

Kupfer – ein Seismograf der globalen Konjunktur

Langsameres Marktwachstum – Kupferaktien haben Potenzial

Industriemetalle – und unter ihnen besonders Kupfer – gelten seit je her als feinfühliges Seismografen der Konjunktur. Die Nachfrage nach Kupfer und noch mehr der Kupferpreis reagierten deshalb deutlich auf die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in mehreren Regionen der Welt (vgl. Grafik). Für 2012 rechnen Analysten jedoch, dass Nachfrage und Preis wieder leicht steigen werden. Das könnte die Aktien von Kupferunternehmen beflügeln, deren Kurse unter der Wachstumsabschwächung teilweise arg gelitten haben.

(vgl. Grafik). Grund dafür sind die hervorragende elektrische und thermische Leitfähigkeit von Kupfer. Zudem ist das Metall sehr korrosionsbeständig. Technischer Fortschritt und zunehmender Wohlstand führten in den vergangenen Jahrzehnten zu einem rasanten Anstieg der Nachfrage. 1980 kam die Welt noch mit rund 9 Mio. Tonnen Kupfer aus. Für das laufende Jahr geht die International Copper Study Group (ICSG) davon aus, dass der Bedarf die Marke von 20 Mio. Tonnen überschreiten wird.

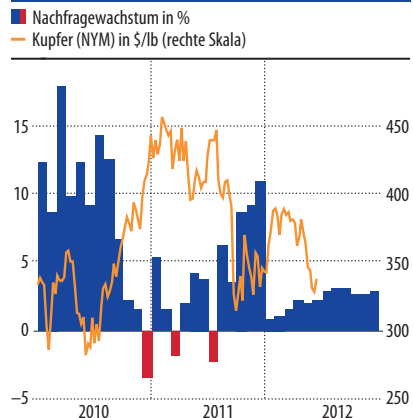
China entscheidend

Für die Entwicklung der Kupfernachfrage spielen die aufstrebenden Länder – und allen voran China – eine Schlüsselrolle. Auf das Reich der Mitte entfallen allein rund 40% des weltweiten Kupferbedarfs (vgl. Grafik). Die chinesischen Importe nahmen gegen Ende des vergangenen Jahres signifikant zu. Die Frage ist nun, ob dieser Trend anhält. Das grösste Risiko ist dabei der Wohnungsbau, der für 18% des chinesischen Kupferkonsums verantwortlich ist. Vorausgesetzt, dass die Bemühungen der Regierung in Peking, die überhitzende Wirtschaft abzukühlen, zu einer sanfteren Landung führen und die Programme des sozialen Wohnungsbaus weitergeführt werden, kann man damit rechnen, dass die chinesische Kupfernachfrage weiter wächst, wenn auch langsamer.

Beim Angebot ist in nächster Zeit mit einem grösseren weltweiten Kupferanstoss zu rechnen als in den vergangenen Jahren. Mehrere neue Minen gehen in Produktion, in anderen wird die Förderung ausgeweitet. Dem läuft indes der fortgesetzte Verfall der Kupfergehaltgrade im Erz entgegen.

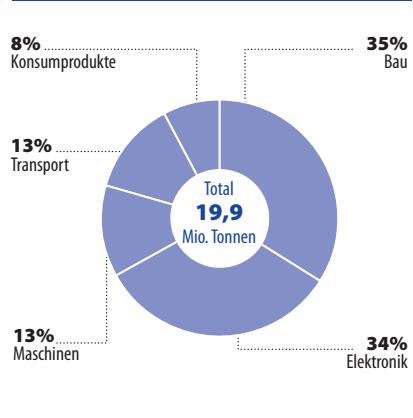
Die Analysten von Barclays Capital prognostizieren deshalb, dass 2012 der globale Kupferoutput um 3,4% auf 20,2 Mio. Tonnen zunimmt. Gleichzeitig soll der weltweite Bedarf um 2,3% auf 20,5 Mio. Tonnen wachsen. Daraus ergibt sich ein leichter Nachfrageüberhang. Angesichts des tiefen Lagerbestands dürfte dies den Kupferpreis in nächster Zeit unterstützen.

Kupfernachfrage und -preis



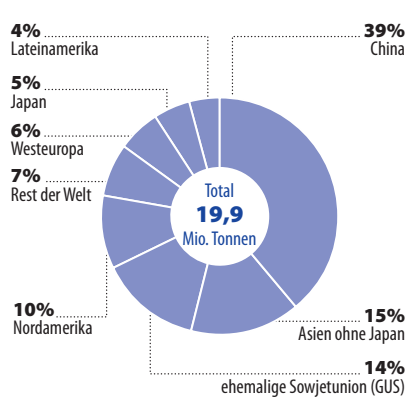
Quelle: ICSG, Barclays Capital, Thomson Reuters / Grafik: F&W, GfK

Kupfernachfrage nach Nutzung 2011



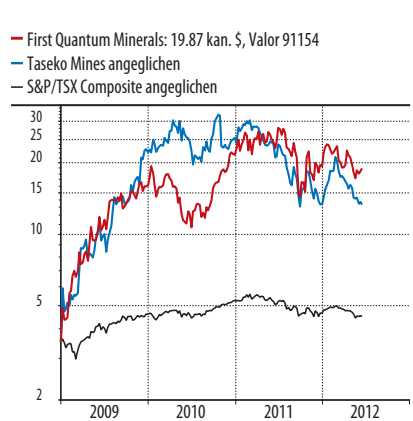
Quelle: Broock Hunt, Barclays Capital / Grafik: F&W, GfK

Kupfernachfrage nach Regionen 2011



Quelle: Broock Hunt, Barclays Capital / Grafik: F&W, GfK

First Quantum Minerals



Quelle: Thomson Reuters / F&W

Kennzahlen ausgewählter Kupferförderer

Unternehmen	Marktkap. in Mio. kan. \$	Umsatz 2011 in Mio. kan. \$	Kurs am 18.6.2012	+/-% 2012	Kurs-Gewinn-Verhältnis 2011	Rendite in % 2012
First Quantum Minerals	9464	2584	19,87	-0,9	10	1,3
Inmet Mining	3039	979	43,81	-33,1	10	0,5
Lundin Mining	2528	784	4,34	+12,1	13	8
HudBay Minerals	1321	891	7,68	-24,3	4	2,6
Capstone Mining	948	328	2,50	-10,1	14	13
Imperial Metals	719	253	9,68	-22,6	22	23
Taseko Mines	554	252	2,87	+2,9	48	19

Quelle: Bloomberg / kan. \$=0,93 Fr.



Eisenerzlager in Hafen von Tianjin. China ist der weltgrösste Verbraucher von Industriemetallen. Die Konjunktur im Reich der Mitte hat deshalb grossen Einfluss auf die Rohstoffpreise.

Der Rohstoff-Superzyklus ist intakt

INTERNATIONAL Makroökonomische Probleme dominieren kurze Frist – Wachstum der Mittelklasse wird Rohstoffe langfristig gefragt lassen

MARTIN GOLLMER

Der Megatrend stetig steigender Rohstoffpreise hat in den vergangenen Monaten erneut einen Bruch erlitten. Seit dem Hoch am 24. Februar ist der Dow Jones UBS Commodity Index bis Anfang Juni rund 15% gefallen (vgl. Grafik). Seither bewegt er sich seitwärts. Ist das eine Pause, bevor es weiter nach unten geht? Oder ist die Abwärtsbewegung gestoppt, und schwenken die Rohstoffpreise nach einer Weile wieder in den steigenden Megatrend ein?

Die Rohstoffnotierungen kamen unter Druck, als China begann, das Wachstum seiner überhitzenden Wirtschaft zu bremsen. Gleichzeitig geriet der Aufschwung in den USA ins Stocken. Das verdunkelte den Ausblick auf die weitere Entwicklung der zwei weltgrössten Konsumenten von Rohstoffen. Hinzu kamen dann noch die Bemühungen zum Abbau der Budgetdefizite und der Staatsschulden in Europa, die weite Teile des alten Kontinents in eine Rezession abgleiten liessen.

Nervöse Akteure

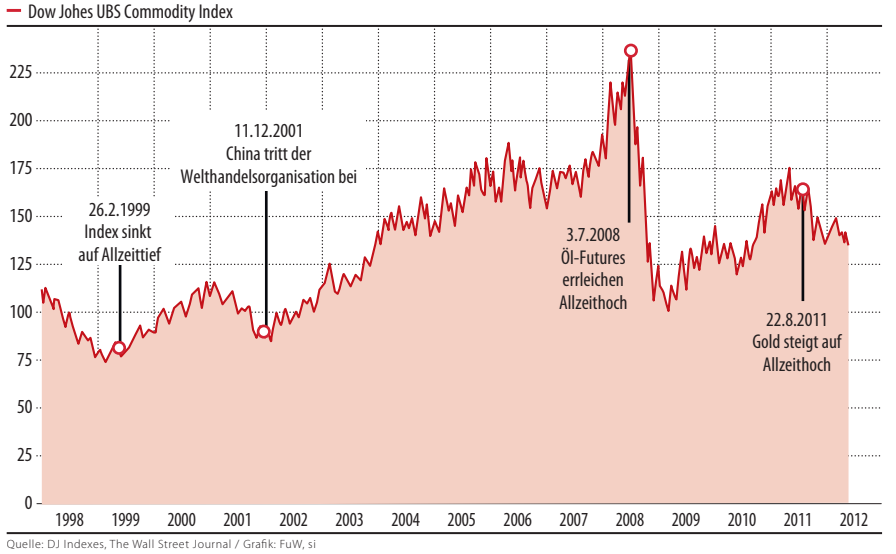
Nach einem guten Start ins Jahr begannen die Rohstoffpreise in der zweiten Februarhälfte auf breiter Front zu fallen. Die Notierungen für Gold und Öl sanken im zweistelligen Prozentbereich. Der Preis für Kupfer – ein gutes Barometer für die wirtschaftliche Aktivität – verlor 8%. Die Akteure an den Rohstoffmärkten reagierten zusehends nervöser auf die Bewegungen in der Weltwirtschaft. «Kaum war ein Hauch von Abkühlung spürbar, und schon kam es zum Ausverkauf», beobachtete John Bailey, CEO von Spruce Private Investors, einer US-Gesellschaft, die in neun rohstofforientierte Hedge Funds investiert.

Die Rohstoffally, die 1999 begann, wurde von zwei divergierenden Kräften

angetrieben: Das schnelle Wirtschaftswachstum in den aufstrebenden Ländern generierte eine neue Nachfrage, besonders in China. Gleichzeitig war das Angebot an Rohstoffen limitiert, da jahrelang tiefe Preise die Unternehmen hatten zögern lassen, ihre Produktion auszuweiten. Seither hat sich die Situation verändert. Das Angebot ist wieder gestiegen. Die Förderung von Öl hat seit 1999 gemäss amerikanischen Zahlen um 16% zugenommen. Der Kupferabbau ist im selben Zeitraum um 28% gestiegen, die Produktion von Aluminium gar um 94%.

Jetzt kamen noch die erwähnten Bremsmanöver in China, die flau Konjunktur in den USA und die rezessiven Tendenzen in Europa dazu. Das hat das Nachfrage-Angebots-Bild kräftig verändert – so stark, dass der jüngste Preiszerfall bei den Rohstoffen die Frage aufkommen liess, ob nun der Rohstoff-Superzyklus gestoppt sei. «Unsere Meinung ist, dass der Rohstoff-Superzyklus zu Ende gegangen ist, und zwar endete er im Jahr 2008», sagte Michael Shaoul, Chairman von Marketfield Asset Management in New York, gegenüber dem «Wall Street Journal». In jenem Jahr führte der Ausbruch der Immobilien- und Finanzmarktkrise in den USA die Welt in die schwerste Rezession seit der Grossen Depression. Shaouls Gesellschaft wettet darauf, dass die Edelmetallpreise fallen werden.

Langfristige Entwicklung der Rohstoffpreise



Quelle: D. Indices, The Wall Street Journal / Grafik: F&W, GfK

mit seiner Meinung steht Shaoul aber mehr oder weniger allein. Die wenigsten Analysten prognostizieren einen anhaltenden Verfall der Rohstoffpreise. Viele sagen, dass die Märkte in eine Phase langsameren Wachstums eingetreten sind, in der Perioden mit fallenden Preisen den steigenden Grundtrend durchbrechen. «Es wird ein flaches Jahr für Rohstoffe werden», meint etwa Mark Keller, CEO von Confluence Investment Management. Kellers Gesellschaft hat die Investitionen in Industrierohstoffe reduziert und das Engagement in Gold erhöht. «Die Märkte werden irgendwann in diesem Jahr den

Boden finden und dann wieder anziehen, glaubt Keller. Über ein Jahrzehnt lang war Investieren in Rohstoffe eine ziemlich sichere Sache. Die Preise stiegen in neun von zwölf Jahren seit 1999. Ausnahmen hatten eine einleuchtende Erklärung, wie die Terroranschläge auf das World Trade Center in New York im Jahr 2001 oder die globale Wirtschaftskrise im Jahr 2008. Trotz diesen Rückschlägen sind die Rohstoffpreise in historischer Perspektive hoch: Der Dow Jones UBS Commodity Index ist seit Anfang 1999 über 70% gestiegen.

China treibt an

Das anhaltende Wachstum in China und anderen aufstrebenden Ländern wird die Rohstoffpreise hoch halten oder sogar noch weiter steigen lassen. «In den nächsten zwei Jahrzehnten werden bis zu drei Milliarden Leute (und ihre Kaufkraft) zur globalen Mittelklasse stossen», haben Forscher von McKinsey Global Institute errechnet. «Die Fundamentaldaten für Rohstoffe sind positiv», sagte denn auch Bailey. «Es sind diese makroökonomischen Probleme, die die kurze Frist beeinflussen.»

Quelle: Goldman Sachs

Korrektur in Minenwerten bietet Chancen

Bergbaukonzerne passen Investitionen an – Schlechtes Timing von BHP Billiton – Vorzüge des Rivalen Rio Tinto

BEAT HONEGGER

Rohstoffaktien haben sich zügig und kräftig von der schweren Finanz- und Wirtschaftskrise erholt. Bis vor gut einem Jahr schien es, als ob der Superzyklus für Rohstoffe und damit auch für Bergbauunternehmen nur kurz unterbrochen war (vgl. Haupttext). Doch dann kosteten konjunkturelle Sorgen, Befürchtungen einer nachlassenden Nachfrage aus China und die Kosteninflation in der Industrie ihren Zoll. Der FTSE-All-World-Metall- und -Minenindex hat seit Januar 2011 kontinuierlich eingebüsst und notiert über ein Drittel tiefer. In den letzten Wochen hat sich der Rückgang noch akzentuiert.

Investoren sollten den Sektor als Anlagemöglichkeit aber nicht aufgeben. Der Kursrückschlag ist übertrieben und bietet Chancen. Die Unternehmen passen ihre kostspieligen Ausbaupläne an die veränderten Aussichten an. Und zumindest mittelfristig ist der Sektor auf Wachstum getrimmt. Nötig sind aber Geduld und eine kluge Wahl. Nicht zu verachten sind zudem die Dividendenrenditen (vgl. Tabelle), die von den hohen Cashflows abgegriffen werden können. In der Branche sind Rio Tinto zu empfehlen. Die Schwierigkeiten im Aluminiumbereich – nach der überbeurteilten Übernahme von Alcan – sind zwar noch nicht gelöst. Nach der Berichtigung des Bilanzwerts und der eingeleiteten Bereinigung der Überkapazitäten in diesem Geschäftsbereich ist die Gefahr weiterer negativer Überraschungen aber klein. Für Rio sprechen die erstklassigen Minen mit langer Lebensdauer und die Aktivitäten in mehrheitlich stabilen Ländern.

Pendel schlägt zurück

In Bezug auf Investitionen zurückhalten, der britisch-australischen Bergbauriesen BHP Billiton und Rio Tinto. Wie die Konkurrenten sind sie in der letzten Dekade von der überraschend starken Nachfrage nach Rohstoffen insbesondere aus China überrascht worden. Als Reaktion auf diesen erfreulichen Nachfrageschub hat die Industrie grosse Vorhaben in Angriff genommen, die jetzt fertiggestellt werden. BHP-Chairman Jac Nasser kündigte im Mai an einem Gespräch mit Medien an, dass die Investitionspläne revidiert wer-

den. Bis 2015 wollte der weltgrösste Bergbaukonzern 80 Mrd. \$ für den Ausbau und neue Minen sowie die dazu nötige Infrastruktur aufwenden. Wo und wie viel Abstriche BHP machen werde, hänge von der Entwicklung der Rohstoffpreise ab. Zu den geplanten Grossprojekten gehören insbesondere der 30 Mrd.\$ teure Ausbau der Kupfer- und Uranmine Olympic Dam in Südastralien und die Erweiterung des Eisenerzhafens in Westaustralien (Outer Harbour) für 20 Mrd.\$.

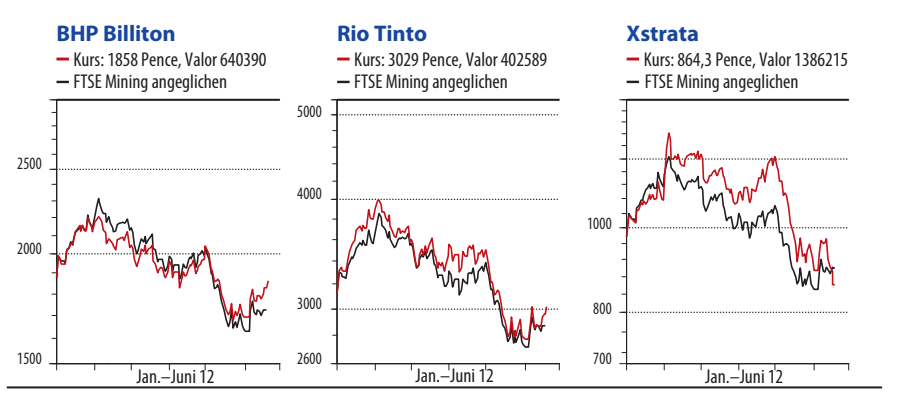
Auch Tom Albanese, der CEO von Rio Tinto, krebt zurück. Die geplanten Investitionen werden darauf abgeklöpft, wie margenresistent sie im schwächeren Umfeld sind. Nicht gefährdet sein dürfte der Ausbau der Eisenerzmine Pilbara in Westaustralien. Rio investiert dort 10 Mrd.\$, womit der Ausstoss von 283 auf 353 Mio. Tonnen erhöht werden soll. Über die Klänge springen müssen vorerst Kohleprojekte in Queensland – das Start-up in Mount Pleasant, dessen Kosten sich in den vergangenen vier Jahren auf 1,6 Mrd.\$ verdoppelt haben, und der Ausbau des Hafens in Abbot Point (9 Mrd.\$). Höchst wahrscheinlich verzögert sich die Eisenerzmine im afrikanischen Guinea-Bissau. Nicht gefährdet ist der Ausbau in der Mongolei (vgl. Text unten).

An fundamentalen Gründen, die Bergbauwerte nicht zu vernachlässigen, mangelt es nicht. Die grosse Frage ist, welche Titel empfohlen werden können – die der diversifizierten Multis oder die kleinerer Spezialisten? Vieles deutet auf «sowohl als auch» hin. In der Top-Liga der Branche sind Rio Tinto zu empfehlen. Die Schwierigkeiten im Aluminiumbereich – nach der überbeurteilten Übernahme von Alcan – sind zwar noch nicht gelöst. Nach der Berichtigung des Bilanzwerts und der eingeleiteten Bereinigung der Überkapazitäten in diesem Geschäftsbereich ist die Gefahr weiterer negativer Überraschungen aber klein. Für Rio sprechen die erstklassigen Minen mit langer Lebensdauer und die Aktivitäten in mehrheitlich stabilen Ländern.

Unternehmen	Marktkap. in Mrd. \$	Umsatz 2011 in Mrd. \$	Kurs am 19.6.2012	+/-% 2012	Kurs-Gewinn-Verhältnis			Rendite in %	
					2011	2012 ^a	2013 ^a	2011	2012 ^a
BHP Billiton ¹	168,19	71,46	1858 p.	-1,1	7	9	8	3,4	4,0
Rio Tinto	103,37	102,47	19,47 \$ ²	-9,2	5	6	6	6,5	6,3
Anglo American	92,27	61,14	30,29 p.	-3,1	6	7	6	2,7	3,3
Xstrata	47,13	32,98	219,5 p.	-9,2	7	8	7	2,2	2,3
Norilsk Nickel	40,75	33,70	86,4 p.	-10,4	7	8	7	2,4	3,1
Freeport-McMoran	33,11	14,30	164,35 \$	+8,1	6	7	7	3,4	3,7
Freeport-McMoran	32,70	20,64	34,47 \$	-6,4	7	9	7	4,3	3,9

^aSchätzung. ¹E = 1,57 \$, ²Geschäftsjahr per Ende Juni. ³ADR

Aktien grosser Minenkonzerne



Quelle: Thomson Reuters / F&W

BHP Billiton gehören zwar auch in ein international ausgerichtetes Aktienportfolio. Wenig glücklich ist jedoch die jüngste Diversifikation in den Energiesektor. BHP hat 2011 rund 20 Mrd.\$ in Schiefergasbeteiligungen in den USA investiert. Der Konzern dürfte dort wegen der markant tieferen Notierungen für Gas gezwungen sein, grössere Abschreibungen vorzunehmen. Die Schätzungen belaufen sich auf 3 bis 5 Mrd.\$, das ist in den Kursen noch nicht voll kompensiert.

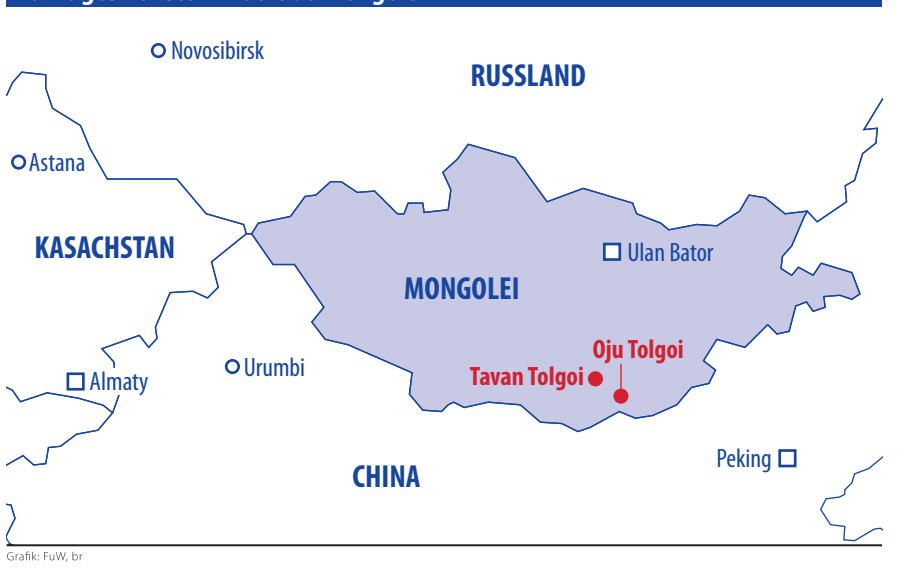
Xstrata-Entscheid abwarten

Die brasilianische Vale, die Nummer zwei der Branche und der weltgrösste Eisenerzkonzerne, ist eine Wette darauf, dass die Nachfrage aus China hoch bleibt. Die Titel sind im Branchenvergleich tief bewertet.



Der Ausbau der Kupfer- und Goldmine Oyu Tolgoi kommt voran. 2013 wird eröffnet.

Künftiges Rohstoff-Eldorado Mongolei



Quelle: F&W, GfK

BILDER: ZWINGEN/IMAGES