

ROHSTOFFMONITOR

8. Mai 2018

Kupfer: Rallye wird wieder Fahrt aufnehmen

Executive Summary

- Die Kupferpreise zeigten sich nicht immun gegen die zwischenzeitliche Zunahme der Volatilität an den Kapitalmärkten. Obwohl sich Kupfer weniger anfällig zeigte als andere Vermögensanlagen, notierten die nächstfälligen Futurekontrakte im Vergleich zum Jahresbeginn um mehr als 9 % im Minus bei rund 6.800 US-Dollar/Tonne.
- Für den zwischenzeitlich kräftigen Preisrückgang waren neben den Allgemeinen Risk-Off- Bewegungen an den Kapitalmärkten auch sehr rohstoffspezifische Faktoren ausschlaggebend. So zeigten sich die Fundamentaldaten in den ersten drei Monaten dieses Jahres eingetrübt. Einerseits wuchs das Kupferminenangebot kräftiger als erwartet. Andererseits war die Nachfrageentwicklung weniger stark als erhofft.
- Mit Blick auf die kommenden Monate sind wir hinsichtlich der weiteren Preisentwicklung bei Kupfer zuversichtlich. Die Faktoren die zuletzt auf den Preisen lasteten, stufen wir als vorübergehend ein. So dürfte beispielsweise die Nachfrageschwäche in den ersten Wochen des Jahres vor allem auf das im Vergleich zum Vorjahr später datierte chinesische Neujahrsfest zurückzuführen sein. Auch die Sorgen vor dem Ausbruch eines weltweiten Handelskonflikts dürften ihren Zenit bereits überschritten haben.
- In Folge des Preisanstiegs um fast 50 % in den vergangenen beiden Jahren, rechnen wir mit einer Zunahme des inflationären Drucks bei den Produktionskosten der Minenbetreiber, da die höheren Rohstoffpreise bei Arbeitern (=höhere Löhne), Regierungen (=höhere Abgaben) und Dienstleistern (=höhere Honorare/Servicegebühren) Begehrlichkeiten wecken werden.
- Alle diese Faktoren sprechen unserer Ansicht nach für höhere Kupferpreise in 2018 und darüber hinaus. Angesichts struktureller Angebotsdefizite aufgrund von Unterinvestitionen und der langen Vorlaufzeit bei der Erweiterung oder der vollständigen Neuerschließung einer Kupfermine, erwarten wir mittelfristig ein rückläufiges Minenangebot. Daher sind wir mittelfristig zuversichtlich, dass die Kupferpreise die psychologisch wichtige Marke von 8.000 US-Dollar/Tonne überschreiten werden.

Jan Edelmann
040-3333-15206
jan.edelmann@hsh-nordbank.com

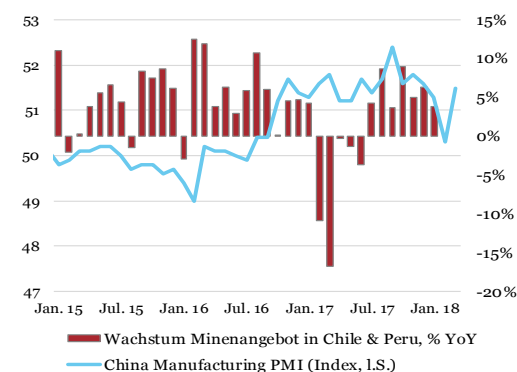
Kupfer: Rallye wird wieder Fahrt aufnehmen

Die Preise für Kupfer an der LME notieren gegenwärtig bei rund 6.700 US-Dollar/Tonne (Spot-/Cashpreis) und damit rund 8 % niedriger als zu Jahresbeginn. Ursächlich für diesen sichtbaren Preisrückgang – und auch die im Vergleich zu vielen anderen Rohstoffen sichtbare „underperformance“ – waren gleich mehrere Faktoren: Erstens ist das Angebot stärker gewachsen als erwartet wurde. Zweitens war die Nachfrageentwicklung weniger stark als erhofft. Drittens dämpften die Sorgen vor einem möglichen weltweiten Handelskonflikt und den damit verbundenen Folgen für das Wirtschaftswachstum die Risikobereitschaft der Anleger, worunter insbesondere zyklische Assets wie Kupfer zu leiden hatten. Des Weiteren konnte Kupfer zuletzt nicht, wie beispielsweise Aluminium, Nickel oder Öl, von der Zunahme (geo-)politischer Spannungen (Sanktionen gegenüber Russland, mögliche Aufkündigung des Iran-Atomabkommen durch die USA, jemenitische Raketenangriffe auf Saudi-Arabien) profitieren. Dennoch sind wir mit Blick auf die kommenden Monate optimistisch gestimmt, dass Kupfer die Höchststände bei rund 7.300 US-Dollar/Tonne von Ende vergangenen Jahres überschreiten dürfte. Darüber hinaus sind wir bei Kupfer strukturell sehr „bullish“ eingestimmt, denn in den vergangenen Jahren waren die Investitionen in die Erschließung neuer Minen stark rückläufig. Gleichzeitig beansprucht eine Erweiterung einer bestehenden Kupfermine mehrere Jahre. Bei einem echten Greenfieldinvestment können von der Projektgenehmigung bis zur Finalisierung durchaus bis zu zehn Jahre vergehen.

Schwache Fundamentaldaten und Risikoaversion

Aus der fundamentalen Perspektive zeigt Abbildung 1, was in den letzten Monaten auf den Kupferpreisen lastete. Nach einer zunächst enttäuschenden Entwicklung des Kupferminenangebots in der ersten Jahreshälfte 2017 stieg diese ab der zweiten Jahreshälfte kontinuierlich an und die erwarteten außerplanmäßigen Produktionsausfälle im Zusammenhang mit der Neuverhandlung zahlreicher Tarifverträgen blieben aus. Gleichzeitig deuteten die chinesischen PMI-Daten – welche gerne als eine Approximation für das Kupfernachfragewachstum verwendet werden – auf eine Verlangsamung der Wachstumsdynamik im Land mit der höchsten Kupfernachfrage hin. Ein weiterer etwas spezifischere Indikator sind die Investitionen in den Ausbau des chinesischen Stromnetzes, die für etwa 35 % des jährlichen Kupferverbrauchs in China stehen. Diese sind in den vergangenen sechs Monaten im Vergleich zum Vorjahr zurückgegangen.

Abb. 1: Da das Kupferangebot kontinuierlich zulegte und die Nachfrageindikatoren enttäuschten...



Quelle: Bloomberg, Unternehmensdaten, HSH Nordbank Economics

Abb. 2: ...kam die Kupferrallye vorübergehend ins Stocken
in US-Dollar/Tonne

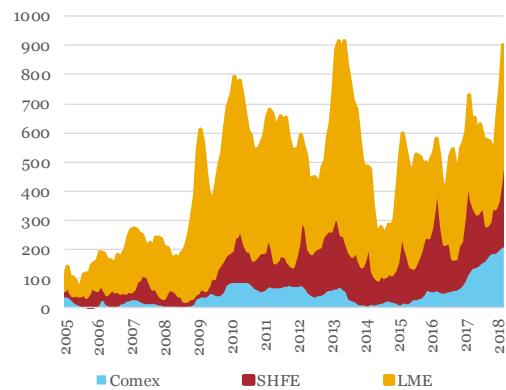


Quelle: LME, Bloomberg, HSH Nordbank Economics

Die Kombination aus einem starkem Angebots- und schwachem Nachfragewachstum hat zu steigenden Lagerbeständen (Abb. 3) geführt. Der Lageraufbau sorgte für eine Ausweitung der „timespreads“ (Differenzen zwischen den Kontrakten mit unterschiedlicher Laufzeit, Abb. 4) – ein Signal für einen gut versorgten Markt – und führte somit zu rückläufigen Preisen.

Abb. 3: Hohe und zuletzt weiter gestiegene globale Kupferlagervorräte an Warenterminbörsen (LME, Comex, SHFE)...

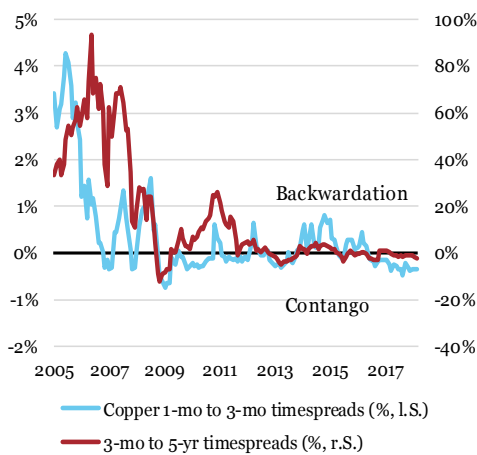
in US-Dollar/Tonne



Quelle: LME, SHFE, Comex, HSH Nordbank Economics

Abb. 4: ...lasteten auf "timespreads"

in %



Quelle: LME, Bloomberg, HSH Nordbank Economics

Darüber hinaus zeigten sich die Kupfermärkte nicht immun gegen die zwischenzeitliche Zunahme der Volatilität an den Kapitalmärkten. So kam es zunächst Anfang Februar zu einem Ausverkauf an den Kapitalmärkten aufgrund gestiegener Inflationssorgen in Folge eines sehr guten US-Arbeitsmarktberichts. Dann folgte Anfang März eine weitere Phase hoher Volatilität, nachdem die US-Regierung zunächst Zölle auf Stahl und Aluminium und wenig später auch auf Warenimporte aus China im Umfang von mehr als 50 Mrd. Euro ankündigte. Im Gegenzug kündigte die chinesische Regierung Zölle aus US-Waren im gleichen Umfang an. Kupfer selbst dürfte unmittelbar wenig von den Zöllen betroffen sein. Sollte es allerdings zu einer Wachstumsverlangsamung der Weltwirtschaft und der chinesischen Volkswirtschaft (Chinas Anteil am weltweiten raffinierten Kupferverbrauch beträgt mehr als 50 %) für deren „Wohlbefinden“ Kupfer gerne als Indikator herangezogen wird, würde dessen Preis sicherlich stärker unter Druck geraten.

Gegenwind für Kupfer nur temporär

Trotz der seit Januar 2018 zu beobachtenden Abwärtsbewegung beim Kupferpreis sind wir aus drei Gründen weiterhin der Überzeugung, dass die Kupferrallye, die Mitte vergangenen Jahres richtig Fahrt aufnahm, sich in Kürze wieder fortsetzen wird. Erstens dürfte die scheinbare Verschlechterung der Fundamentaldaten von Angebot und Nachfrage vor allem auf saisonale Faktoren zurückzuführen sein. Das diesjährige chinesische Neujahrsfest (CNJ) war später datiert als in den Vorjahren und verzögerte die nach dem Neujahrsfest üblicherweise zu beobachtende Nachfragebelebung. Darüber hinaus fand im März der jährliche Nationale Volkskongress statt, bei dem der Umweltschutz zu einer der wichtigsten politischen Prioritäten erklärt wurde und vor allem die nachgelagerte Metallnachfrage noch weiter verzögerte.

Die Abbildungen 5 und 6 zeigen die chinesischen Stahl- und Kupferlagerbestände in den Wochen vor und nach dem chinesischen Neujahr (zwischen dem 21.1.-21.2.). Sie zeigen, dass die diesjährige Entwicklung nicht außergewöhnlich stark von der historischen Entwicklung abweicht, obwohl der Aufbau der Stahllagerreserven schneller voranging als in früheren Jahren.

Zweitens sind die Sorgen über eine Verlangsamung des globalen Wachstums wahrscheinlich übertrieben. Zum Beispiel wurden die schwächer als erwarteten europäischen Daten teilweise von wetterbedingten Problemen beeinflusst und die enttäuschenden japanischen Daten zur Industrieproduktion waren wahrscheinlich Folge des späteren chinesischen Neujahrsfests. China ist ein wichtiger Absatzmarkt für japanische Industriegüter. Darüber hinaus trat das bekannte Q1-Residual-Saisonalitätsproblem (d.h., dass bereits saisonbereinigte Daten noch immer Saisonalitätsmerkmale enthalten) in den USA erneut auf. So expandierte die US-Wirtschaft im ersten Quartal mit einer Rate von 2 % QoQ (annualisiert). Unabhängig davon dürften die fundamentalen Wachstumskräfte, einschließlich der Finanzmarktbedingungen, weiterhin konstruktiv bleiben und somit auch die Wachstumsaussichten für 2018.

Abb. 5: Rohstahllagerbestände stiegen größtenteils im Rahmen des Vorjahres im Vorfeld des chinesischen Neujahrsfestes an...

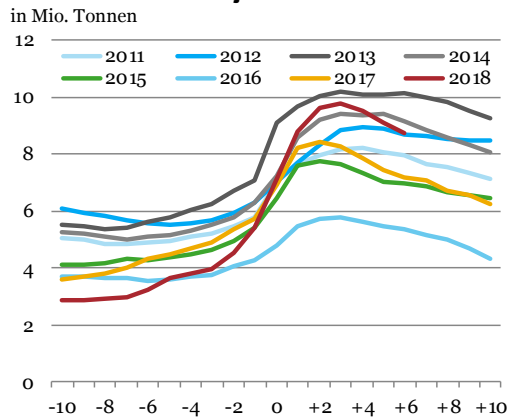
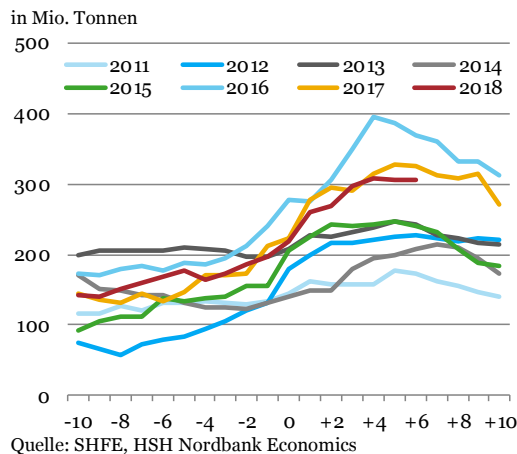


Abb. 6: ...ebenso die Kupferlagerbestände

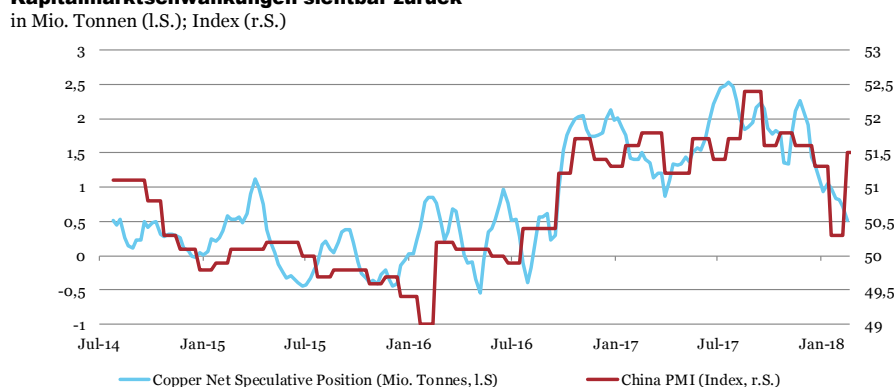


Für 2018 rechnen wir mit einer Zunahme der Nachfrage nach raffiniertem Kupfer weltweit um rund 2,8 % YoY. Dies ist deutlich niedriger als das durchschnittliche Wachstum i.H.v. 3,6 % in den vergangenen fünf Jahren, womit wir auch der gezielten Abkühlung der wirtschaftlichen Dynamik in China Rechnung tragen. Wir erwarten nunmehr ein Wachstum in der Volksrepublik von 6,4 % im laufenden Jahr. Anzumerken ist allerdings, dass wir im Vergleich zum Marktkonsens (6,5-6,6 %) pessimistischer hinsichtlich der BIP-Entwicklung eingestimmt sind und daher durchaus positive Überraschungen bei der Kupfernachfrage möglich sind.

In Bezug auf die Handelspolitik bleiben die Unsicherheiten weiterhin groß. Wir erwarten jedoch nicht, dass die Handelskonflikte in einem breit angelegten Handelskrieg münden (siehe hierzu Finanzmarktrends vom 27. März 2018, Editorial). Andernfalls käme es zu einer Verlangsamung der Handelsströme der Weltwirtschaft, dürfte die Kupfernachfrage negativ getroffen werden.

Die damit verbundene Unsicherheit hatte in den vergangenen Monaten spürbare Auswirkungen auf die Stimmungen von Verbrauchern und Unternehmern. So wurden beispielsweise sowohl in den westlichen Industrieländern als auch in China zwischenzeitlich spürbare Rückgänge bei den Einkaufsmanagerindizes – wobei insbesondere die chinesischen PMIs als ein Proxy zur Messung der lokalen Kupfernachfrage verwendet wird – verzeichnet. Parallel hierzu war ein Rückgang spekulativer Netto-Long-Positionen zu beobachten.

Abb. 7: Spekulative Netto-Long-Positionen als auch PMI-Daten gingen im Zuge der Kapitalmarktschwankungen sichtbar zurück



Diese Beziehung zwischen chinesischen PMI-Daten und Kupferpositionierungen ist nicht neu: In der Vergangenheit war eine stabile positive Korrelation zwischen der Stimmung der Einkaufsmanager und Netto-Long-Positionen zu beobachten. Angesichts der zuletzt der im April gestiegenen PMI-Daten bestehen von dieser Seite sehr gute Chancen, dass

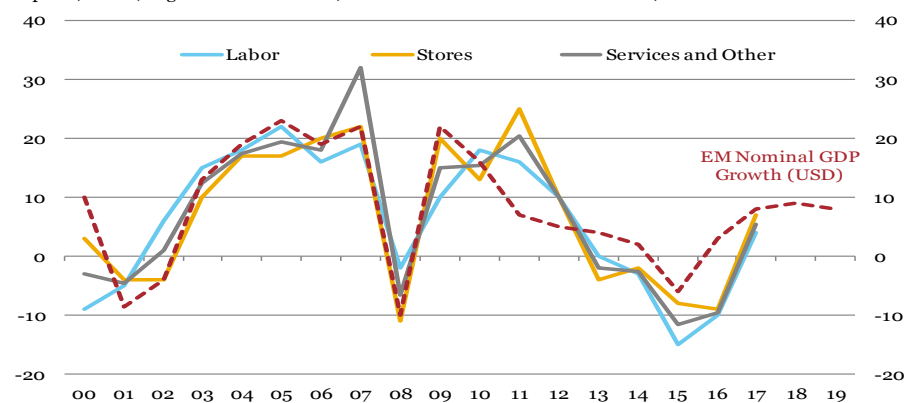
der Kupferpreis in den kommenden Wochen wieder zulegen dürfte und die im Dezember erreichten Höchststände übertreffen könnte, sollten die Marktteilnehmer ihre Positionierungen wieder ausweiten und somit die Preise anschieben.

Weitere Kosteninflation bei Minenproduktion erwartet

Nun, da die Kupferpreise in den vergangenen zwei Jahren bereits um knapp 50 % gestiegen sind, gehen wir davon aus, dass Minenbetreiber in den nächsten Jahren mit steigendem Kostendruck rechnen müssen. In den Jahren 2015 und 2016 sanken die variablen Kosten in den Kupferminen aufgrund der niedrigen Energiepreise und der Abwertung der Schwellenländerwährungen stark. In 2017 endete diese Kostendeflation. Abbildung 8 zeigt die starke Korrelation zwischen den Kostenkomponenten eines Minenbetreibers in lokaler Währung und der nominalen BIP-Wachstumsrate in US-Dollar.

Abb. 8: EM BIP-Wachstum deutet auf Kosteninflation in Kupferminen hin

Kapital-, Lohn-, Lager- & Servicekosten, YoY Wachstum in Produktionskosten, %



Quelle: Wood Mackenzie, HSH Nordbank Economics

Das historische Muster deutet darauf hin, dass, wenn das nominale Wachstum in den Emerging Markets, möglicherweise aufgrund der höheren Rohstoffpreise, an Fahrt gewinnt, häufig zu steigenden Produktionskosten führte. So stiegen in der Vergangenheit die Lohnkosten, die Abgaben an Regierungen und Behörden sowie die zu zahlenden Preise an Dienstleister an. Auch in diesem Zyklus ist wohl mit Kostenanstiegen von 8 bis 10 % p.a. zu kalkulieren. Dies sollte auch den Kupferpreisen Auftrieb verleihen.

Strukturell bullish bei Kupfer

Angesichts des signifikanten Preisanstiegs bei Kupfer in den vergangenen beiden Jahren von knapp 50 % wird nun von zahlreichen Marktteilnehmern mit einer sichtbaren Reaktion im Kupferminenangebot gerechnet. Zwei Aspekte zeigen jedoch, dass diese Befürchtungen unbegründet sind: Erstens wurde in den vergangenen fünf Jahren ein starker Rückgang der Investitionen in Industriemetall- und Mining-Sektoren verzeichnet. Bei Kupfer gingen die (Capex-) Investitionen seit 2013 um knapp 60 % zurück und in den vergangenen beiden Jahren wurden zugleich kaum neue Projekte genehmigt. Dies deutet daraufhin, dass sich das Wachstum des Minenangebots von hier aus verlangsamen wird. Daher sind neue Investitionen erforderlich, um neue Produktionsquellen zu erschließen und mittelfristig strukturelle Defizite zu vermeiden, da zu Preisanstiegen führen können.

Abb. 9: Die Investitionen gingen in den Mining-Sektor gingen in den vergangenen Jahren um 60-70 % zurück

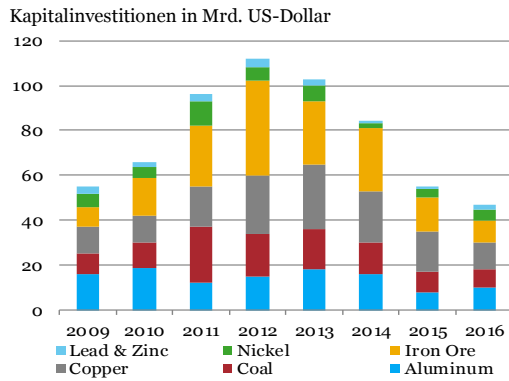
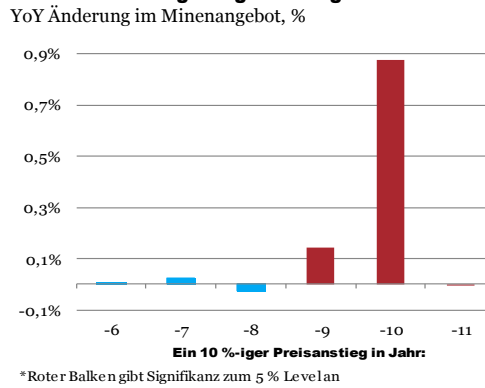


Abb. 10: Kupferminenangebot reagiert erst mit 9-10 Jahren Verzögerung auf steigende Preise



Zweitens ist die Vorlaufzeit eines solchen Projekts extrem lang. Abbildung 4 zeigt, dass in der Vergangenheit das Kupferminenangebot auf einen signifikanten Preisanstieg erst mit einer Verzögerung von 9 bis 10 Jahren reagiert hat. Dies ist vor allem auf die hohen Kapitalanforderungen und technologische Schwierigkeiten bei der Erschließung einer Kupfermine zurückzuführen.

Preisausblick

Noch sind gegenwärtig nicht alle Ampeln am Kupfermarkt auf Grün geschaltet. So sind beispielsweise die Kupferbestände in Lagerstätten an den Warenterminbörsen (LME, Comex, SHFE) gegenwärtig noch weit von einem als „normal“ geltenden Niveau, wie z.B. den saisonalen Fünfjahresdurchschnitt, entfernt. Angesichts der hohen Lagerbestände preist der Markt auch zurzeit keine physische Knappheit ein, wie gut an den „timespreads“ entlang der Kupfer-Kontraktkurve zu erkennen ist. Dennoch gibt es mehrere Gründe, die kurz- und mittelfristig positive Impulse aussenden dürfte: (1) Aufgrund des verspäteten chinesischen Neujahrsfest erwies sich die Kupfernachfrage im ersten Quartal recht schwach, wodurch ein signifikanter Lageraufbau zu beobachten war, der auf den Preisen lastete. Mit dem nun saisonal höheren Wachstum in den kommenden Monaten, rechnen wir mit einem Abbau der Bestände und folglich mit Rückenwind für die Kupferpreise. (2) Angesichts des kräftigen Wachstums in den Schwellenländern, insbesondere unter den Rohstoffexporteuren, erwarten wir einen Anstieg der Produktionskosten. Die höheren Produktionskosten dürften unserer Ansicht nach als eine Art Preisuntergrenze wirken. (3) Die spekulativen Kupfermarktpositionierungen gingen in den vergangenen Monaten im Zuge (temporär) schwacher chinesischer Stimmungskennzeichen zurück. Nun, da die chinesischen PMI-Daten für das verarbeitende Gewerbe zuletzt oberhalb der Expansionsgrenze wieder zugelegt haben, rechnen wir wieder mit einem Aufbau der Marktpositionierungen. In der Vergangenheit gab es eine positive Korrelation zwischen spekulativen Positionen und Kupferpreisentwicklung. Daher rechnen wir auch von dieser Seite mit einem positiven Impuls.

Darüber hinaus sind wir bei Kupfer strukturell sehr „bullish“ eingestimmt, denn in den vergangenen Jahren waren die Investitionen in die Erschließung neuer Minen stark rückläufig. Gleichzeitig beansprucht eine Erweiterung einer bestehenden Kupfermine mehrere Jahre. Bei einem echten Greenfieldinvestment können von der Projektgenehmigung bis zur Finalisierung durchaus bis zu zehn Jahre vergehen. Dies deutet daraufhin, dass sich das Wachstum der Minenversorgung von hier aus rückläufig sein wird, bei einem weiterhin robusten Wachstum.

Daher sind wir mittelfristig zuversichtlich, dass die Kupferpreise die psychologisch wichtige Marke von 8000 US-Dollar/Tonne überschreiten werden.

IMPRESSUM

HSH NORDBANK AG

HAMBURG: Gerhart-Hauptmann-Platz 50, 20095 Hamburg, Telefon 040 3333-0, Fax 040 3333-34001

KIEL: Martensdamm 6, 24103 Kiel, Telefon 0431 900-01, Fax 0431 900-34002

REDAKTION UND VERSAND

Volkswirtschaft & Research

Dr. Cyrus de la Rubia
Chefvolkswirt
Tel.: 040-3333-15260

Sintje Boie
Analystin
Tel.: 040-3333-12820

Volker Brokelmann, CFA
Credit Analyst
Tel.: 040-3333-12249

Jan Edelmann
Analyst
Tel.: 040-3333-15206

Marius Schad
Analyst
Tel.: 040-3333 -15205

Thomas Miller, CFA
Credit Analyst
Tel.: 040-3333-12056

Redaktionsschluss dieser Ausgabe: 8. Mai 2018

WEITERE ANSPRECHPARTNER DER HSH NORDBANK

Sparkassen & Financial Institutions

Thomas Benthien
Tel.: 0431-900-25000

Wealth Management

Thomas Boss
Tel. 040-3333-13652

Sales Corporates and Real Estate

Kristin Ehrhorn
Tel.: 0431-900-25152

Ulrike Fränkel
Tel. 040-3333-14221

Sales Shipping, Energy & Infrastructure

Stefan Masannek
Tel.: 0431-900-25550

Stephan Hintze
Tel. 040-3333-12786

Debt Capital Markets

Jan Eibich
Tel.: 0431-900-25311

Disclaimer

Die in dieser Publikation enthaltenen Marktinformationen sind zu allgemeinen Informationszwecken erstellt worden und ausschließlich zur Information bestimmt. Sie ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Information oder Beratung. Es handelt sich hierbei nicht um eine Kauf- oder Verkaufsaufforderung. Die HSH Nordbank AG weist darauf hin, dass die dargestellten Marktinformationen nur für Anleger mit eigener wirtschaftlicher Erfahrung, die die Risiken und Chancen des/der hier dargestellten Marktes/Märkte abschätzen können und sich umfassend aus verschiedenen Quellen informieren, bestimmt sind. Die in dieser Publikation enthaltenen Aussagen und Angaben basieren auf Informationen, die die HSH Nordbank AG gründlich recherchiert bzw. aus allgemein zugänglichen, von der HSH Nordbank AG nicht überprüfbaren Quellen, die sie für verlässlich erachtet, bezogen hat: Die HSH Nordbank AG hält die verwendeten Quellen zwar für verlässlich, kann deren Zuverlässigkeit jedoch nicht mit letzter Gewissheit überprüfen. Die einzelnen Informationen aus diesen Quellen konnten nur auf Plausibilität überprüft werden, eine Kontrolle der sachlichen Richtigkeit fand nicht statt. Zudem enthält diese Publikation **Schätzungen und Prognosen, die auf zahlreichen Annahmen und subjektiven Bewertungen sowohl der HSH Nordbank AG als auch anderer Quellen beruhen und lediglich unverbindliche Auffassungen über Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Herausgabe darstellen.** Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernehmen die HSH Nordbank AG und ihre Mitarbeiter und Organe keine Gewähr für Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen und Prognosen.

Dieses Dokument kann nur gemäß den gesetzlichen Bestimmungen in den jeweiligen Ländern verteilt werden, und Personen, die im Besitz dieses Dokuments sind, sollten sich über die anwendbaren lokalen Bestimmungen informieren.

Diese Unterlagen enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentliche Angaben und können von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Weder die HSH Nordbank AG noch ihre Organe oder Mitarbeiter können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Publikation oder ihrer Inhalte oder sonst im Zusammenhang mit dieser Publikation entstanden sind.

Die HSH Nordbank AG weist darauf hin, dass eine Weitergabe der vorliegenden Materialien an Dritte nicht zulässig ist. Schäden, die der HSH Nordbank AG aus der unerlaubten Weitergabe dieser Materialien an Dritte entstehen, hat der Weitergebende in voller Höhe zu ersetzen. Von Ansprüchen Dritter, die auf der unerlaubten Weitergabe dieser Materialien beruhen, und damit im Zusammenhang stehenden Rechtsverteidigungskosten hat er die HSH Nordbank AG freizuhalten. Dies gilt insbesondere auch für eine Weitergabe dieser Publikation oder von Informationen daraus an U.S. Personen oder Personen in Großbritannien.

Es handelt sich hierbei um eine Publikation. Diese Publikation genügt nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegt nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen.

Die HSH Nordbank unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.