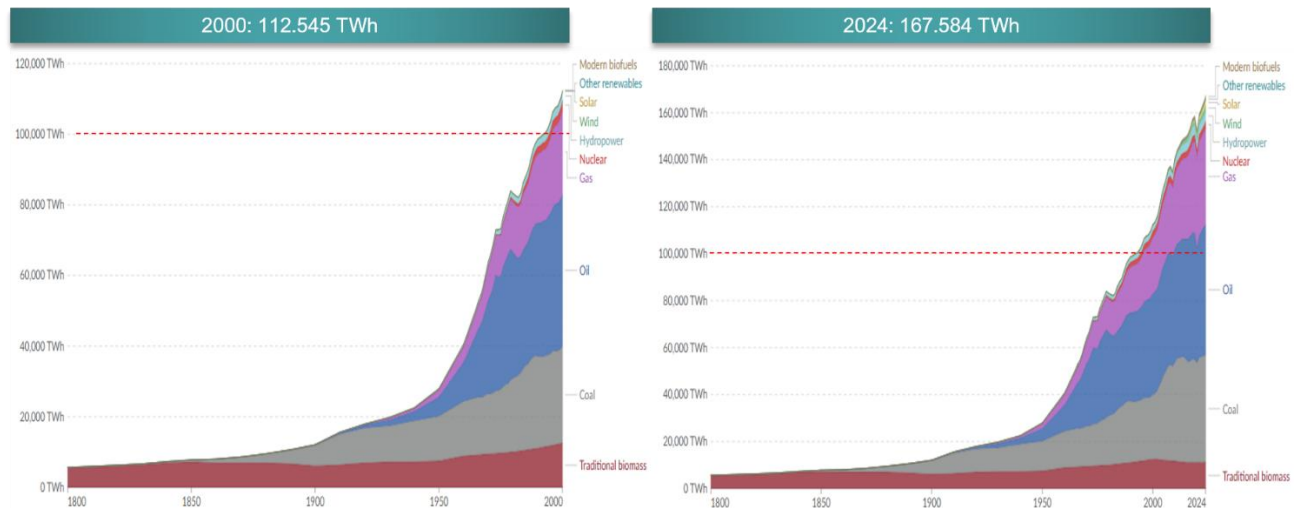
Quelle: PRC Macro / BMO Capital Markets, Juni 2026

Ölschock Q2 2026: Volatilität, Krieg und strategische Reserven am Limit

Das zweite Quartal 2026 erwies sich als eine der turbulentesten Phasen an den globalen Öl- und Gasmärkten seit Jahren. Anhaltende Konflikte im Nahen Osten und in Osteuropa lösten beispiellose Angebotsunterbrechungen aus, die zu extremer Preisvolatilität führten: Brent-Rohöl stieg zwischenzeitlich auf 120 USD je Barrel, West Texas Intermediate (WTI) markierte im April mit über 112 USD je Barrel ein 46-Monats-Hoch. Die Schließung der Straße von Hormus ab Ende Februar zwang die Golfproduzenten zu drastischen Förderkürzungen, während Raffinerien und Petrochemiewerke in Asien und weltweit unter akutem Rohstoffmangel litten. Diplomatische Bemühungen und ein im Juni vereinbarter vorläufiger Waffenstillstand zwischen den USA und dem Iran entschärften den unmittelbaren Druck etwas – bis Ende Juni war der Ölpreis wieder unter 80 USD je Barrel gefallen.

Es bleibt abzuwarten, wie die neu aufflammenden Spannungen zwischen den USA und dem Iran Anfang Juli die Entwicklung des Ölmarktes und des Ölpreises beeinflussen werden. Wir halten an unserer konträren Markteinschätzung fest: Die globale Energie- und Ölnachfrage wird wachsen bei zunehmenden Angebotsengpässen. Der globale direkte Primärenergieverbrauch ist alleine zwischen 2000 und 2024 um etwa 50% auf rund 167.600 TWh gestiegen (Abb. 4).

Abbildung 4: Ungebrochener Energiehunger. Der globale Primärenergieverbrauch ist seit der Jahrtausendwende um etwa 50% gestiegen. Diese strukturelle Nachfragedynamik unterstreicht die weiterhin zentrale und unverzichtbare Rolle von Öl und Gas für das weltweite Wirtschaftswachstum. (100.000 TWh als Referenzlinie)



Quelle: Energy Institute - Statistical Review of World Energy (2025); Smil (2017)
TWh = Terra Watt Stunden

Öl und Gas bleiben dabei unverzichtbar, da sie den überwiegenden Teil der weltweit benötigten, jederzeit verfügbaren Energie für Mobilität, Industrie und Stromsysteme bereitstellen. Auch mit dem Ausbau erneuerbarer Energien dürften beide Energieträger daher auf absehbare Zeit eine zentrale Rolle für Versorgungssicherheit und wirtschaftliches Wachstum spielen. Die globale Wirtschaft wird sich auf eine Phase anhaltend hoher Energiepreise einstellen müssen, was die Inflation nach oben treiben dürfte – ein Szenario, das in der Vergangenheit stets positiv für Gold und Rohstoffe war.

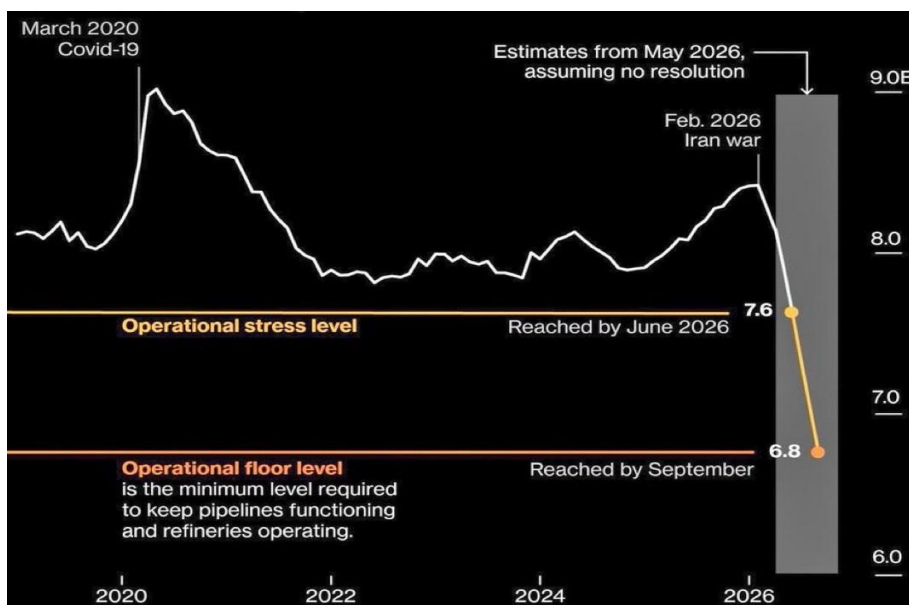
Geopolitischer Flächenbrand: Warum der Ölmarkt trotz Rekord-Reserven am seidenen Faden hängt

Die Konflikte im Iran und in der Ukraine, die sich durch direkte Angriffe auf Energieinfrastruktur auszeichneten, beschädigten Öl- und LNG-Exportkapazitäten in beiden Regionen erheblich. Als Reaktion auf die Versorgungsunsicherheit kam es zu Flugstreichungen und bewussten Nachfragereduzierungen in zahlreichen Importländern. LNG-Spotpreise in Europa und Asien erreichten das höchste Niveau seit der Energiekrise 2022–23. Eine koordinierte Freigabe von 400 Millionen Barrel aus den strategischen Reserven der IEA-Mitgliedsstaaten half, die Märkte zu stabilisieren – ein Mechanismus, der z.B. beim Kupfer strukturell nicht existiert, da es keine vergleichbaren strategischen Puffer gibt. Auf gesamtwirtschaftlicher Ebene reagierten Ratingagenturen mit Abwärtsrevisionen der globalen Wachstumsprognosen und wiesen auf Inflationseffekte durch die Lieferketten hin – darunter höhere Kosten für Düngemittel und andere Rohstoffe.

Mit Blick auf die zweite Jahreshälfte 2026 dürfte das Umfeld weiterhin von erhöhter Preisvolatilität und Unsicherheit über eine nachhaltige Wiedereröffnung der Straße von Hormus geprägt sein. Selbst bei einer schrittweisen Normalisierung der Schifffahrtsrouten werden die Schäden an der regionalen Infrastruktur mehrere bedeutende LNG-Projekte voraussichtlich um mindestens zwei Jahre verzögern, was die Märkte bis weit in das Jahr 2027 hinein enger halten wird als bislang erwartet.

Der Wiederaufbau der abgebauten strategischen Ölreserven dürfte die globale Ölnachfrage kurzfristig zusätzlich stützen (Abb. 5). Langfristig beschleunigt die Krise die Diversifizierung von Versorgungsquellen und -routen – mit zunehmendem Interesse an nordamerikanischen und afrikanischen Öl- und LNG-Kapazitäten sowie an einem ausgebauten grenzüberschreitenden Leitungsnetz in Europa. Dabei unterstreicht die Episode einmal mehr die anhaltende Bedeutung von Öl und Gas im globalen Energiemix – und die strukturelle Verwundbarkeit durch geografische Engpässe. Für Kupfer gilt eine analoge Logik auf der Angebotsseite: Auch hier konzentriert sich die Produktion auf wenige, geopolitisch sensible Regionen – Chile, die DRC, Indonesien –, ohne dass ein vergleichbarer Reservemechanismus existiert. Dies dürfte Investitionen in Angebotsausbau, Lagerhaltung und alternative Versorgungskorridore in politisch stabilen Regionen weiter befördern und die Rohstoffstrategie globaler Investoren noch bis weit ins nächste Jahrzehnt prägen.

Abbildung 5: Die weltweiten Öllagerbestände fallen mit Rekordgeschwindigkeit. Gezeigt sind die bekannten Öllagerbestände in Milliarden Barrels.



Quelle: JP Morgan Commodities Research

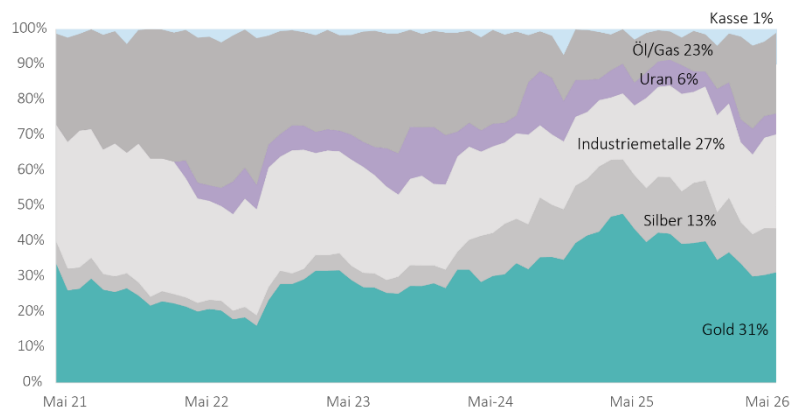
Ausblick und Portfolio

Aufgrund unseres optimistischen Ausblicks für den Rohstoffsektor wurde die Gewichtung in Öllaktien beibehalten. Die temporäre Schwäche bei den Ölproduzenten bot dabei attraktive Gelegenheiten, um die Positionen in *Vaalco Energy* und *Valeura Energy* gezielt auszubauen. Ebenfalls verstärkt wurde die Beteiligung an *BW Energy*, einem Ölproduzenten, der renditestarke Offshore-Vorkommen in Gabun, Brasilien und Namibia erschließt; das enorme Explorationspotenzial nahe bestehender Infrastruktur ermöglicht hier eine risikoarme und hochskalierbare Produktionssteigerung.

Auf der Goldseite haben wir die Position in *Ausgold* veräußert, da das Unternehmen planmäßig in die kapitalintensive Übergangsphase vom Explorer zum Developer eingetreten ist. Im Gegenzug wurde *Amex Exploration* neu aufgenommen. Dieser Explorer erschließt hochgradige Goldfunde im bergbaufreundlichen Abitibi-Gürtel in Quebec. *G2 Goldfields* wurde nach der erfolgreichen Übernahme durch *G Mining Ventures* ebenfalls veräußert. Auch bei *Skeena Resources* haben wir nach einer außergewöhnlich starken Performance strategische Profite mitgenommen. Die Position in *Koryx Copper*, einem vielversprechenden Kupfer-Explorer in Namibia, wurde hingegen konsequent erhöht.

Angesichts unserer positiven fundamentalen Einschätzung für alle drei Sektoren (Energie, Industriemetalle, Gold) bleibt das Portfolio voll investiert, wobei die Gewichtung der drei Bereiche weiterhin nahezu ausgewogen bleibt (Abb. 6).

Abbildung 6: Portfolio-Allokation des Earth Exploration Fund UI nach Rohstoff-Engagement. Strategisch wird eine gleichgewichtete Verteilung zwischen den Sektoren Gold, Industriemetalle und Energie (Öl, Gas, Uran) angestrebt



Quelle: ERI AG; (Abweichung von 100% durch Rundung)