

Rohstoffe und Minenwerte

Die Saat für den kommenden Bullenmarkt ist ausgebracht

Dr. Torsten Dennin, Tiberius Asset Management AG

2015 markiert das fünfte Jahr rückläufiger Rohstoffpreise. China schwächelt, der US-Dollar lässt die Muskeln spielen, der Preis für Rohöl ist am Boden. Folgen nun die nötigen Angebotsanpassungen im Bergbausektor, um den nächsten Zyklus steigender Rohstoffpreise einzuleiten?

Die Erholung der Rohstoffpreise, die dem drohenden Stillstand der Weltwirtschaft während der Finanzkrise 2008/2009 folgte, war nicht von langer Dauer. Zwar stiegen die Preise der Rohstoffe, die im Bloomberg Commodity (Preis-)Index zusammengefasst sind bis zum Sommer 2011 wieder auf das Vorkrisenniveau 2008, jedoch sehen sich Rohstoffproduzenten seitdem im mittlerweile fünften Jahr mit rückläufigen Rohstoffpreisen konfrontiert. Allen voran Rohöl, dessen Preis kurzzeitig unter 38 US-Dollar fiel, ein Drittel des Wertes, der für Öl der Sorte WTI noch im Vorjahr bezahlt wurde. In 2015 strahlt der Angebotsüberschuss auf dem Ölmarkt auch auf die Metallmärkte aus, denn trotz einer geringeren Nachfrage nach Metallen aus China führten die durch die niedrigeren Energiepreise ebenfalls gesunkenen Förderkosten dazu, dass die Bergbaubranche ihre Produktion nicht einschränkte. Ein Teufelskreis, der sich in ebenfalls fallenden Metallpreisen widerspiegelt. In der Folge fielen die Preise für Kupfer, Aluminium, Nickel oder Zink allein dieses Jahr zwischen 15% und 35%. Auch die Notierungen für die Edelmetalle Gold und Silber fielen, wenn auch weniger stark, zurück.

Aktuell handeln wir im Bloomberg Commodity Index (BCOM), als Gradmesser der Rohstoffmärkte, auf Bewertungsniveaus von 1993/1994. Lediglich im Februar 1999 rutschte der Leitindex, der 1991 mit einer Basis von 100 Punkten aufgelegt wurde, tiefer. Im energielastigeren S&P Goldman Sachs Commodity Index (GSCI) rutschten wir im August durch die Indexstände von 1999 und handeln aktuell auf dem Niveau der 1980er Jahre.

Abbildung 1. Rohstoffpreise 1970 bis 2015 – Absolut und relativ zu Aktien auf dem Tiefststand



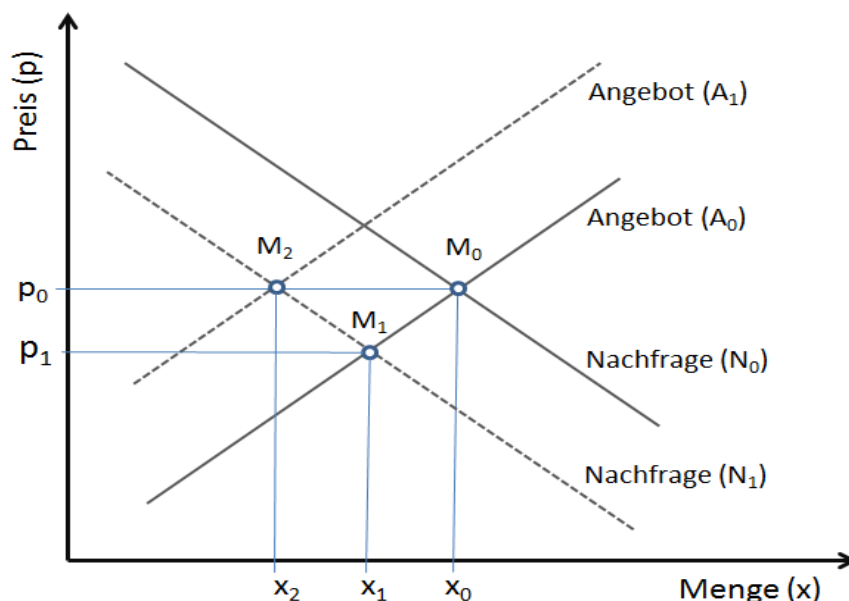
Quelle: Bloomberg, Eine positive Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für eine positive Wertentwicklung in der Zukunft.

Lediglich Mitte der 1980er und Anfang der 1970er Jahre handelte der Anfang 1970 mit einem Indexstartwert von 100 Punkten berechnete GSCI auf tieferen Niveaus. Auf Indexbasis ein 21- (BCOM) bzw. ein 28-Jahrestief (GSCI). Gleichzeitig erreichten wir mit über 12.000 Punkten im DAX und über 2.100 Punkten im S&P 500 in 2015 neue Allzeithochs. Der Unterschied zwischen dem Preisniveau von Rohstoffen und der Bewertung des Aktienmarktes ist so hoch wie seit 45 Jahren nicht mehr. Dies eröffnet für den vorausschauenden Anleger, der nicht den prozyklischen Versprechungen immer höherer Aktienpreise hinterherläuft, möglicherweise die Investment-Gelegenheit des Jahrzehnts.

Doch werfen wir zuerst einen Blick auf die grundlegenden fundamentalen Zusammenhänge zyklischer Märkte und vergleichen diese mit dem aktuellen Geschehen auf den Metallmärkten (**Abb.2**): Im Marktgleichgewicht (M_0) entsprechen sich Angebot und Nachfrage, und es wird die Menge x_0 zu einem durchschnittlichen Preis von p_0 ausgetauscht. Unterstellt wird eine normale Marktstruktur, in der umso mehr Käufer (und entsprechend weniger Anbieter) auftreten, je niedriger der Preis ist, und umso mehr Anbieter (und weniger Käufer) auftreten, je höher der Preis ist. Hieraus leitet sich der Verlauf der Angebots- und Nachfragekurven A_0 und N_0 ab.

Exemplarisch trifft dies auf die Marktverfassung vieler Industriemetalle, wie zum Beispiel Kupfer, zu: Aufgrund der nachlassenden Wachstumsdynamik der chinesischen Volkswirtschaft als dominierender Faktor des globalen Nachfragewachstums, der kontinuierlichen Ausweitung der Förderung aufgrund der vergleichsweise noch immer hohen Kupferpreise und der zu erwartenden positiven Produzentenmargen, ist netto intertemporal eine Parallelverschiebung der Nachfragekurve N_0 zu N_1 zu beobachten. Aufgrund der niedrigeren Nachfrage (N_1) pendelt sich ein niedrigeres Marktgleichgewicht (M_1) ein: Es wird im Vergleich zu M_0 eine geringere Menge (x_1) zu einem niedrigeren Preis (p_1) umgesetzt.

Abbildung 2. Rohstoffmärkte. Angebot und Nachfrage



Quelle: Tiberius Asset Management, Darstellung nach: Wied-Nebbeling (2009) – Preistheorie und Industrieökonomik

In einer Phase der latenten Überproduktion, die für viele Produzenten durch die sich fortsetzende Stärke der US-Währung bzw. der Abschwächung der eigenen Abrechnungswährung sowie durch sinkende Kosten – nicht zuletzt durch den starken Rückgang der Preise für Rohöl und andere Energieträger – gemildert wird, fehlt eine Einschränkung des Angebots. Die Schließung von bei derzeitigen Preisen unrentabler Förderung oder andere Angebotsunterbrechungen wie Streiks, Naturkatastrophen etc. würden zu einer Parallelverschiebung der Angebotsfunktion von A_0 zu A_1 führen. Hierdurch ist bei reduzierter Menge (x_2) im neuen Marktgleichgewicht (M_2) ein im Vergleich zu M_1 deutlich höherer Preis (p_2) realisierbar, der dem Preisniveau vor der Nachfrageschwäche (p_1) entspricht.

Die Frage ist: Wo bleibt die Angebotsreaktion? Eine Besonderheit der Metallmärkte ist ein niedriger Grad von Angebotsflexibilität, was langfristig zu einem ausgeprägten *Schweinezyklus* führt: Hohe Marktpreise inzentivieren verstärkt Investitionen, die sich wegen der Vorlaufzeit von Förderstätten-Entdeckung über die Entwicklung bis zur Produktion erst mit einem Verzögerungseffekt von mehreren Jahren auf das Angebot auswirken, dann aber zu einem Überangebot und Preisverfall führen. Infolgedessen kommt es zur Reduzierung der Produktion durch Schließung unrentabler Förderstätten, die sich ebenfalls erst zeitverzögert auswirkt. Denn im Gegensatz zur Situation der Finanzkrise 2008/2009 müssen die Preise über einen längeren Zeitraum niedrig bleiben, um nicht nur neue Investitionen zu verschieben sondern auch bestehende Produktion einzugrenzen. Hierzu ist es nötig, dass die Rohstoffpreise unter das Niveau der variablen Kosten zumindest der Hochpreisproduzenten fallen, sodass ein negativer Deckungsbeitrag diese Produzenten zwingt, ihre Förderung zu reduzieren oder der Marktmechanismus dafür sorgt, dass einzelne Produzenten aus dem Markt ausscheiden. Erst wenn eine Anpassung des Angebotes stattgefunden hat, kann es in der Folge wiederum zu einem relativen Überschuss der Nachfrage verbunden mit steigenden Preisen kommen.

Abbildung 3. Preise für Industriemetalle (BCOM Industrial Metals Index Spot), 2011 bis 2015



Quelle: Bloomberg, Eine positive Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für eine positive Wertentwicklung in der Zukunft.

Am Verlauf des BCOM Industriemetalle Subindex (**Abb. 3**), der die Preisentwicklung von Aluminium, Kupfer, Nickel und Zink beschreibt, ist abzulesen, dass die Bergbauindustrie seit 2011 einen Preisverfall von mehr als 40 Prozent verkraften muss. Dieser hat sich in drei Phasen abgespielt: (1) 2011-2013, (2) 2013-2015, (3) 2015. Während zuerst ineffiziente Mammut-Projekte („Capex-Monster“) und die Finanzierungsbedingungen kleinerer Explorationsgesellschaften betroffen waren, fand allmählich ein Wandel in der strategischen Ausrichtung der großen Minengesellschaften statt: weg von der Maximierung der Fördermenge („Wachstum um jeden Preis“), hin zu mehr Effizienz und Shareholder Value. In der zweiten Phase war eine weitere Beschneidung der Kostenseite (Capex und Opex) angesagt. Wir erwarten, dass es nun in der dritten Phase für viele Unternehmen ans Eingemachte geht: Massenentlassungen, Minenschließungen, auch vereinzelte Konkurse schließen wir nicht aus.

Abbildung 4. Die Kreditrisiken im Bergbausektor steigen – CDS-Spread Entwicklung 2012 bis 2015



Quelle: Bloomberg, Eine positive Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für eine positive Wertentwicklung in der Zukunft.

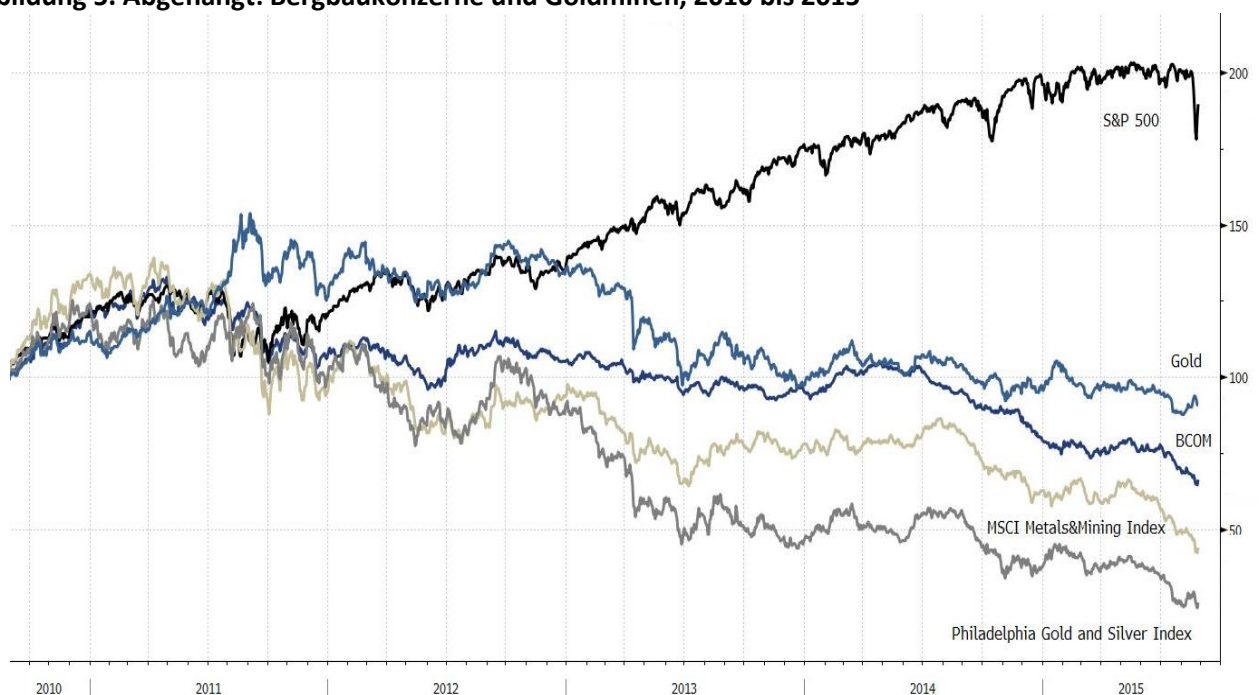
Ein Indikator für den zunehmenden Stress im Komplex der Bergbauindustrie sind die rasant steigenden Spreads der Credit Default Swaps (CDS). Ein Credit Default Swap ist ein Kreditderivat, das es erlaubt, Ausfallrisiken von Krediten, Anleihen oder Schuldnernamen separat zu handeln. In **Abb. 4** sind die 5Y-CDS-Spreads über die vergangenen 3 Jahre abgetragen. Stellvertretend für den Goldsektor ist der CDS von *Barrick Gold* rückläufig seitdem die Marke von 1.085 US-Dollar bei Gold erreicht wurde, während im Bergbausegment (z.B. *Glencore*, *Anglo American*, *Vale*, *Teck Resources*, *Freeport-McMoRan*) der Stress noch zunimmt.

Hierdurch kommt die Skepsis der Anleihen-Investoren zum Ausdruck, dass die bisherigen Kosteneinsparungen und Produktionsanpassungen ausreichen, um den Fall der Rohstoffpreise zu kompensieren. Kupferpreise unter 5.000 US-Dollar je Tonne haben u.a. den weltgrößten auf Kupfer fokussierten Bergbaukonzern aus dem Tritt gebracht: Die Anleihen von *Freeport-McMoRan* handeln bei durchschnittlich 7,6% Verzinsung, dies ist höher als die von der Bank of America Merrill Lynch

(BoAML) verfolgte durchschnittliche Verzinsung von Junk-Bonds. Die Rating-Agentur Moody's stuft *Freeport* mit Baa3, dem niedrigsten Investment-Grade, ein. S&P reduzierte die Einschätzung für *Freeport* im Februar auf BBB-.

Aufgrund der jüngsten Turbulenzen an den Rohstoffmärkten erwarten wir, dass die Ergebnisse des dritten Quartals 2015 für Unternehmen des Rohstoffsegmentes einen neuen Tiefpunkt markieren werden. Über die vergangenen fünf Jahre koppelte sich die Performance der börsennotierten Bergbaukonzerne und der Goldminen sowohl vom boomenden Aktienmarkt als auch vom Niveau der Rohstoffpreise und des Goldpreises ab.

Abbildung 5. Abgehängt: Bergbaukonzerne und Goldminen, 2010 bis 2015



Quelle: Bloomberg, Eine positive Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für eine positive Wertentwicklung in der Zukunft.

Der weitere Rückgang der Rohstoffpreise in 2015 legt der Bergbaubranche die Daumenschrauben an und forciert nun endlich die nötigen Angebotsanpassungen. Die frühzyklischen Segmente Kohle und Eisenerz traf es besonders hart – die Sektoren sind nahezu implodiert.

Besonders hatte der amerikanische Kohlesektor durch den Preisverfall und den Clean Energy Plan von US-Präsident Obama zu leiden. *Peabody Energy* und *Consol Energy* handeln zu einem Bruchteil ihrer einstigen Marktkapitalisierung, und nach *Walter Energy* melden jüngst auch *Alpha Natural Resources* und *Arch Coal* Gläubigerschutz nach Chapter 11 an. In Europa beendete BoAML im August das Research zu *New World Resources*. Der im Mai 2008 zu 436 GBp an die Londoner Börse gegangene tschechische Kohleproduzent war zu einem Pennystock degradiert.

Der Fall von Eisenerz unter die Marke von 50 US-Dollar versetzte die Branche bereits zum Jahresbeginn 2015 in Aufruhr. Zwischen 2011 und 2015 lag der Durchschnittspreis für eine Tonne Eisenerz noch über 125 US-Dollar. Der Börsenwert des Eisenerz-Oligopols – *Rio Tinto* (-20%), *BHP Billiton* (-33%) und *Vale* (-60%) – ging innerhalb der letzten 12 Monate deutlich zurück. Noch stärker

litten mittelgroße Produzenten wie z.B. *Fortescue Metals*: waren die Aktien im Vorjahr noch zu 6 AUD zu haben, stehen sie heute unter 2 AUD. Der Preisverfall machte dem Segment der Eisenerz-Explorer und -Entwickler den Garaus: *Bellzone Mining* und *Sundance Resources* sind de facto wertlos, *African Minerals* ist vom Börsenhandel ausgesetzt, um nur einige wenige Beispiele zu nennen.

Bei diversifizierten Minengesellschaften liegt der Fokus auf der Profitabilität des Kupfergeschäftes. Einige kleinere Produzenten können unter der Marke von 5.500 US-Dollar je Tonne bzw. 2,50 US-Dollar je Pfund nicht mehr kostendeckend fördern – aktuell handelt Kupfer bei rund 5.000 US-Dollar je Tonne bzw. 2,30 US-Dollar je Pfund. Dies erklärt auch den Druck unter dem die größeren Produzenten wie *Freeport-McMoRan*, *Glencore*, *Antofagasta* oder *First Quantum* stehen.

Abbildung 6. MSCI World Metals & Mining Index: Talsohle in Sicht für den Bergbausektor



Quelle: Bloomberg, Eine positive Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für eine positive Wertentwicklung in der Zukunft.

Der Druck zur Konsolidierung in der Branche ist hoch: *BHP Billiton* trennt sich von weniger guten Assets durch die Ausgliederung von *South 32*, die kanadische *Potash* versucht *K+S* zu übernehmen, *Goldcorp* und *Teck Resources* legen mit El Morro und Relincho ihre Projekt in Chile zusammen, *Anglo American* verkauft *Anglo Norte* (ebenfalls in Chile), *Glencore* schließt die Eland Platin Mine in Südafrika, *Lonmin* strebt eine Reduktion der jährlichen Platinförderung von 100.000 Unzen über die nächsten zwei Jahre an und *Stillwater Mining* entlässt knapp 8% seiner Belegschaft aufgrund des schlechten Preismarktes für Platingruppenmetalle. Anfang September legte *Glencore* mit einem Kostensparprogramm im Umfang von 10 Mrd. US-Dollar nach: Aussetzung der Dividende, Emission neuer Aktien, Asset Verkäufe, Reduzierung der Ausgaben und die Schließung zweier Kupferminen in Afrika.

Die Konsolidierung der Branche ist im vollen Gange und wird als Ergebnis die nötigen Angebotsanpassungen bringen, um die der Sektor bislang herumgekommen ist. Und genau dies ist das Licht am Ende des Tunnels, auf das der Anleger warten sollte.

Fazit

Die Hausse für Rohstoffe und Minenwerte auszurufen, ist verfrüht. Zuerst hat sich die Bergbaubranche durch Angebotseinschränkungen den neuen Realitäten eines weniger dynamisch wachsenden Chinas zu stellen. Während dieses Prozesses wird es noch zu Minenschließungen, Unternehmenspleiten, dem Verkauf von einzelnen Minen und Zusammenschlüssen kommen – ein Frühwarnindikator sind die steigenden Ausfallrisiken von Krediten im Bergbausektor, die sich im Anstieg der Credit Default Swaps zeigen. Auch belastet viele Unternehmen der Anstieg der Verschuldung relativ zum Unternehmenswert, denn die sinkenden Rohstoffpreise führen zu Konsequenzen in den Unternehmensbilanzen.

Doch die Saat für den kommenden Bullenmarkt ist ausgebracht. Viele Unternehmen haben bereits ihre Investitionsausgaben drastisch reduziert, die operativen Kosten sind rückläufig und die Schwäche vieler Produzentenwährungen bremst den massiven Preisverfall der Rohstoffe. Die absolute und relative Bewertung von Rohstoffen ist (fast) so niedrig wie noch nie in den vergangenen 40 Jahren. Das niedrige Niveau des Ölpreises wird 2016 zudem für neue Wachstumsimpulse der Weltwirtschaft sorgen und somit wiederum die Rohstoffnachfrage steigen lassen. Mittelfristig wird sich die massive Einschränkung der Investitionen in Rohstoffprojekte als Bumerang erweisen, denn diese Förderstätten werden in den nächsten Jahren im Marktgleichgewicht fehlen. Der aus dieser Situation erwachsene Bullenmarkt für Rohstoffe wird in der Folge voraussichtlich an die drei Bullenmärkte der vergangenen 40 Jahre anschließen können.

In der Folge sehen wir, dass sich für das Thema Rohstoffe über die Bereiche Aktien, Anleihen, Währungen und Derivate (Futures) über die nächsten Monate eine Investment-Chance auftut, die es in jedem Jahrzehnt nur ein einziges Mal gibt. Aufgrund des attraktiven Chance/Risiko-Profiles sollte hier das Aktiensegment Metals & Mining im Fokus stehen.

*) Die in diesem Beitrag erwähnten Unternehmen dienen der Veranschaulichung von wirtschaftlichen Zusammenhängen und stellen keine Aktienempfehlung dar.

Wichtige rechtliche Information

Die Angaben in diesem Dokument gelten weder als Verkaufsangebot, als Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes noch als Anlageberatung. Sie dienen lediglich zum Zwecke der Information. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben wird keine Haftung übernommen. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Einschätzungen können sich jederzeit ändern und geben die Ansicht der Tiberius Group unter den derzeitigen Konjunkturbedingungen wieder.

Anlagen sollen erst nach einer gründlichen Lektüre des aktuellen Rechtsprospektes, des aktuellen Kurzprospektes, der Statuten und des aktuellen Jahres- und Halbjahresberichts sowie nach einer Beratung durch einen unabhängigen Finanz- und Steuerspezialisten getätigt werden. Die erwähnten Dokumente erhalten Sie kostenlos in Papierform oder auf Wunsch elektronisch bei Tiberius Asset Management AG (+41 41 560 0081 / info@tiberiusgroup.com) oder bei der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft.

Der Wert und die Rendite der Anteile können fallen oder steigen. Sie werden durch die Marktvolatilität sowie durch Wechselkursschwankungen beeinflusst. Tiberius Asset Management AG übernimmt keinerlei Haftung für allfällige Verluste. Die vergangene Wert- und Renditeentwicklung ist kein Indikator für deren laufende und zukünftige Entwicklung. Die Wert- und Renditeentwicklung berücksichtigt nicht allfällige beim Kauf, Rückkauf und/oder Umtausch der Anteile anfallende Kosten und Gebühren. Die Aufteilung nach Branchen, Ländern und Währungen und die einzelnen Positionen sowie allfällig angegebene Benchmarks können sich jederzeit im Rahmen der im Rechtsprospekt festgelegten Anlagepolitik ändern. Ebenso können die in dieser Broschüre gemachten Aussagen ohne Vorankündigung geändert werden.

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist nicht zulässig. Zuwiderhandlungen können den Strafbestimmungen des Urheberrechts unterliegen.

Copyright © 2015 Tiberius Asset Management AG. Alle Rechte vorbehalten.

Tiberius Asset Management AG
Baarerstrasse 53
CH-6300 Zug
Switzerland
Tel.: +41 41 560 00 81
info@tiberiusgroup.com
www.tiberiusgroup.com