

## Marktkommentar Juni 2011



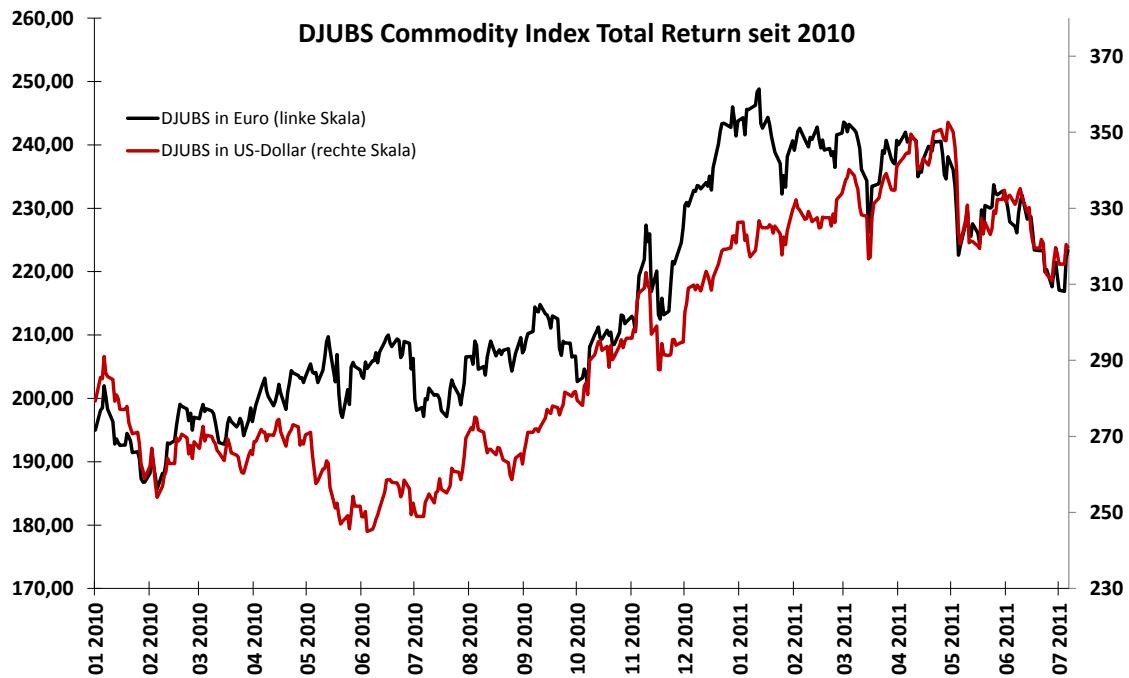
© 2011

Tiberius Asset Management AG  
*Alle Rechte vorbehalten*

## Performancerückblick: Unterbewertete Rohstoffe in Euro

Im Juni standen die Krisenländer der Eurozone erneut im Vordergrund. So kam es in Griechenland zu Massenprotesten gegen den Beschluss des Parlaments über drastische Haushaltskürzungen, um eine weitere Kreditauszahlung aus dem Rettungspaket der Europäischen Union zu empfangen. Besonders auffällig war jedoch, dass nun auch die Bonität Italiens zunehmend in Frage gestellt wird. So weitete sich die Zinsdifferenz zwischen 2-jährigen italienischen und deutschen Staatsanleihen seit Ende Mai um etwa 50bp auf aktuell knapp über 200bp aus. Angesichts dieses Hintergrundes präsentierte sich die europäische Einheitswährung erstaunlich widerstandsfähig und schloss den Juni mit einem leichten Plus bei 1,45 US-Dollar ab. Erst in den letzten Tagen scheint diese Stärke etwas nachzulassen, was - wie unten ausgeführt wird - aus unserer Sicht gerechtfertigt ist.

Die Rohstoffmärkte waren vor dem Hintergrund enttäuschender Konjunkturdaten in schwacher Verfassung. Die drei großen Rohstoffindizes, Dow Jones UBS Commodity Index (-5,1%), Rogers International Commodity Index (-6,0%) und S&P Goldman Sachs Commodity Index (-6,1%) verloren deutlich. In Euro gerechnet haben Rohstoffe im ersten Halbjahr mehr als 10% abgegeben. Nach der steilen Rohstoffhause im Herbst 2010 werten wir diese Bewegung als eine akzentuierte Korrektur im Aufwärtstrend. Wie wir im Kapitel Marktperspektiven unten ausführen, sehen wir gute Gründe, dass die Rohstoffpreise in diesen Tagen ihren langfristigen Aufwärtstrend gegenüber der europäischen Einheitswährung wieder aufnehmen werden.



Unter den einzelnen Sektoren standen die Energie- und Agrarrohstoffe im Fokus. Für den Rohölkomplex versprach das OPEC-Meeting Anfang Juni neue Impulse. Im Vorfeld wurde eine Anpassung der Förderquote, vor allem der Saudi-Arabiens, nach oben erwartet, da die offiziellen Produktionsziele noch auf dem Krisenniveau Anfang 2009 liegen und die OPEC-Staaten den Markt bereits seit mehr als 18 Monaten mit deutlich mehr Öl versorgen. Die anderen OPEC-Staaten wollten Saudi-Arabien jedoch keine offizielle Erhöhung des Produktionsanteils zubilligen und das Treffen endete mit einem offenen Dissens. Die anschließende Kursrallye war aus unserer Sicht wenig nachvollziehbar, da der offene Konflikt innerhalb der OPEC die Angebotsdisziplin und Preismacht des Kartells infrage stellt. Bald setzte sich am Markt dann auch ein gewisser Pessimismus durch, der den Rohölpreis innerhalb einer Woche um gut zehn US-Dollar je Barrel fallen ließ. In diese Phase hinein kündigte die Internationale Energieagentur (IEA) am 24. Juni an, dass ihre Mitgliedsländer 60 Mio. Barrel an Rohöl und -produkten aus ihren strategischen Reserven freigeben wollen, um einer sich anbahnenden Produktknappheit während der nachfragestarken Sommermonate Einhalt zu gebieten und die Raffinerien zu einer höheren Auslastung zu bewegen. Dies ließ den Rohölpreis, insbesondere der Sorte Brent, nochmals kurzzeitig stark einbrechen.

Der Erdgaspreis brach nach anfänglichen Kursgewinnen im Juni ebenfalls ein. Binnen weniger Tage fiel US-Erdgas von 4,8 USD je mmBtu auf knapp 4,2 USD je mmBtu. Fundamental gibt es wenig Neues. Zumindest in 2011 dürfte sich infolge des unverminderten Produktionswachstums weiterhin

ein Marktüberschuss in den USA ergeben. Die Handelsspanne zwischen 4 und 4,8 USD je mmBtU dürfte kurzfristig erhalten bleiben. Bei den Metallen deuteten sich sowohl bei Industrie- als auch Edelmetallen Bodenbildungen an. Insbesondere die Industriemetalle haben in technischer Hinsicht ihre relative Schwächephase beendet und sollten in den nächsten Monaten zu den Gewinnern zählen.

Bei den Agrarrohstoffen galt für das erste Halbjahr: „Das dicke Ende kommt zum Schluss“. Am 30. Juni wurde vom US-Landwirtschaftsministerium (USDA) der Bericht über die US-Ackerflächenschätzungen sowie die quartalsweisen Lagerbestände veröffentlicht. Auf den Tag genau vor einem Jahr hatte dieser Bericht die enorme Getreide-Hausse des vergangenen Jahres eingeläutet. Dieses Jahr kam es jedoch genau umgekehrt. Während für Sojabohnen und Weizen die Schätzungen einigermaßen im Bereich der Erwartungen lagen, wurde für Mais eine deutlich höhere Ackerfläche von 92,3 Mio. Acres prognostiziert (die Konsensschätzung lag etwa bei 90,6 Mio. Acres). Was dem Maismarkt jedoch noch stärker zusetzte, war die Tatsache, dass die berichteten Lagerbestände um ca. 300 Mio. Bushel über der Konsensschätzung lagen. Dies führte letztlich dazu, dass Mais zum Halbjahresende ein „limit down“ verzeichnete, also eine Aussetzung des Handels aufgrund einer zu starken Abwärtsbewegung innerhalb eines Tages.

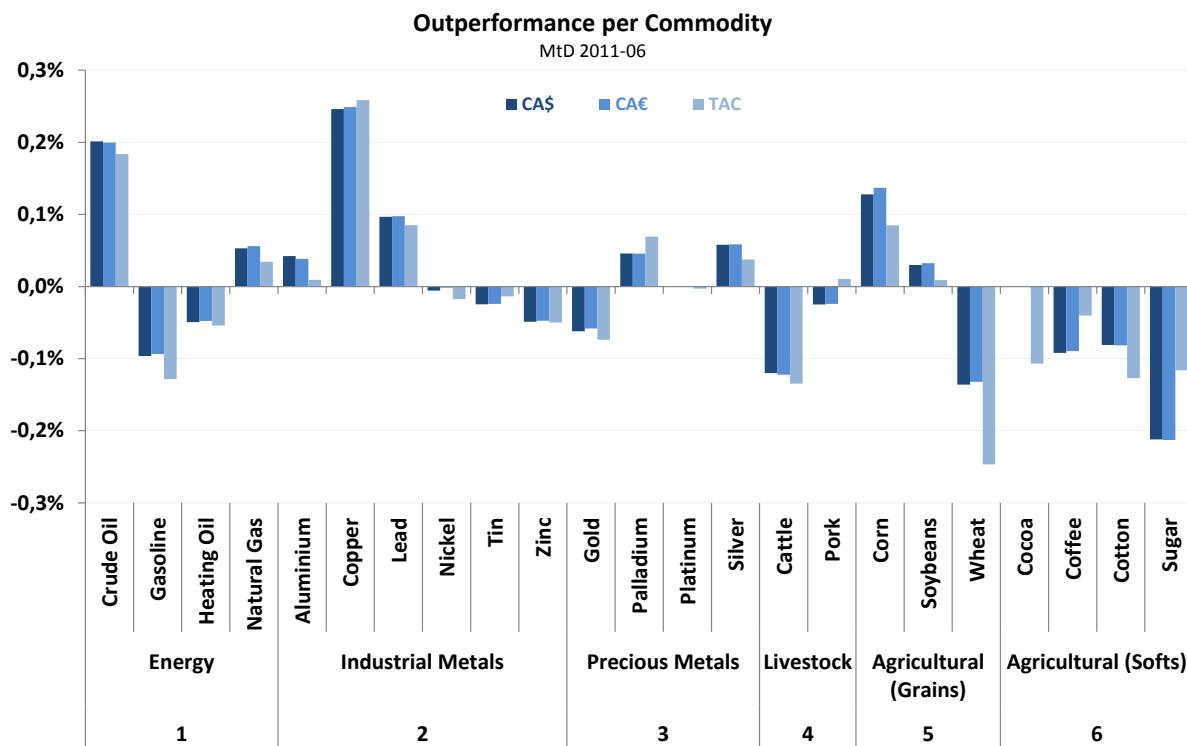
Bei Baumwolle schätzte das USDA eine über den Markterwartungen liegende bepflanzte Ackerfläche von 13,7 Mio. Acres. Am Ende lag das USDA ziemlich genau bei der Fläche, die wir bereits im März für das Jahr 2011 geschätzt hatten (13,5 Mio. Acres). Die letztlich geerntete Fläche dürfte jedoch deutlich geringer ausfallen, da aufgrund der extremen Trockenheit im Hauptanbaustaat Texas ein hoher Anteil der Pflanzen verkümmern dürfte. Allerdings wird die Ernte trotzdem ausreichen, um den Baumwollmarkt in einen deutlichen Überschuss während des Marketingjahres 2011/12 zu bringen. Baumwolle zählte im Juni mit -15,9% zu den schwächsten Rohstoffen in den Rohstoffindizes. Der große Gewinner des Monats war Zucker, wo es in Brasilien aufgrund von starken Regenfällen und logistischen Problemen in den Exporthäfen zu Verzögerungen bei der Vermarktung der Ernte kommt. Kurzfristig scheint hier tatsächlich eine gewisse Knappheit zu existieren, was sich in der squeezeartigen Aufwärtsbewegung des gerade ausgelaufenen Juli-Kontraktes manifestierte. Aus fundamentaler Sicht halten wir die Sorge um die brasilianische Ernte jedoch für deutlich übertrieben.

## Performance unserer aktiven Rohstoff-Fonds - Juni 2011

### Long Only Fonds

Unsere aktiven Long Only Fonds zeigten im Juni eine nahezu indexneutrale Entwicklung. Die beiden gegen den Dow Jones UBS Index gebenchmarkten Fonds – Commodity Alpha OP (CA\$) und Tiberius Commodity Alpha Euro OP (CA€) – verloren relativ zwischen 10 und 20 Basispunkten zu ihrem Vergleichsindex. Der Tiberius Active Commodity OP (TAC) verhielt sich mit einer relativen Performance von –0,4% ebenfalls recht ähnlich zu seinem Vergleichsindex, Rogers International Commodity Index. Da die Investitionsquote zwischen 96% und 100% gehalten wurde, gab es von dieser Seite keine nennenswerten, relativen Performancebeiträge.

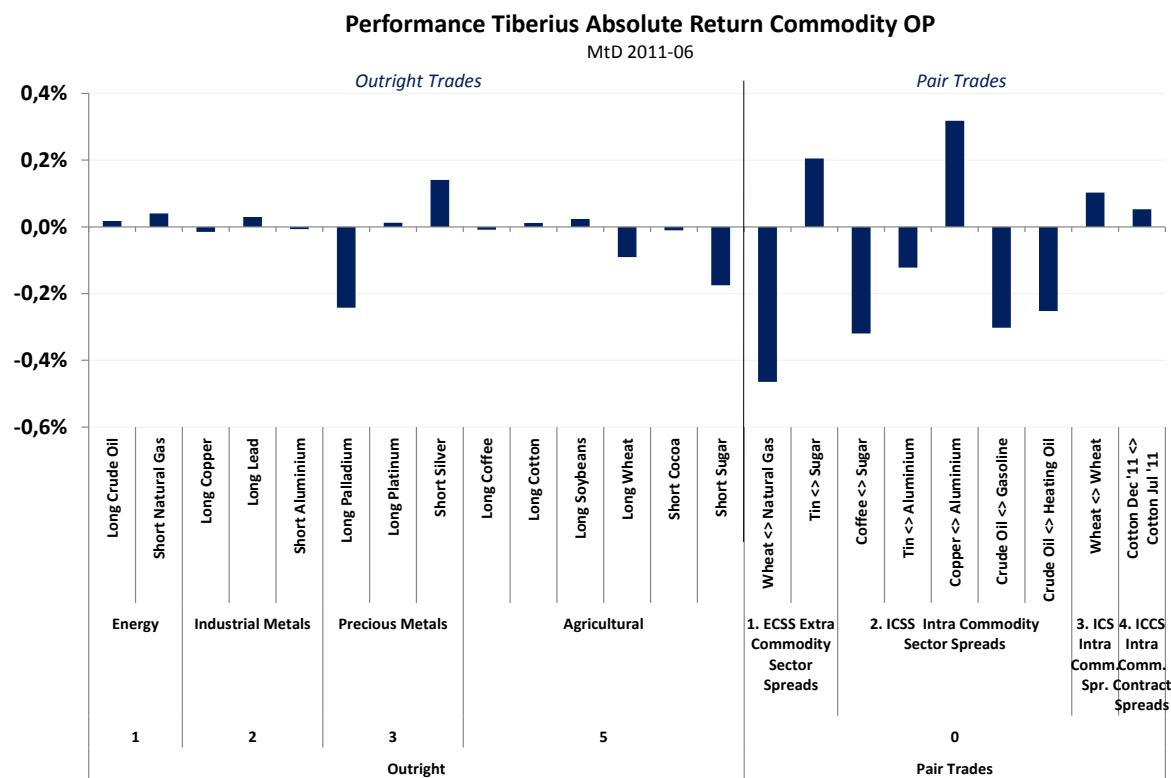
Bei der Rohstoffselektion gelang im Energiesektor ein leicht positives Ergebnis. Bei Rohöl wurde dies erzielt, indem längere Laufzeiten beigemischt wurden, die von der Kurvendrehung von Backwardation auf Contango überdurchschnittlich profitierten. Der Short der Produktkategorien Benzin und Heizöl zahlte sich hingegen nicht aus. Ein positives Ergebnis konnten wir auch bei den Industriemetallen erzielen. Wir waren bei Kupfer deutlich über- und dagegen bei Aluminium untergewichtet. Beides brachte im Juni positive Wertbeiträge. Tendenziell bauen wir unser Übergewicht bei den Industriemetallen, bei denen auch Blei ein positives relatives Ergebnis lieferte, weiter aus. Bei den Agrarrohstoffen wurden hingegen überwiegend negative Ergebnisse erzielt. Wir hatten Weizen leicht übergewichtet, da wir wetterbedingte Produktionseinbußen erwarteten. Diese Position geriet dann aber in den allgemeinen Markt Sell-Off und musste schließlich in der zweiten Junihälfte gestoppt werden. Die Verluste bei Weizen konnten durch die Untergewichtung von Mais noch ausgeglichen werden. Als verfrüht hat sich jedoch die Untergewichtung von Zucker herausgestellt, die die Long Only Fonds relativ zwischen 10 und 20 Basispunkten kostete.



## Long/Short Fonds

Unser Long/Short Fonds Tiberius Absolute Return Commodity OP (TAR) verzeichnete mit -1,06% im Juni einen negativen Monat und setzte damit den Schlusspunkt unter ein enttäuschendes erstes Halbjahr. Im Juni waren es erneut unsere langfristig ausgerichteten Spread-Trades, die den Fonds Performance kosteten. Dazu zählen vor allem die beiden Crack Spread Positionen Long WTI – Short Benzin und Long WTI – Short Heizöl. Obwohl die Fundamentaldaten zuletzt eher diesen Trade begünstigten, läuft die technische Entwicklung weiterhin gegen uns. Wir sind bei über 33 USD je Barrel im Crack Spread bei Heizöl und Benzin etwas ratlos, da in den Fundamentaldaten beider Produktkategorien und auch bei WTI nichts zu erkennen ist, was einen derartigen Spread auch nur annähernd rechtfertigen würde. Wir halten diesen Spread deswegen mit leicht reduzierter Position weiter durch. Die beiden anderen größeren Verlusttrades –Long Weizen gegen Short US-Erdgas (taktischer Trade) und Long Kaffee gegen Short Zucker wurden hingegen weitestgehend ausgestoppt. Auf der positiven Seite ist lediglich zu vermerken, dass unsere langfristige Positionierung bei den Industriemetallen (Long Kupfer gegen Short Aluminium), die im Juni wieder aufgenommen wurde, sich sofort ausgezahlt hat. Im taktischen Outright-Portfolio wurden im Juni nur kleinere Positionen gefahren. Die Verluste durch eine Long-Position bei Palladium konnten durch den gleichzeitigen

Short von Silber nahezu ausgeglichen werden. Eine Short-Position in Zucker wurde mit geringen Verlusten ausgestoppt.



Aus unserer Sicht existieren derzeit einige langfristige attraktive Trades (Rohöl-Benzin, Rohöl-Heizöl, Kupfer-Aluminium, Zinn-Zucker, Palladium-Silber, Weizen/Sojabohnen-Mais, Platin-Erdgas sowie Calendar Spreads bei Benzin, Zucker und Mais), die aber noch nicht voll gewichtet werden können, da technisch noch widersprüchliche Signale vorliegen und einzelne Positionen zuletzt aus Risikogesichtspunkten reduziert werden mussten. Wir gehen aber nach wie vor von einer deutlich besseren zweiten Jahreshälfte aus. Das Anlageziel des Fonds für das Gesamtjahr liegt unverändert bei 5% über Geldmarkt.

## Marktperspektiven

### **Konjunkturperspektiven: Im Westen nichts Neues**

Die Konjunkturdaten in den westlichen Industriestaaten dümpelten auch im Juni seitwärts. Wie bereits im letzten Marktkommentar ausgeführt, lässt sich eine größere Abwärtswelle nicht erkennen. Pessimismus, wie er sich in den Schätzungen einzelner Marktteilnehmer widerspiegelte, hielten und halten wir für unangebracht. Typisch für das kurzfristig überzogen negative Sentiment waren die Konsensschätzungen für den amerikanischen Einkaufsmanagerindex, der nach 53,5 Punkten im Mai für Juni mit durchschnittlich 51 Punkten erwartet wurde. Die Ende Juni tatsächlich veröffentlichte Zahl lag dann bei 55,3 Punkten. Umgekehrt gibt es jedoch für allzu große Hoffnungen ebenfalls keinen Anlass. Die vorlaufenden Komponenten, wie z.B. die Auftragseingänge, verharren auf einem, im Vergleich zu den nachlaufenden Komponenten (z.B. die Lagerentwicklung), unattraktivem Niveau. Das reale US-Wirtschaftswachstum dürfte im zweiten Quartal annualisiert um 2% gelegen haben, im dritten Quartal erwarten wir einen moderaten Anstieg auf knapp 2,5% bis 3%. In Europa bleibt die Entwicklung zweigeteilt. Relativ schwach fällt das Wachstum in den Euro-Peripheriestaaten, die unter einem Zinsanstieg zu leiden hatten, aus. Deutschland präsentiert sich hingegen nach wie vor als die Insel der Seligen. Zwar kommen auch hier laut der Umfrage des Münchener IFO-Instituts die Konjunkturerwartungen leicht zurück, die Einschätzung der aktuellen Lage blieb im Juni 2011 aber auf einem sehr hohen Niveau.

In Asien scheint sich auf den ersten Blick die Konjunktur in China deutlich abgekühlt zu haben. Der Einkaufsmanagerindex für China wurde zuletzt mit 50,9 Punkten berichtet, eine auch für das traditionell schwächere zweite Quartal unterdurchschnittliche Zahl. Vordergründig scheint die restriktivere Geldpolitik eine drosselnde Wirkung auszuüben. Für das dritte Quartal gibt es jedoch einige Hinweise, dass ein Abgesang auf die chinesische Konjunktur verfrüht ist. Erstens dürfte sich die Einstellung der Geldpolitik wieder etwas lockern. Chinesische Offizielle hatten zuletzt ihre Zufriedenheit über die Wirkung der geldpolitischen Maßnahmen zum Ausdruck gebracht. Die Inflation sei nun wieder unter Kontrolle, auch wenn im Juni noch einmal ein hoher Wert von 6,4% p.a. berichtet wurde. Unserer Meinung nach weiß die chinesische Wirtschaftspolitik um die Fragilität der heimischen Konjunkturentwicklung und will ein Überdrehen der Zinsschraube in jedem Fall vermeiden. So lange jedoch die Realzinsen um die Null verharren, ist ein weiterer Rückgang der chinesischen Wirtschaftsleistung relativ unwahrscheinlich. Zweitens wirkt auch die Stabilisierung der

japanischen Wirtschaft positiv auf China zurück. Nachdem die Industrieproduktion im März und April infolge des verheerenden Tsunamis eingebrochen war, zeigte sich im Mai und Juni ein starkes Wachstum. Und drittens deutet auch die positive Entwicklung der Basismetallpreise auf eine wieder anziehende chinesische Konjunktur hin. Seit wenigen Wochen werden in China für Kupfer und andere Metalle wieder hohe physische Prämien bezahlt, die Terminstruktur der Shanghaier Kupferbörsen flirtet wieder mit Backwardation. Alles in allem sehen wir die Preise der Industrierohstoffe vom makroökonomischen Umfeld her nach wie vor als gut unterstützt an.

## Währungen

Wir können unsere Aussage der letzten Marktkommentare an dieser Stelle nur wiederholen: Der Euro ist bei einem Wechselkurs von knapp 1,45 USD je Euro deutlich überbewertet. Gegenüber der US-Devise fällt das nur deswegen nicht richtig auf, da das Sentiment gegenüber dem US-Dollar noch schlechter ist als gegenüber der europäischen Gemeinschaftswährung. Aus unserer Sicht ist das wirtschaftspolitische Unvermögen der Regierung Obama und der US-Notenbank unter Ben Bernanke jedoch weitgehend eingepreist. Ein mögliches Scheitern der Europäischen Währungsunion jedoch noch nicht. Dies ist in den letzten Wochen aber immer wahrscheinlicher geworden, nachdem mit Italien sich zum ersten Mal ein wirtschaftliches Schwergewicht der Eurozone angegriffen sieht. Und die italienische Wirtschaftslage liefert der Spekulation nahezu so viele Angriffspunkte wie Griechenland. Das Land weist ein starkes wirtschaftliches Gefälle zwischen Nord und Süd auf. Die Staatsverschuldung ist nach Griechenland die höchste. Die höchsten Regierungsvertreter, darunter Regierungspräsident Berlusconi und Finanzminister Tremonti, stehen unter Korruptionsverdacht. Ähnlich wie in Griechenland leidet der italienische Bankensektor unter einem schlechenden Vertrauensverlust. Die Einlagen bei italienischen Banken gingen zuletzt immer schneller zurück, die Performance der italienischen Banken deutet auf einen beginnenden Bankenrun hin.

Das gesamte geldpolitische System der EZB geriete ins Wanken, wenn italienische Anleihen nur noch mit Abschlägen als Collateral für Verpflichtungen bei der EZB akzeptiert würden. Und dies in einer Situation, wo durch einen möglichen Default griechischer Anleihen ohnehin schon ein Vermögensschaden für die EZB droht. Wir hatten in vielen Kommentaren darauf hingewiesen, dass wir es für einen großen Fehler halten, die EZB, die sich in den vergangenen 10 Jahren eine hohe Reputation erarbeitet hat und zurecht als ein möglicher Gegenentwurf zum amerikanischen Fed-System gehandelt wurde, in die europäische Schuldenkrise mit hineinzuziehen. Dass die EZB im Mai

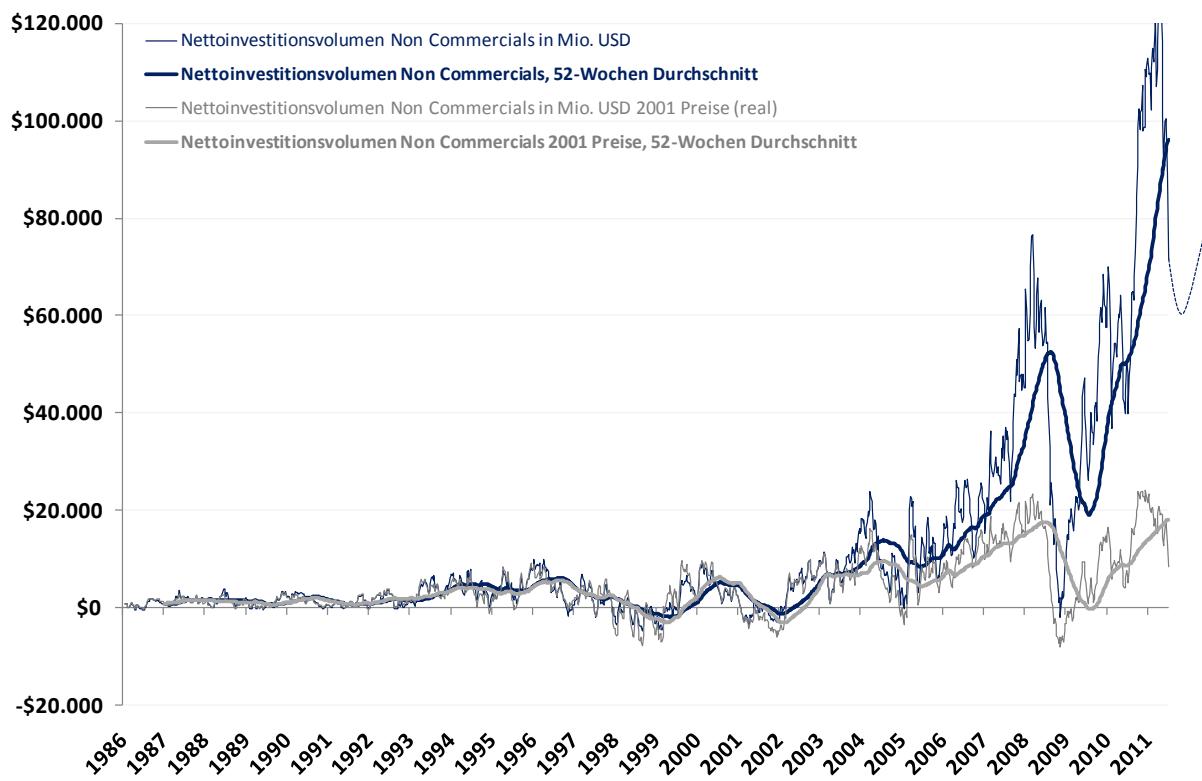
2010 kurzfristig Staatsanleihen in Not geratener Euro-Staaten kaufte, um Marktverwerfungen zu glätten, halten wir als Notmaßnahme für vertretbar. Im Anschluss hätte jedoch die europäische Politik dafür sorgen müssen, die betreffenden Anleihen von der EZB in einen Rettungsschirm umzubuchen, um im Falle eines Scheiterns wenigstens die Zentralbank unbeschädigt zu halten. Mittlerweile erscheint die EZB ebenfalls ein Gefangener der europäischen Schuldenkrise. Damit sitzt sie im gleichen Boot wie viele europäische Privatbanken, die bisher nur einen kleinen Teil der Verluste der Finanzkrise 2008 abgeschrieben haben und sich nun mit zusätzlichen Verlusten konfrontiert sehen. Eine erneute europäische Bankenkrise halten wir in den kommenden 12 Monaten für sehr wahrscheinlich.

Wie nervös Regierungs- und Bankvertreter mittlerweile sind, zeigt die harsche Reaktion auf die von Moody's vorgenommene Rating-Herabstufung Portugals. Unisono wurde die Rating-Verschlechterung als unangemessen gegeißelt. Dabei hatte man den Rating-Agenturen in den vorangegangenen Krisen eine zu rosige Sicht der Dinge vorgeworfen, während man nun einen ungerechtfertigten Pessimismus unterstellt. Wir wollen betonen, dass wir die Gründung einer europäischen Rating-Agentur keinesfalls für eine gute Lösung dieses Problems halten. Im Gegenteil: ein Grunddilemma des europäischen Systems ist, dass die entscheidenden Akteure ihr Anlageverhalten ohne Not an die Einschätzung Dritter gebunden haben. Dieses prozyklische Verhalten, das von der Regulierung teilweise sogar eingefordert wird, hat sich schon in den Finanzkrisen 2002 und 2008 als ein entscheidender Schwachpunkt herausgestellt. Solange die Branche nicht in der Lage ist, diesen prozyklischen Regulierungsansatz zu unterbinden, bleibt der Teufelskreislauf aus Rating-Verschlechterungen, prozyklischen Verkäufen und Spekulation erhalten.

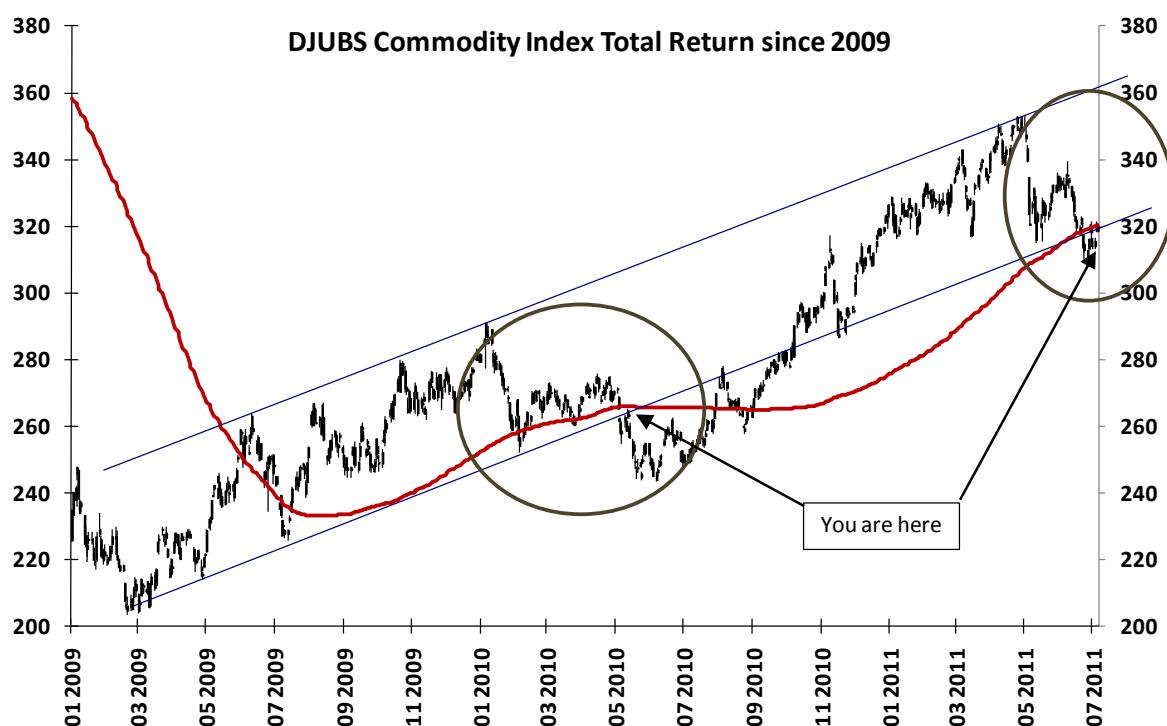
Im Moment können wir keinen konsistenten Politikvorschlag erkennen, der geeignet wäre, die Krisen in den Euro-Peripherieländern und Italien zu beenden. Dementsprechend rechnen wir mit weiteren Rating-Verschlechterungen und dadurch induzierten Anstiegen der Risikoprämien. Der Euro sollte in diesem Umfeld gegenüber den wichtigsten Währungen und auch gegenüber Rohstoffen (s.u.) deutlich abwerten. Auf der anderen Seite deutet der US-Dollar gegenüber wichtigen Währungen (Schweizer Franken, Japanischer Yen, Australischer Dollar, Kanadischer Dollar) eine Bodenbildung an. Wir erwarten weiterhin eine Abwertung des Euro im ersten Schritt auf 1,35 USD je Euro. Anleger in unseren long only Rohstofffonds sollten überdenken, ob der Wechsel in eine (ungesicherte) USD-Shareklasse in den kommenden Monaten nicht eine höhere Vermögensdiversifikation gewährleistet als der Verbleib in einer Euro-Shareklasse.

## Rohstoffmärkte

Für die Rohstoffmärkte geben unsere Timing-Modelle derzeit unterschiedliche Signale. Wie oben ausgeführt, liefert das Frühindikatorenmodell nach wie vor ein moderates Kaufsignal. Das zweite fundamentale Timing-Modell, die durchschnittliche Entwicklung der Rohstoff-Terminkurven, befindet sich ebenfalls noch im positiven Terrain, auch wenn sich die Attraktivität einzelner Terminkurven (Rohöl, Getreide, Soft Commodities) zuletzt abschwächte. Von fundamentaler Seite gibt es also nach wie vor ein Übergewichtungssignal, das jedoch von den technischen Timing-Modellen derzeit in Frage gestellt wird. Unser Kapitalfluss-Timing-Modell, das auf den US Commitments of Traders - Daten beruht, offenbarte zuletzt starke Abflüsse spekulativer Marktteilnehmer. Überwiegend handelte es sich um das Closing spekulativer Kaufpositionen, die in der Hause vom Herbst 2010 aufgebaut wurden. Wie von uns im letzten Marktkommentar vermutet, sind die Agrarrohstoffe besonders negativ getroffen. Hier ist erst etwa die Hälfte der Nettokaufpositionen rückabgewickelt. Dementsprechend könnte der Sell-Off in diesem Bereich noch anhalten. Bei den Industrie- und Edelmetallen jedoch sind die Kaufpositionen auf neutrale oder unterdurchschnittliche Werte gefallen, so dass wir hier eher Aufwärtspotenzial sehen.



Insgesamt stellt sich die Situation aus unserer Sicht ähnlich dar wie vor einem Jahr. Auch damals zeigten die technischen Modelle Verkaufssignale. Der gleitende 200-Tage-Durchschnitt, der sich im Backtesting als ein guter Signalgeber erwiesen hat, wurde im Sommer 2010 unterschritten, ebenso wie heute. Analog zum Sommer 2010 können wir uns leicht vorstellen, dass die konjunkturelle Unsicherheit noch ein paar Tage andauert und der DJUBS-Rohstoffindex vorerst unter der 200-Tage-Linie verweilt. Wir sind jedoch davon überzeugt, dass noch im dritten Quartal das erneute Überqueren des 200-Tage-Durchschnitts und die Rückkehr in den Aufwärtstrendkanal gelingen, da wir wie in 2010 aktuell keinen Konjunktureinbruch erkennen können.

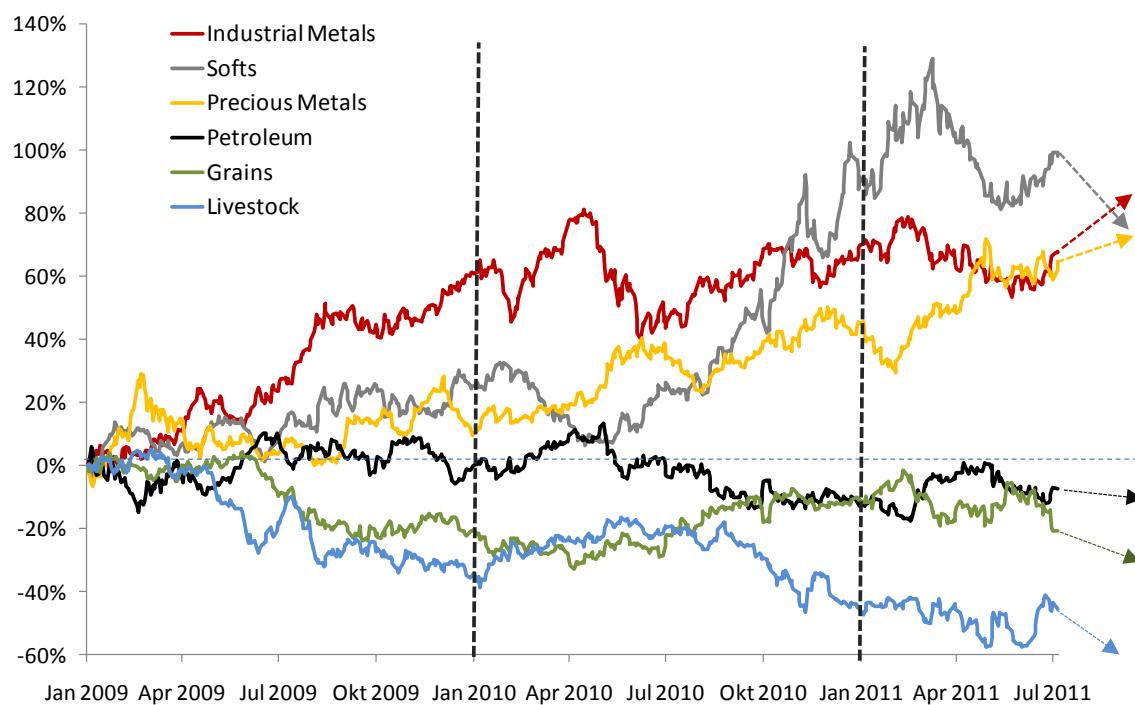


Die von uns erwartete Aufwärtsbewegung dürfte jedoch im Unterschied zu 2010 nicht von einem neuen Quantitative Easing-Programm, sondern vielmehr von Knappheit bei Industrierohstoffen angetrieben werden. Die Industriemetalle haben unserer Meinung nach ihren relativen Stärke Trend wieder aufgenommen. Unseres Erachtens werden gute Konjunkturdaten in der zweiten Hälfte des dritten Quartals vor allem Kupfer und Zinn unterstützen, denen wir vom heutigen Kursniveau mehr als 20% Performance zutrauen. Ähnliches gilt für die Edelmetalle, wobei wir hier Palladium und Platin am besten unterstützen sehen. Die Energierohstoffe dürften ebenfalls von der Konjunktur und Knappheit getragen werden. Durch die Maßnahme der Internationalen Energieagentur, einen Teil der strategischen Reserven in den Markt zu geben (s.u.) dürfte die sich abzeichnende Knappheit

jedoch tendenziell in das vierte Quartal verschoben worden sein, so dass wir in den kommenden Wochen einen relativen Seitwärtstrend erwarten. Die Agrarrohstoffe sehen wir hingegen relativ schwach. Die Soft Commodities Zucker und Baumwolle befinden sich in einem globalen Überschuss, was insbesondere die Perspektiven des relativ hoch stehenden Zuckerpreises belastet. Bei den Getreiden zeichnet sich bei Mais und Sojabohnen in den USA nach Anfangsschwierigkeiten (Überflutungen) ein normaler Ernteverlauf ab, der zumindest bei Mais für einen signifikanten Marktüberschuss sorgen sollte. Die Lagerbestände bei Weizen sind ausreichend hoch, um wetterbedingte Produktionseinbußen in den USA auffangen zu können. Durch den Rückgang der

Futtermittelpreise haben sich auch die Margen der Lebendvieh-Produzenten erheblich verbessert, so dass mittelfristig keine Angebotsknappheit zu befürchten ist. Nach dem Preissprung in den letzten Wochen sollte sich Lebendvieh in den kommenden Wochen leicht schwächer entwickeln als ein breiter Rohstoffindex.

Relative Performance der DJUBS Subindizes seit 01. Januar 2009



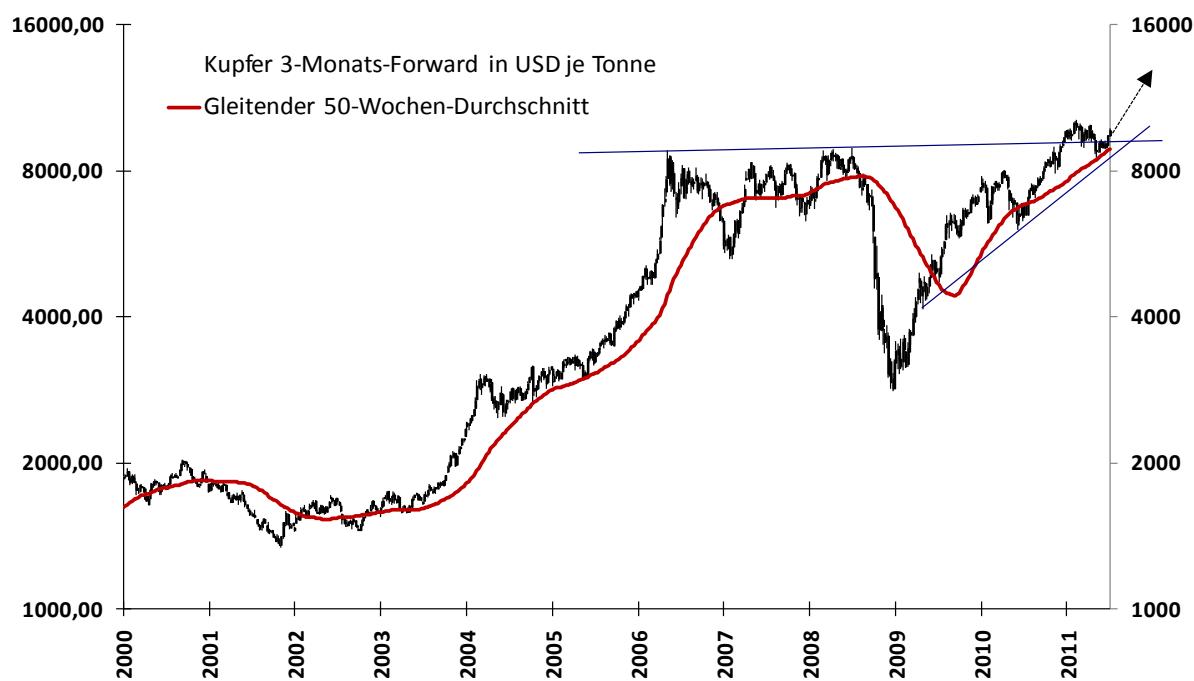
## Energiemarkt

Im Energiesektor halten wir in den nächsten Wochen an einer nahezu neutralen Gewichtung fest. Kurzfristig ist eine Unterversorgung des Marktes aufgrund der Lagerfreigabe seitens der IEA nicht zu erwarten. Allerdings halten wir die versuchte Manipulation des Ölpreises mithilfe der strategischen Reserve mittelfristig für einen Fehler der Verbraucherländer. Es ist eine eherne Regel der Wirtschaftspolitik, dass es für jedes Ziel eines eigenen wirtschaftspolitischen Instrumentes bedarf. Die strategischen Lager der Verbraucherländer können entweder als eiserne Notfallreserve oder als Instrument zur Beeinflussung des Ölpreises im Rahmen der Konjunkturankurbelung gebraucht werden. Beiden Zielen kann nicht gleichzeitig gedient werden. Die Internationale Energieagentur hat sich vor den Karren der erfolglosen amerikanischen Wirtschaftspolitik spannen lassen, nachdem diese ihre Munition (defizitfinanzierte Konjunkturprogramme, Quantitative Easing) weitgehend verschossen hat. Der Hinweis der IEA Libyen sei ein Notfall, der den Gebrauch der Notfallreserve rechtfertige, ist lächerlich. Schließlich hatte der Ölmarkt die Ereignisse in Libyen bereits vor Monaten eingepreist. Wir glauben, dass die Verauktionierung von 60 Mio. Barrel den Ölmarkt kurzfristig zu einem Seitwärtsmarkt zwischen 105 und 120 USD je Barrel bei Brent führt. Im vierten Quartal dürfte sich ohne erneute Lagerfreigabe der Verbraucherländer dann jedoch ein Defizit einstellen, das mit höheren Preisen einhergeht.

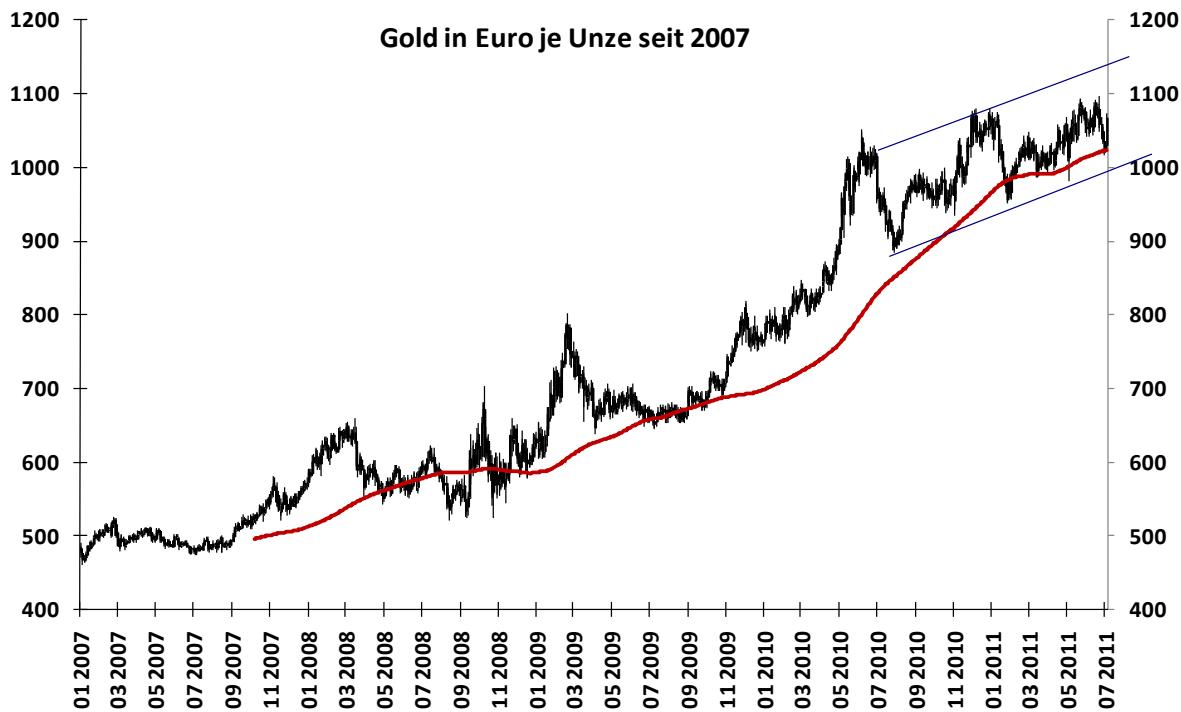
Bei den Crack Spreads deuten die wöchentlichen Lagerbestandsdaten des Department of Energy und die monatlichen Lagerdaten von EuroOil für Europa nach wie vor nicht auf eine besondere Knapheit bei den Produkten hin. Im Gegenteil: aufgrund durchschnittlicher (Produkte zu Brent) bzw. sehr hoher Crack Spreads (Produkte zu WTI) ist die Raffinerieauslastung in den USA derzeit relativ hoch. Dies wiederum führt zu einem graduellen Abbau der immer noch hohen Rohöllager in Cushing, dem Erfüllungsort von WTI. Die Crack Spreads müssten also eigentlich fallen. Dennoch sind sie in den letzten Tagen noch einmal weiter angestiegen. Der 3:2:1 Rohöl:Benzin:Heizöl Crackspread befindet sich bei über 33 USD je Barrel, ein unhaltbar hohes Niveau. Wir bleiben short, sehen uns aber aufgrund unserer Risikomanagementregeln zu einem partiellen Stopp Loss genötigt.

## Metalle

Die Industriemetalle zeigten zuletzt wieder eine relative Stärke, nachdem sie in der ersten Jahreshälfte noch underperformt hatten. Wir haben bereits Ende Juni die Basismetalle wieder übergewichtet, da wir, wie oben erläutert, *<momentan>* keine zyklische Konjunkturwende sehen. Aus unserer Sicht bietet der aktuell vorherrschende Konjunkturpessimismus eine gute Einstiegsgelegenheit. Sobald die makroökonomischen Daten aus Asien unsere Sichtweise bestätigen, werden wir die Position bei den Industriemetallen weiter aufstocken. Unsere Favoriten bleiben Zinn und Kupfer, die zuletzt eine Bodenbildung angedeutet haben.



Die Edelmetalle sehen wir ebenfalls positiv. Nachdem Gold in den letzten Monaten Schwierigkeiten hatte, sein Niveau gegenüber dem Euro zu behaupten, hat die Verschärfung der Italien-Problematik, den Goldpreis in Euro (und abgeschwächt auch in USD) nach oben befördert. Kurzfristig hat der Goldpreis in Euro noch Potenzial bis 1.150 Euro je Feinunze.



Die Getreide dürften sich nach dem Absturz im Juni in den nächsten Wochen zunächst um eine Bodenbildung bemühen. Weizen und Sojabohnen sollte dies auch gelingen. Beide Rohstoffe sind im Kassapreis sehr günstig gegenüber Mais bewertet. Bei Weizen ergibt sich durch die wetterbedingten Produktionseinbußen in den USA und weltweit ein Angebotsdefizit. Dieses reicht jedoch noch nicht aus, um die Lagerbestände auf kritische Werte zu drücken. Das Stocks to Use Ratio dürfte nach unseren Schätzungen von 34,2% auf 29,4% in den USA und von 26,7% auf 23,9% global fallen. Jedoch ist eine Fortsetzung des Abwärtstrends in diesem Umfeld wenig wahrscheinlich. Auch das fundamentale Umfeld für Sojabohnen ist noch relativ attraktiv. Sojabohnen haben in den USA Ackerfläche an Mais verloren. Die Ackerflächenschätzung des USDA für die USA fiel mit 75,2 Mio. Acres um ca. 1,3 Mio. Acres geringer aus als vom Markt erwartet. Dadurch dürfte das US-Stocks to Use Ratio bei einem niedrigen Wert von ca. 5% verharren. Allerdings sind die US-Exporte bei Sojabohnen tendenziell überzeichnet, da es auf globaler Ebene sehr gute Ernten gegeben hat und die Lager gut gefüllt sind. Bei Mais hingegen sehen wir weiteres Abwärtspotenzial. Die Anfangslagerbestände des Marketingjahres 2011/12 sind durch die vom USDA berichtete Abweichung um ca. 300 Mio. Bushel vom Marktkonsens höher als angenommen und mit 92,3 Mio. Acres wurde in den USA die zweitgrößte Fläche seit 1944 mit Mais bepflanzt. Die Produktionsschätzung des USDA ist dennoch verhalten, da nur ein geringer Ernteertrag von 158,7 Bushel je Acre unterstellt wird. Bei normalem Wetterverlauf könnte der durchschnittliche

Ernteertrag jedoch in der Nähe von 161-162 Bushel je Acre liegen, so dass sich ein deutlicher Anstieg des US-Stocks to Use Ratios von 5% auf 8% ergäbe. Zudem existieren immer noch spekulative Kaufpositionen. In den letzten Wochen wurden diese zwar deutlich reduziert. Aufgegeben haben die Maisbullen aus unserer Sicht jedoch noch nicht. Wir sind aktuell Weizen und Sojabohnen annähernd neutral und Mais untergewichtet.

Bei den Soft Commodities halten wir Zucker für deutlich überbewertet. Kurzfristig hat die Wetterentwicklung in Brasilien für deutliche Kursgewinne gesorgt, da nicht genügend mit Zucker beladene Schiffe Brasilien verlassen konnten. Die zu erwartenden Produktionsrückgänge in Brasilien sollten aber nicht groß genug ausfallen, um den erwarteten globalen Marktüberschuss vollständig zu negieren. Global produzierten vor allem Indien und Thailand deutlich mehr als im Vorjahr. Wir erwarten eine sukzessive Verflachung der Terminkurve und einen Preisrückgang von knapp 30 US-Cents auf 21 US-Cents je Pfund in der zweiten Jahreshälfte.

Stuttgart, den 11.07.2011

Tiberius Rohstoff-Research

#### Risikohinweis

Die in der Vergangenheit erzielten Erfolge sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung. Die Berechnungen der Wertentwicklung erfolgen ohne Berücksichtigung eines Ausgabeaufschlags bzw. Rücknahmeabschlags und unter der Annahme der Reinvestition aller Ausschüttungen. Dies ist kein Verkaufsprospekt im Sinne des Gesetzes, sondern dient der individuellen Beratung. Die Verkaufsprospekte sind kostenlos erhältlich bei Tiberius Asset Management AG oder Oppenheim Fonds Trust GmbH, Unter Sachsenhausen 4, 50667 Köln.

**Tiberius Asset Management AG**  
**Baarerstrasse 53**  
**CH-6300 Zug**  
**Switzerland**  
**Tel.: +41 41 560 00 81**  
**[info@tiberiusgroup.com](mailto:info@tiberiusgroup.com)**  
**[www.tiberiusgroup.com](http://www.tiberiusgroup.com)**