

Marktkommentar August 2011



© 2011

Tiberius Asset Management AG
Alle Rechte vorbehalten

Performancerückblick: Achterbahnhfahrt

Die Rohstoffmärkte erlebten im August eine Berg- und Talfahrt. Dem Absturz im ersten Monatsdrittel folgte eine starke Erholung, so dass der breit diversifizierte Dow Jones UBS Commodity Index (DJUBS) den Monat mit etwa 1,0% im Plus abschloss.

Die Verteilung dieser Gewinne fiel jedoch sehr unterschiedlich aus. Die konjunktursensitiven Industriemetalle wurden vom Kursverfall an den weltweiten Aktienbörsen nach unten gezogen und mussten einen Verlust von 7,5% hinnehmen. Dieser verteilte sich recht homogen auf alle Industriemetalle, allerdings fielen die kleineren, weniger liquiden Märkte wie Nickel, Zink und Zinn etwas stärker als Aluminium und Kupfer.

Dem Energiesektor erging es mit -4,9% etwas besser, wobei Rohöl der Sorte West Texas Intermediate (WTI) erneut am stärksten unter Druck war. Allerdings beobachten wir hier, dass der Kontrakt derzeit verstärkt mit den Aktienmärkten korreliert. Wir gehen davon aus, dass neben den fundamentalen Gründen, die für einen relativen Anstieg des WTI gegenüber den Rohölprodukten (Benzin, Heizöl) sprechen, auch eine Erholung am Aktienmarkt einen positiven Effekt auf diese Spreads hätte.

Das Spiegelbild zu diesen beiden Sektoren waren im August wieder einmal die Edelmetalle (+10,1%). Diese waren als sichere Häfen erneut stark gefragt und konnten ihre positive Preisentwicklung, die bereits seit Jahresbeginn anhält, sowohl absolut als auch relativ weiter ausbauen.

Die Agrarrohstoffe zählten im August zu den Outperformern. Angeführt von Mais (+13,6%) legte der Getreidesektor (+10,7%) aufgrund der schwierigen Wetterbedingungen in den USA deutlich zu. Der absolute Spitzenreiter im Rohstoffsektor war jedoch bei den Soft Commodities (+6,9%) zu finden. Kaffee (+18,5%) gewann aufgrund der Knappheit der hochwertigen Arabica-Bohnen. In diesem Sektor war die Kursentwicklung jedoch am wenigsten homogen, so musste Zucker (-0,5%) leichte Verluste hinnehmen, Kakao (+3,5%) und Baumwolle (+4,0%) verzeichneten leichte Kursanstiege. Der Lebendviehsektor (-4,6%) war von den Kursrückgängen zu Monatsbeginn kaum betroffen, fiel jedoch in der zweiten Monatshälfte weiter ab, während viele andere Märkte sich bereits wieder erholten.

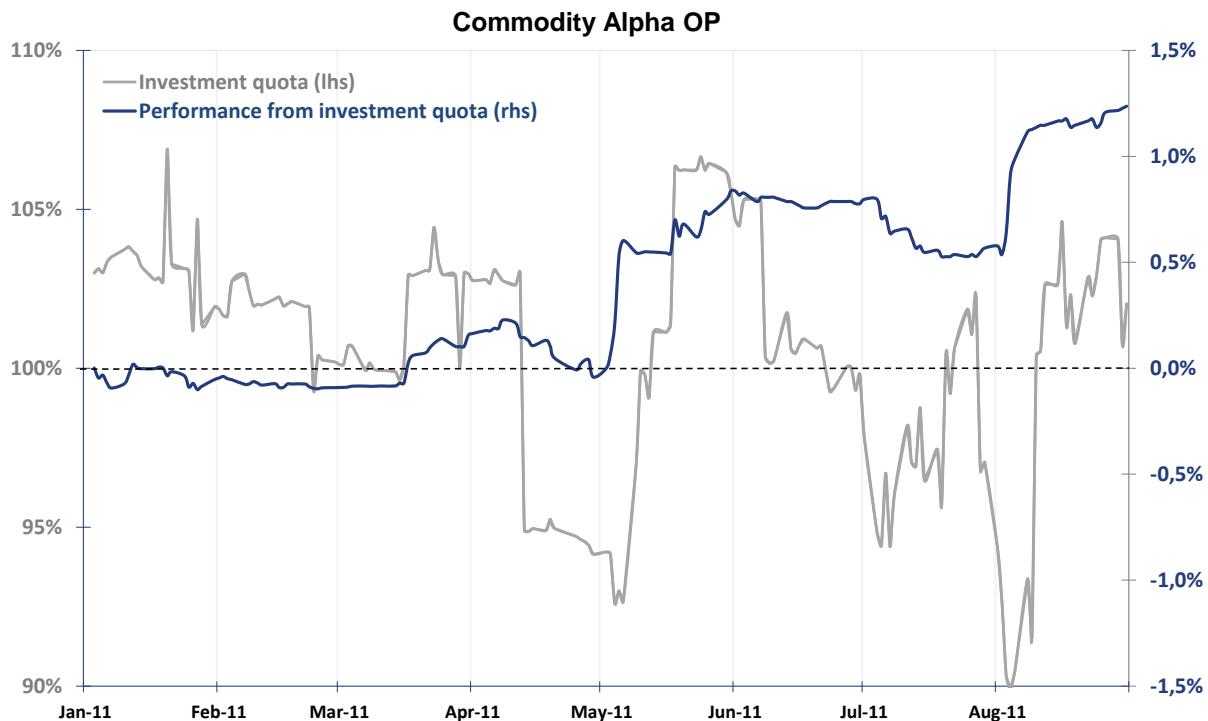
Sectors	YTD	MTD	Commodities	YTD	MTD
DJUBS EXCESS RETURN	1,26%	0,99%	Crude Oil (WTI)	-12,61%	-7,76%
Energy	-7,38%	-4,93%	Heating Oil	17,76%	-1,03%
Industrial Metals	-6,68%	-7,49%	Natural Gas	-16,10%	-3,55%
Precious Metals	29,50%	10,09%	Unleaded Gas	18,99%	-1,33%
Livestock	-5,66%	-4,61%	Aluminium	-3,10%	-6,51%
Agriculture	4,22%	9,21%	Copper	-7,01%	-6,67%
Grains	4,85%	10,73%	Nickel	-10,54%	-11,25%
Softs	5,57%	6,92%	Zinc	-9,11%	-8,55%
ExEnergy	5,79%	3,93%	Gold	28,27%	12,29%
Petroleum	-2,93%	-5,43%	Silver	34,61%	4,05%
			Live Cattle	-5,68%	-2,81%
			Lean Hogs	-5,70%	-7,47%
			Corn	21,84%	13,57%
			Soybean	2,69%	7,39%
			Soybean Oil	-3,17%	4,68%
			Wheat	-16,83%	11,73%
			Coffee	14,41%	18,51%
			Cocoa	1,37%	3,49%
			Sugar	6,95%	-0,44%
			Cotton	-10,12%	3,97%

Performance unserer aktiven Rohstoff-Fonds - August 2011

Long Only Fonds

Unsere aktiv gemanagten Fonds schlossen den extrem volatilen August hinsichtlich der absoluten Preisentwicklung positiv ab. Der Commodity Alpha OP (CA\$) gewann 0,7%, das Euro-Pendant Tiberius Commodity Alpha Euro OP (CA€) konnte um knapp 0,8% zulegen. Der Tiberius Active Commodity OP (TAC), der den Rogers International Commodity Index als Vergleichsindex verwendet, verzeichnete aufgrund des höheren Rohölanteils einen kleinen absoluten Wertverlust von -0,45%. Relativ zu den Vergleichsindizes ergab sich bei allen aktiven Fonds eine geringe Underperformance zwischen -0,3% (CA\$ und CA€) und -0,4% (TAC).

Der Performance-Breakdown des Alpha im August zeigt zwei unterschiedliche Vorzeichen für die beiden Performancequellen Investitionsquoten-Management und Rohstoffselektion (inkl. Laufzeitselektion). Hinsichtlich der absoluten Marktentwicklung waren wir in der Lage die Korrektur an den Rohstoffmärkten Anfang August wie schon auch im Mai 2011 zu antizipieren. Die Long Only Fonds gingen in die Marktturbulenzen Anfang August mit einer Investitionsquote von 93% und bauten um das Markttief am 9. August in zwei Schritten die Investitionsquote zunächst auf 100% und später auf 105% auf. Insgesamt konnte durch die Steuerung der Investitionsquote im August relativ zu den Vergleichsindizes eine Mehrrendite von 0,65% (CA\$, CA€) und 0,8% (TAC) erzielt werden. Auf das Gesamtjahr liegt der Performancebeitrag des Investitionsquoten-Managements bei ca. 1,2%.

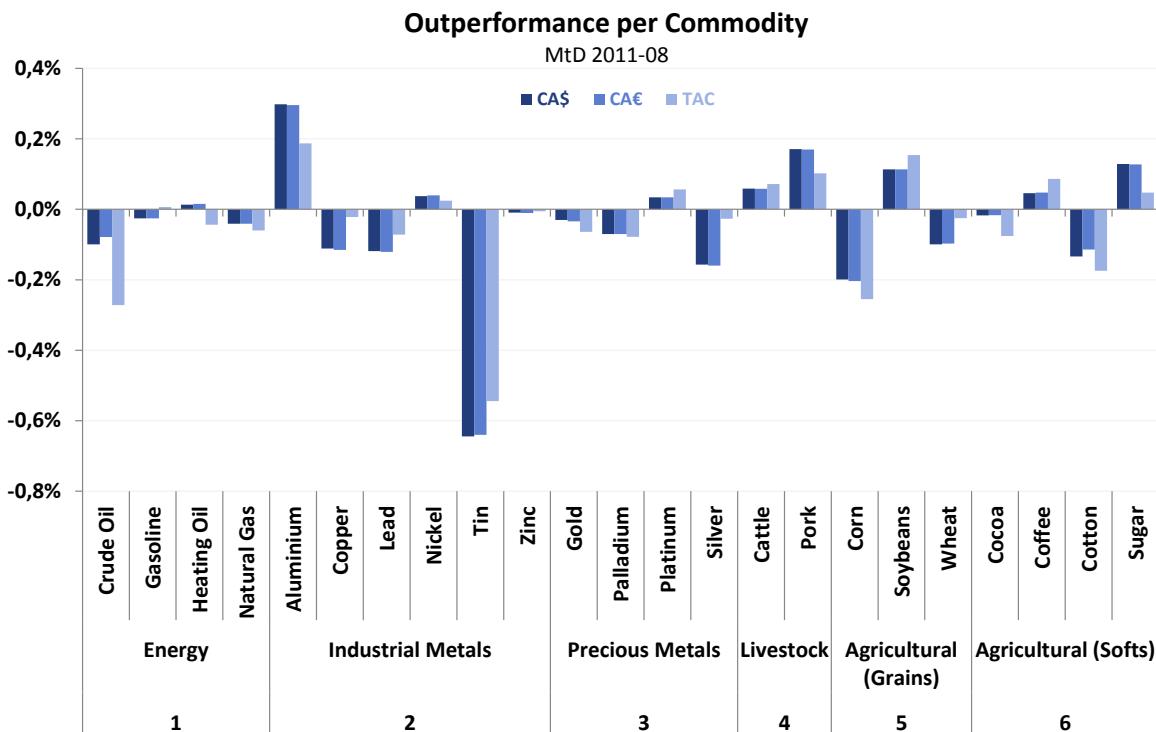


Im August reichte die Outperformance aus der Investitionsquotensteuerung jedoch nicht aus, um die Verluste aus der Rohstoffselektion auszugleichen. Ins Auge fällt die Underperformance bei Zinn, die bei den beiden Commodity Alpha Fonds -0,65% und beim TAC -0,55% ausmachte. Wir hatten Zinn in Übereinstimmung mit den fundamentalen und technischen Modellen bis vor 6 Wochen ca. 3,5% übergewichtet und dieses Übergewicht in die Korrektur hinein aufgrund der Verschlechterung der technischen Signale auf etwas über 2% reduziert. An diesem Punkt macht es aus unserer Sicht wenig Sinn, die Long-Position weiter abzubauen, da Zinn nach unserem Maßstab mit die besten Fundamentaldaten in unserem Anlageuniversum aufweist, selbst wenn man ein wenig förderliches Makroumfeld unterstellt. Wir wollen jedoch eine technische Bodenbildung abwarten, bevor wir das Zinn-Übergewicht wieder vergrößern. Die Verluste bei Zinn wurden knapp zur Hälfte ausgeglichen durch das Untergewicht bei Aluminium, das aufgrund des physischen Marktüberschusses wenig Potenzial auf eine Preisrally hat.

Ebenfalls chronisch in einem physischen Überschussmarkt befindet sich Silber, das wir im August leicht untergewichtet waren, was die Fonds relativ knapp 20 Basispunkte kostete. Wir verstehen, warum Gold als sicherer Hafen innerhalb der Rohstoffwelt gehandelt wird, können dies aber bei Silber nicht nachvollziehen. Aufgrund der Überwindung des Widerstands bei 41,50 USD je Feinunze haben wir die leichte Untergewichtung bei Silber mittlerweile komplett eingedeckt. Sollte die Marke

von 41,50 USD je Feinunze jedoch nachhaltig unterschritten werden, eröffnet sich aus unserer Sicht großes Abwärtspotenzial, das zu einem größeren Untergewicht führen würde.

Bei den landwirtschaftlichen Kontrakten ergaben sich im August kleinere Performancebeiträge, die sich in der Summe praktisch ausglichen. Einen negativen Wertbeitrag hatten wir bei Mais zu verzeichnen, den wir Anfang August noch untergewichtet waren. Dem steht jedoch eine Mehrrendite bei Sojabohnen gegenüber, die wir im Sektor übergewichtet waren. Aufgrund der extrem heißen Witterung in den USA zeichnete sich im August 2011 ein starker Rückgang des durchschnittlichen Ernteertrags bei Mais ab, was uns zum Monatsende zu einer Eideckung des Untergewichts bei Mais führte. Bei den Lebendviehkontrakten hatten wir hingegen richtigerweise darauf gesetzt, dass die Trockenheit in den USA und die hohen Getreidepreise kurzfristig einen erhöhten Angebotsdruck bringen würden. In beiden Kontrakten (Lebende Rinder und Magere Schweine) sind wir kurzfristig untergewichtet, was zusammen eine Mehrrendite von knapp 25 Basispunkten einbrachte.



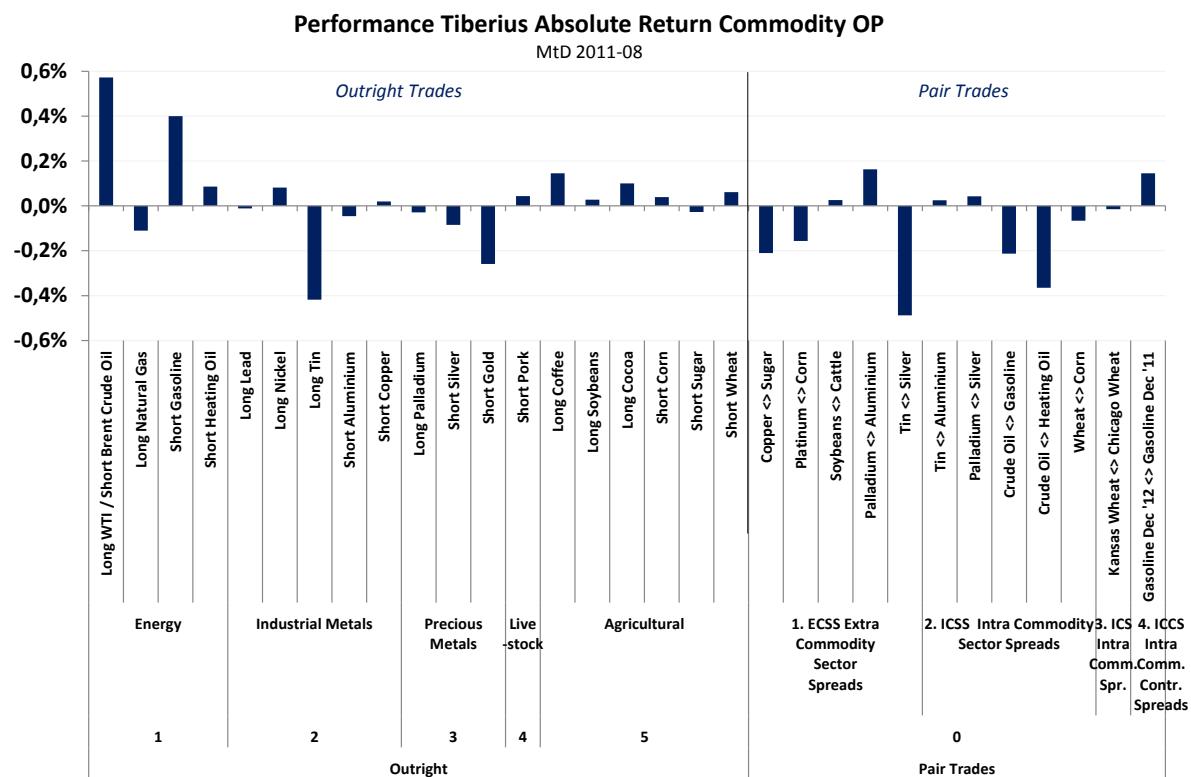
Long/Short Fonds

Unser Long/Short Fonds Tiberius Absolute Return Commodity OP (TAR) beendete den ereignisreichen August ebenso wie die Long Only Fonds mit einem relativen Verlust. Relativ zum Euro-Geldmarkt verlor der Fonds -0,75%. Ebenso wie die Long Only Fonds konnte der TAR Anfang August von einer taktischen Untergewichtung im kurzfristig ausgerichteten Outright-Portfolio profitieren, die jedoch nicht ganz ausreichte, um die Verluste im längerfristig orientierten Pairtrade-Portfolio auszugleichen.

Im Outright-Portfolio waren es vor allem die taktischen Short-Positionen bei Brent und Benzin, die eine Performance von knapp einem Prozentpunkt brachten. Diese Positionen wurden zum Markttief am 9. August in Spread-Positionen WTI-Brent bzw. WTI-Benzin überführt. Die eigentlich strategische Wette auf fallende Crack Spreads hat sich im August erneut nicht ausgezahlt, sondern kostete den Fonds knapp 60 Basispunkte. Wir sehen in dem Short der Crack Spreads jedoch nach wie vor so viel Potenzial, dass wir an einer Grundposition weiter festhalten. Allerdings wird diese Position aufgrund von Verlustbegrenzung momentan nicht voll ausgefahren (aktuelle Short-Position in den Crack Spreads etwa 8%). Wir warten den Abschluss einer Top-Formation ab, bevor wir diese Position ausbauen.

Ebenso wie im Long Only Portfolio schlug beim TAR die Zinn-Position negativ zu Buche, die marginal höher skaliert war als in den Long Only Fonds. Der Pairtrade Long Zinn gegen Short Silber wurde aufgrund eines Stopp Loss bei Silber geschlossen und die Zinn-Long-Position in reduzierter Form (+2%) im Outright-Portfolio weitergeführt: Insgesamt verloren wir auf die Zinn-Trades im Long/Short Fonds rund -0,8%. Wie oben erwähnt, wollen wir eine Bodenbildung sehen, bevor eine Erhöhung der moderaten Long-Position bei Zinn zur Debatte steht.

Bei Gold wurden aufgrund der überkauften Marktsituation mehrere taktische Shorts versucht, die aber schnell gestoppt wurden. Nach vorne gehend sehen wir immer noch eine erhöhte Wahrscheinlichkeit für eine normale Korrektur des Goldpreises im Aufwärtstrend, die durchaus 200 bis 300 USD je Feinunze ausmachen kann. Wir werden je nach Marktumfeld weitere taktische Shorts platzieren, die aber nach wie vor eng gestoppt werden. Insgesamt sind die Positionen im TAR auf Kontraktgegenwerte von 60% des Fondsvermögens reduziert worden. Ein Ausbau dieser relativ geringen Positionierung wird sich lediglich bei positiver Performance ergeben.



Marktperspektiven

Rohstoffmärkte

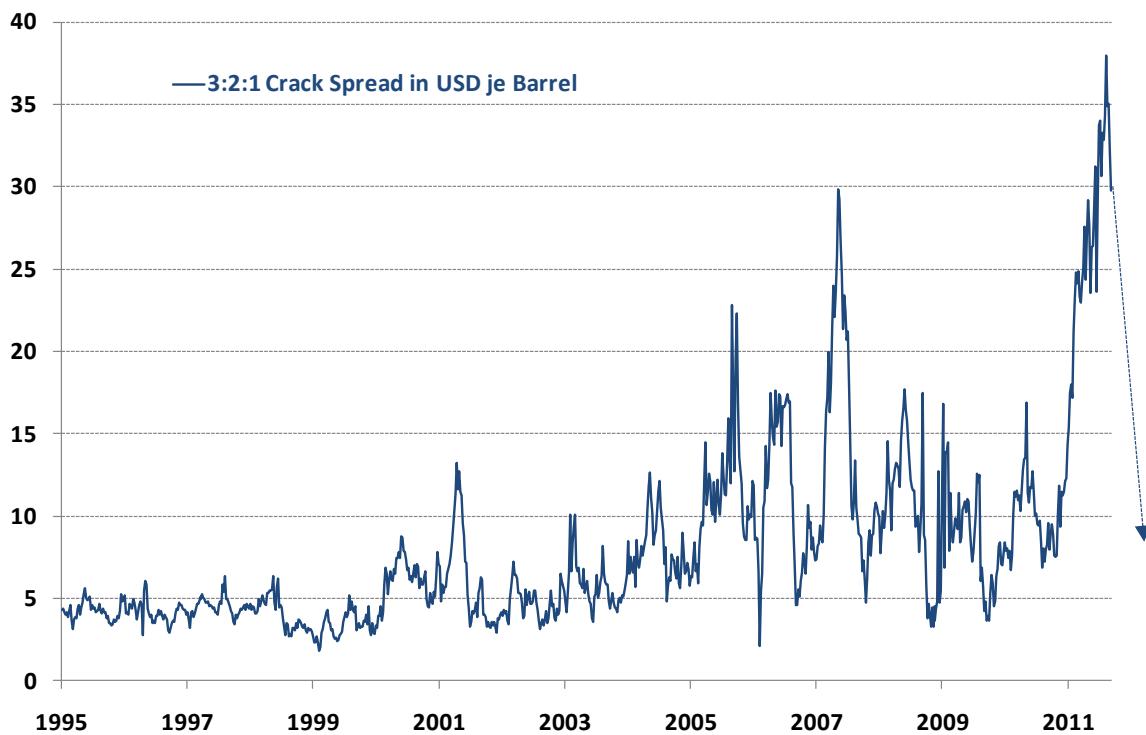
Aus unserer Sicht haben die letzten makroökonomischen Daten wenig Neues ergeben. Die Frühindikatoren der Weltkonjunktur in Asien, den USA und Europa befinden sich auf einem eher unterdurchschnittlichen, wenig inspirierenden Niveau. Der von den Aktienmärkten vorgegaukelte Konjunktureinbruch ist aber vorerst ausgeblieben. Der US-Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe wurde mit knapp über 50 Punkten nahezu unverändert berichtet, während die Märkte von einem deutlichen Einbruch unter die 50-Punkte-Marke ausgingen. Ähnliches gilt für die Einkaufsmanagerumfrage in China. Wir unterscheiden 5 Szenarien für die Weltkonjunktur:

- Szenario 1: Extremer Boom, reales Weltwirtschaftswachstum = 5%
- Szenario 2: Robustes Wachstum, reales Weltwirtschaftswachstum = 4%
- Szenario 3: Unterdurchschnittliches Wachstum, reales Weltwirtschaftswachstum = 2,5%
- Szenario 4: Rezession, reales Weltwirtschaftswachstum = 1,5%
- Szenario 5: Depression, reales Weltwirtschaftswachstum = 0% bis negativ

Die ersten beiden Szenarien scheiden für die gegenwärtige Entwicklung aus. Jedoch sind wir nach wie vor der Meinung, dass es keine Evidenz gibt, die uns zum derzeitigen Zeitpunkt von Szenario 3 wegbringen könnte. Viele Finanzmarktteilnehmer scheinen von Szenario 3 direkt auf Szenario 5 übergesprungen zu sein. Vordergründig scheinen die Aktienmärkte eine ähnlich heftige Krise wie 2008 zu suggerieren. Wir haben im Backtesting für die Rentenmärkte festgestellt, dass sich die Märkte oft an der Vorgängerrezession orientieren, unabhängig davon, ob die fundamentalen Voraussetzungen dafür gegeben sind. Wie im letzten Marktkommentar ausgeführt, sehen wir erhebliche Unterschiede zu 2008: Dazu zählen das monetäre Umfeld, regional unterschiedliche Wirtschaftsentwicklungen und vergleichsweise noch robuste makroökonomische Daten. Das heißt nicht, dass wir nicht auch von Szenario 3 auf Szenario 4 übergehen müssten, sollten sich die Datenpunkte vom jetzigen Niveau verschlechtern. Vorläufig sehen wir aber immer noch ein moderat positives Umfeld für Rohstoffe. Die Rohstoffmärkte scheinen diese Sichtweise zu teilen. Seit Ende Juli 2011 haben die Rohstoffindizes nur wenige Prozentpunkte eingebüßt, während die Aktienmärkte vor allem aus technischen „Verlustbegrenzungen“ rund 20% verloren haben.

Energie

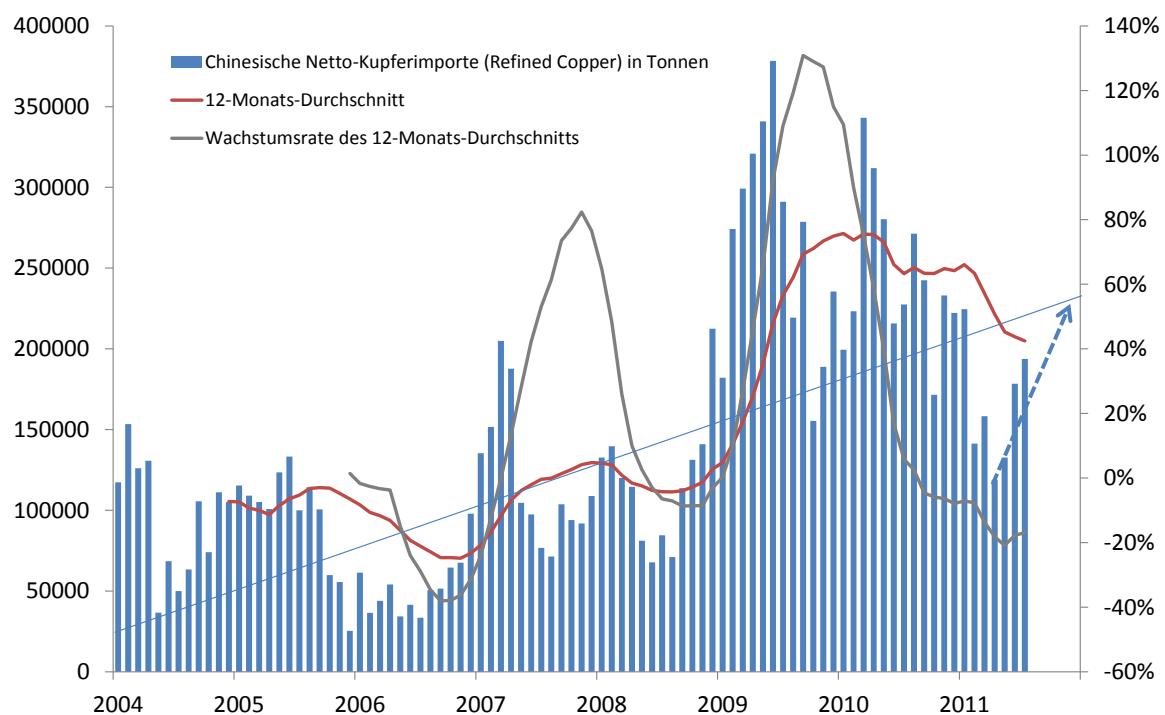
- **Rohöl** der Marke WTI wurde in den vergangenen Wochen als reines Finanzinstrument gehandelt, das die Schwankungen an den amerikanischen Aktienmärkten nachvollzog. Dennoch ist festzuhalten, dass der Rohölmarkt sich aktuell 15% über dem Intraday-Tief des 9. August befindet, während die internationalen Aktienmärkte ihre Tiefpunkte bereits unterschritten haben oder gerade testen. Die Outperformance von Rohöl dürfte relativ guten rohstoffspezifischen Daten geschuldet sein. Im Gegensatz zu manchen Markterwartungen ist durch die Freigabe von 30 Mio. Barrel der strategischen Ölreserve in den USA kein Marktüberschuss entstanden. Die kommerziellen US-Lagerbestände waren zuletzt im Vergleich zum saisonalen Schnitt der letzten 5 Jahre eher leicht rückläufig. Im mittleren Westen der USA, wo die Preisfestsetzung für WTI Rohöl stattfindet, sind die Lagerbestände aufgrund einer saisonal hohen Kapazitätsauslastung der Raffinerien und aufgrund geringerer Importe aus Kanada und geringerer Zuflüsse aus anderen Regionen der USA sogar gefallen. Der Contango in der Terminkurve hat sich dadurch erheblich verflacht. Wir sehen nach wie vor keinen Grund für einen derartig hohen Abschlag von **WTI** gegenüber **Brent**. Die Gretchenfrage ist wie der Spread zusammenlaufen könnte. Im Moment halten wir Kursgewinne bei WTI für wahrscheinlicher als Kursverluste bei Brent.
- Die Rohölprodukte **Benzin** und **Heizöl** werden in den USA weiterhin außerhalb der historischen Bewertungsrange gepreist. Der Crack Spread für Benzin beläuft sich im Nearby-Kontrakt auf knapp 30 USD je Barrel, bei Heizöl werden stolze 38 USD je Barrel erreicht. Bei beiden Rohstoffen sind keine Knaptheiten zu erkennen, die eine derartige Bewertung rechtfertigen würden. Die Nachfragedaten für beide Kategorien sind eher mäßig und haben zuletzt gerade einmal das Niveau des Vorjahres erreicht, nachdem im zweiten Quartal sogar saisonal sehr schlechte Verbrauchswerte verzeichnet wurden. Die Lagerbestände bei beiden Rohstoffen befinden sich auf saisonal durchschnittlichen Niveaus, wobei durch die hohen Margen für die US-Raffinerien starke Anreize gegeben sind, die Produktion über das saisonale Maß auszudehnen, bzw. die für den Herbst geplante Wartungsphase so lange wie möglich aufzuschieben. Wir erwarten nach wie vor einen Rückgang der Crack Spreads auf 10 USD je Barrel bei Benzin und auf 15 USD je Barrel bei Heizöl in den Winterkontrakten.



- Der Markt für US-**Erdgas** ist nach wie vor zwischen zwei Marktpolen hin- und hergerissen. Auf der einen Seite steht eine extrem vorteilhafte Wetterentwicklung in den USA in den letzten 12 Monaten, die die kompletten Überschusslagerbestände aufgezehrt hat. Im Gegensatz zu den Vorjahren ist nicht zu befürchten, dass die Lagerkapazitäten zum Ende der Einlagerungssaison nicht ausreichen und dass der Spotmarkt entsprechende Mengen überschüssigen US-Erdgases aufnehmen muss. Auf der anderen Seite dürfte der unterliegende Markt wetteradjustiert immer noch einen deutlichen Überschuss aufweisen, da das Wachstum der Nachfrage nicht ausreicht, die Produktionssteigerungen auszugleichen. Nach wie vor ist das Drilling bei den Schiefergasvorkommen so groß, dass die notwendige Angebotsreduktion, die den Markt ins Gleichgewicht bringt, wohl auch in den kommenden Monaten ausbleibt. Auf längere Sicht ist US-Erdgas extrem attraktiv gegenüber anderen Energiealternativen bewertet. Durch den Aufbau von Flüssiggasanlagen in den USA sind zudem langfristig ab 2014 Exporte denkbar, die das Preisniveau langfristig an die höheren internationalen Preise für Erdgas angleichen sollten. Kurzfristig gilt jedoch: zum Sterben zu viel, zum Leben zu wenig. Wir sind kurzfristig taktisch leicht untergewichtet, halten aber die Winterkontrakte bei 4,40 USD je mmBtU für fair bewertet.

Industriemetalle

- Die Kursentwicklung der **Industriemetalle** wurde in den letzten Wochen nahezu ausschließlich von den makroökonomischen Einflüssen und fallenden Aktienmärkten bestimmt. Allerdings beobachten wir ein gewisses Auseinanderfallen zwischen den Stimmungsindikatoren (Einkaufsmanagerindizes, Konsumentenvertrauen) und den tatsächlichen Daten auf Seiten der „realen“ Wirtschaftsentwicklung. Vor allem in China scheint die Lage weiterhin recht passabel zu sein, insbesondere da die Geldpolitik dem Ende ihres Straffungszyklus bereits sehr nahe zu sein scheint.
- Kupfer** steht in den asiatischen Schwellenländern, vor allem China, unter besonderer Beobachtung. Hier zeigte sich in den letzten Monaten zwar eine leichte Abschwächung der Orderbücher für Haushaltsgeräte, allerdings lassen andere Indikatoren wie Industrieproduktion, Anlageinvestitionen und Elektrizitätserzeugung keine Schwächen erkennen. Auch die Bautätigkeit ist nach wie vor hoch. Nach der langwierigen Phase des Lagerabbaus („De-Stocking“) auf Seiten der Kupferkonsumenten hat auch die Importtätigkeit aus China wieder angezogen.



- Die Angebotsseite bei Kupfer enttäuscht fortlaufend, so dass die International Copper Study Group (ICSG) im ersten Halbjahr 2011 nur ein Angebotswachstum von etwa 1,5% gegenüber dem Vorjahr ansetzt, welches wiederum vollständig dem Recyclingsektor zuzurechnen ist, während die eigentliche Minenproduktion stagnierte. Nachrichten über Streiks in Chile und Peru lassen auch für das zweite Halbjahr kaum Besserung erwarten. Insofern gehen wir weiterhin von einem Defizit von 200.000 – 300.000 Tonnen für das Gesamtjahr 2011 aus und bleiben übergewichtet.
- Unser Bild für **Aluminium** hat sich ebenfalls nur wenig geändert. Positive Zeichen wie sinkende Lagerbestände und Backwardation an der Börse in Shanghai spiegeln einen robusten chinesischen Markt wider. Allerdings sind die Produktionskapazitäten weiterhin so hoch, dass kurzfristige Knappheiten leicht aufgefangen werden können. Fallende Energiepreise sorgen außerdem zuletzt dafür, dass der Kostendruck auf der Produktionsseite etwas nachgelassen hat. Aluminium besitzt zwar gewisse defensive Qualitäten, d.h. im Falle einer Rezession wäre das Abwürtspotential aufgrund der vergleichsweise hohen Produktionskosten begrenzter als bspw. bei Kupfer, für unser unterstelltes Makroszenario besitzt es jedoch kaum Phantasie für absolute bzw. relative Kursgewinne. Daher sind wir bei Aluminium weiterhin untergewichtet.
- **Nickel** hat sich aus fundamentaler Sicht in den letzten Monaten etwas verbessert. Die Minenprojekte, die 2011 ihre Produktion aufgenommen haben, bleiben deutlich hinter ihren ursprünglichen Zielen zurück. In diese Lücke sind zwar die chinesischen Nickel-Pig-Iron (NPI) Hersteller gesprungen, die ihre Produktion im ersten Halbjahr 2011 um ca. 50% (von 80.000 auf 120.000 Tonnen Nickelgehalt) ausgebaut haben. Trotzdem war der Nickelmarkt in den ersten beiden Quartalen in einem leichten Defizit, das im zweiten Halbjahr wahrscheinlich ausgeglichen werden dürfte. Allerdings ist der Preis bereits schon auf etwas über 20.000 US-Dollar je Tonne gefallen. Etwa 5% darunter dürften bereits die Grenzkosten der NPI-Produzenten liegen, was das Abwürtspotential auch hier begrenzt. Bei einer stabil verlaufenden Konjunktur sehen wir auf Sicht der nächsten Monate eher positive Überraschungen im Stahlsektor und sind daher erstmals leicht übergewichtet. Allerdings gehen wir schon für 2012 wieder von einem deutlichen Marktüberschuss aus, so dass das Zeitfenster für eine überdurchschnittliche Kursentwicklung begrenzt ist.

- **Zink** könnte von einer Erholung im Stahlsektor ebenfalls profitieren, befindet sich jedoch weiterhin in einem Marktüberschuss und die Terminkurve ist im Vergleich zu den anderen Basismetallen wenig attraktiv. Deswegen sind wir hier nur neutral gewichtet.
- Dies ist auch für **Blei** der Fall, für welches wir nach der jüngsten Outperformance innerhalb des Industriemetallsektors nur wenig Potential sehen. Auch scheint der Markt sich nun eher in Richtung Überschuss für 2011 zu entwickeln, während wir zu Jahresbeginn noch einen zumindest ausgeglichenen Markt prognostiziert hatten.
- Eine ähnliche Situation wie für Kupfer ergibt sich auch bei **Zinn**. Die Angebotsseite wird bestimmt durch China und Indonesien, von denen nur Letzterer auf dem Exportmarkt aktiv ist. Diese sind 2011 zwar höher als noch 2010, allerdings wird sich der Zuwachs auch aufgrund stärkerer Regulierung der Minenindustrie sowie höherer Export-Lizenzgebühren in Grenzen halten. Außerdem fielen die Lagerbestände an der Londoner Metallbörse in den letzten Wochen wieder. In unserem Basis-Konjunkturszenario dürfte die Nachfrageseite in den nächsten Monaten stabil bleiben, was den Markt auch 2011 in einem Defizit von 8.000 – 10.000 Tonnen halten sollte. Wir bleiben auch bei Zinn übergewichtet.

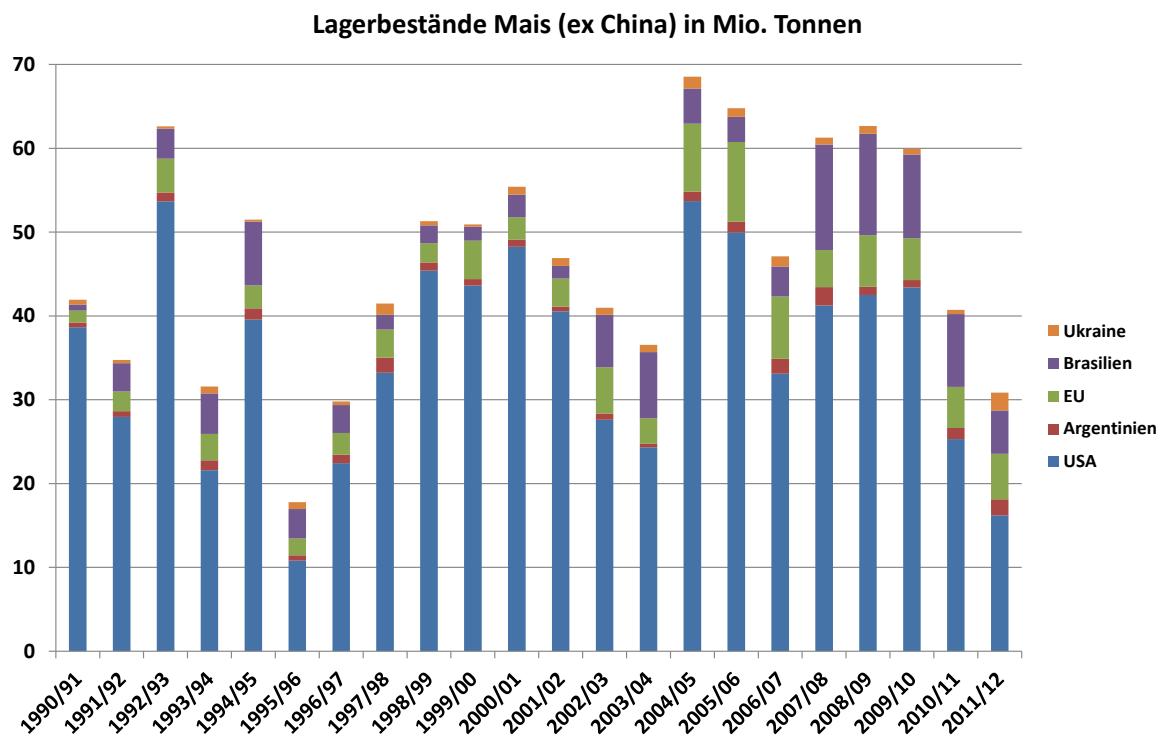
Edelmetalle

- **Gold** profitiert immer noch von der Panik an den europäischen Finanzmärkten. Die Volatilität der Kursbewegungen ist dabei stark angestiegen im Vergleich zu den letzten Monaten. Anfang September waren mehrfach Bewegungen von knapp 100 US-Dollar je Unze innerhalb von 24 Stunden zu beobachten. Wie wir schon mehrfach ausgeführt haben, sind die Bewertungen des Edelmetalls gegenüber anderen Wirtschaftsgütern, so wie sie von den Konsumgüterindizes widergegeben werden, gegenüber anderen Rohstoffen und gegenüber anderen Anlageklassen wie Aktien im langen Bild bereits sehr ambitioniert. Insofern sind wir der Meinung, dass wir uns in der letzten, heißen Phase des langjährigen Bullenmarktes befinden. Das strategische Top mag noch einige Monate entfernt sein. Jedoch ist der Goldpreis vor dem Hintergrund der Panik bei Bankaktien so stark überkauft, dass ein taktischer Rücksetzer um ca. 200-300 USD nicht unwahrscheinlich ist, sollten sich die europäischen Finanzmärkte zwischenzeitlich beruhigen. Wir sind grundsätzlich noch neutral gewichtet, versuchen aber bei Überkaufsituationen immer wieder taktische Shorts zu platzieren.

- **Silber** wird nach unseren Schätzungen selbst im optimistischsten Szenario bis zum Jahr 2015 kein Marktdefizit aufweisen. Auf der anderen Seite hat es auch nicht das Privileg eines sicheren Hafens, da es großen Marktteilnehmern nicht die erforderliche Markttiefe bietet. Wir glauben daher, dass Silber mittelfristig sowohl gegenüber Industriemetallen als auch gegenüber Gold unterdurchschnittliche Renditen aufweisen wird. Wir sind nach Stop Loss noch neutral gewichtet, werden aber erneut Short-Positionen aufbauen, sobald die technischen Signale dafür vorliegen.
- **Platin und Palladium** handeln derzeit recht unterschiedlich. Platin orientiert sich vor allem an Gold. Da Platin derzeit etwas günstiger zu erwerben ist als Gold spricht dafür, dass es in der Schmuckindustrie zu massiver Substitution zu Platin kommt, so dass ein solches Preisverhältnis ähnlich wie 2008 / 2009 nur von kurzer Dauer sein dürfte. Palladium hingegen wird eher wie ein Industriemetall gehandelt, was letztlich seiner noch stärkeren Verwendung im Automobilsektor entspricht. Auf mittlere Sicht halten wir es jedoch wegen des vorherrschenden Marktdefizites und der größeren Wachstumschancen, aufgrund des größeren Exposures zur Automobilkonjunktur der asiatischen Schwellenländer, für das wesentlich attraktivere Metall und bleiben daher übergewichtet.

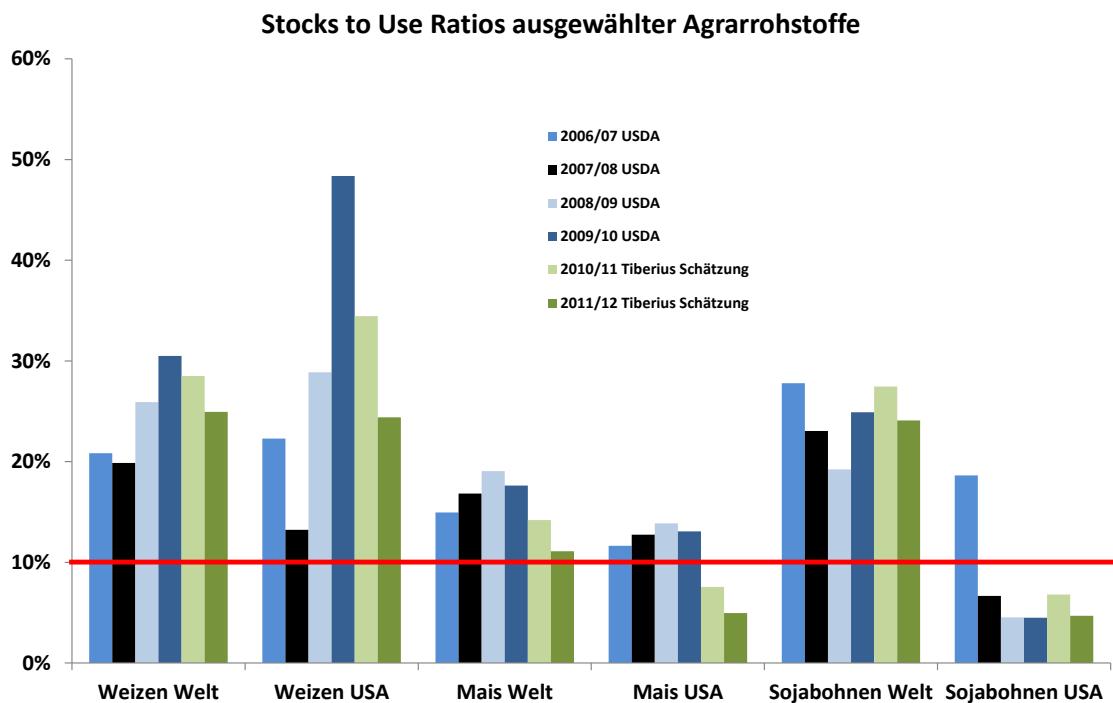
Agrarrohstoffe

- Bei den **Getreiden** veranlassten uns die unvorteilhaften Wetterbedingungen in den USA während der kritischen Anbauphase Juli / August, die Positionierung von neutral auf ein Übergewicht zu erhöhen. Bei **Mais** zeigten die ersten Besichtigungen der Felder vor Ort, dass noch schlechtere Ergebnisse als die bereits zuvor durch das US-Landwirtschaftsministerium (USDA) im August vorgenommene Erntereduktion wahrscheinlich sind. Der westliche US Corn Belt lässt lediglich Erträge auf dem Niveau des Vorjahres erwarten. Ertragssteigerungen wären jedoch notwendig gewesen, um die Ernteverluste im östlichen Corn Belt auszugleichen. Da in den USA nicht genügend Lagerbestände vorhanden sind, um den zusätzlichen Produktionsrückgang aufzufangen, sind weitere Preissteigerungen notwendig, um eine entsprechende Nachfragezerstörung zu bewirken. Gegenüber den Nachfragebereichen Futtermittel und Exporte halten wir die Ethanolnachfrage für den robusteren Nachfragebestandteil, da die USA aktuell von höheren Exporten - aufgrund der Ethanolknappheit in Brasilien - profitieren. Wetterbedingt weist der Maismarkt in den USA nun bereits das zweite Jahr in Folge unterdurchschnittliche Erträge trotz Anbauflächensteigerungen auf, wodurch das Stocks to Use Ratio in den USA auf kritische 5% fallen dürfte. Auf globaler Ebene setzt sich die Knappheit fort. Dort besitzt Mais, gegenüber Weizen und Sojabohnen, das mit Abstand knappste Stocks to Use Ratio, das wir aktuell auf rund 11% schätzen.



- Obwohl **Sojabohnen** global ein vergleichsweise komfortables Stocks to Use Ratio von rund 24% aufweisen, befindet sich dieses in den USA nun bereits das fünfte Jahr in Folge auf äußerst niedrigen Werten zwischen 5% und 7%. Im Marketingjahr 2011/12 lässt sich dies vor allem auf die geringere Anbaufläche im Vergleich zum Vorjahr und wetterbedingte Ertragsrückgänge zurückführen. Damit die Lagerbestände nicht auf ein noch geringeres Niveau fallen, dürfte die Nachfragezerstörung durch höhere Preise vor allem zu geringeren Sojabohnenexporten führen. Diese lassen sich global jedoch durch gute Ernten in Südamerika ausgleichen, sodass der zu erwartende Anstieg chinesischer Importnachfrage anderweitig bedient werden kann. Aufgrund der knappen Verhältnisse in den USA sind wir neben Mais auch Sojabohnen übergewichtet.
- Ein weiteres Übergewicht halten wir aktuell bei **Weizen**, da wir aufgrund des gegenüber Mais im historischen Vergleich günstigen Weizenpreises mit zunehmender Futtermittelsubstitution sowohl in den USA als auch global rechnen. Darüber hinaus besitzt Weizen gegenüber Mais und Sojabohnen eine vergleichsweise niedrige Position spekulativer Marktteilnehmer (Non Commercials). Obwohl Weizen in den USA und weltweit komfortablere Stocks to Use Ratios als Mais und Sojabohnen aufweist, sind diese auch bei Weizen rückläufig. Unsere Übergewichtung bei den drei erwähnten Anbauvarianten stützt

sich unter anderem auf die Erwartung, dass alle, sowohl weltweit als auch in den USA, Marktdefizite aufweisen werden und die Lagerbestände dementsprechend fallen.

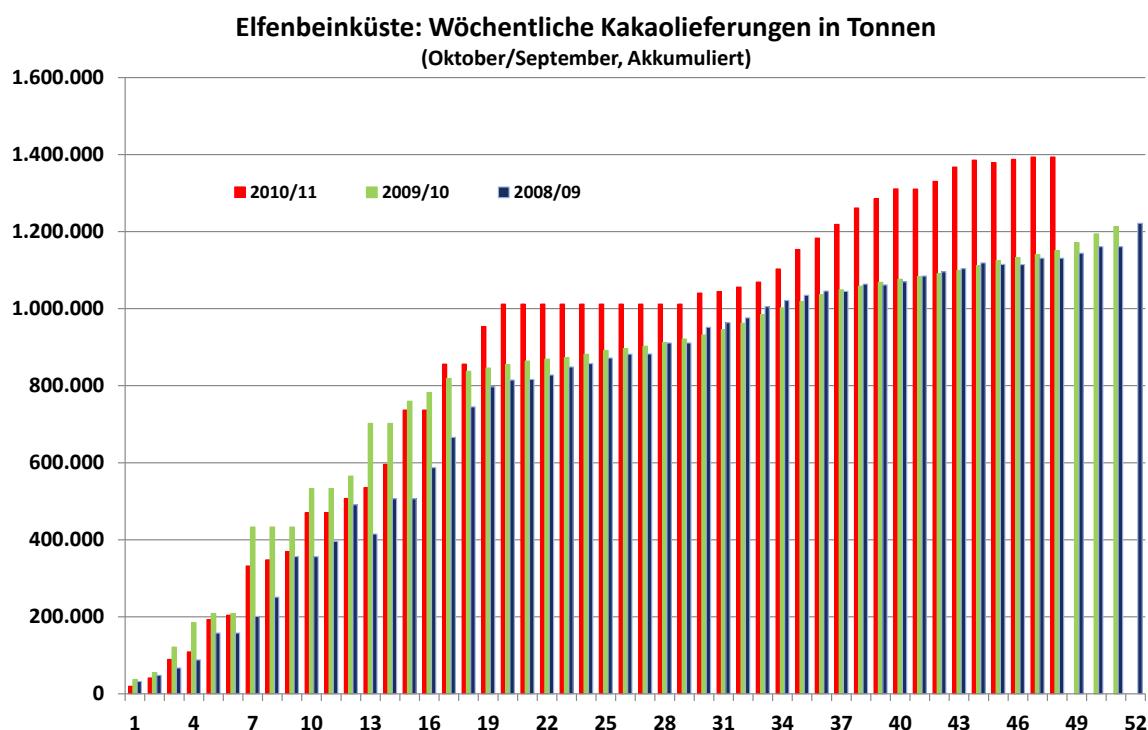


- Obwohl **Baumwolle** und **Zucker** eine ähnliche fundamentale Struktur aufweisen, verhielten sich die Preisbewegungen beider Märkte bis Anfang August 2011 konträr. Bei beiden Märkten entstanden wetterbedingt Produktionsrückgänge bei der jeweils größten Exportnation (Baumwolle: USA, Zucker: Brasilien). Gleichzeitig steigern andere Anbaunationen die Produktion aufgrund des in der Vergangenheit erreichten hohen Preisniveaus, wodurch in der Summe ein globaler Überschuss zu erwarten ist. Bei Zucker führten diese Grundsituation und der Fokus der Marktteilnehmer auf die Entwicklung in Brasilien zu erneuten extremen Preissteigerungen. Bei Baumwolle hingegen wurden die durch die extreme Dürre in den US-Hauptanbaustäaten Texas und Oklahoma zu befürchtenden Produktionsausfälle von den Marktteilnehmern mit dem Argument aufgewogen, dass letztlich global ein Überschuss entstünde. Aus unserer Sicht fanden in beiden Märkten Übertreibungen statt, wobei sich bei Baumwolle ein Preis unter 100 US-Cents nicht als nachhaltig erwiesen hat, da die USA der mit Abstand größte Exporteur auf dem Weltmarkt sind und einige der Nationen mit Produktionssteigerungen den Exportmarkt nicht oder nur in geringem Ausmaß bedienen werden (China, Pakistan). Darüber hinaus

befindet sich das Stocks to Use Ratio im historischen Vergleich der letzten 15 Jahre weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Die Situation in den USA bleibt unserer Ansicht nach trotz der erfolgten Anbauflächensteigerung weiterhin knapp. Dies spiegelt sich seit einigen Tagen nun auch in den Baumwollnotierungen wider, da diese nach einer langen Bodenbildung nach oben ausgebrochen sind. Wir sind seit ca. 4 Wochen übergewichtet und bleiben dies bis zu einem Kursziel von ca. 130 US-Cent je Pfund.

- Nachdem die Erwartungen für die brasilianische Ernte mehrfach reduziert werden mussten, scheint dem **Zuckerpreis** die Unterstützung von dieser Seite langsam auszugehen. Mitte August testete Zucker vergeblich die Höchststände des Vormonats, prallte daran ab und weist auf Basis des Excess Returns die schlechteste Performance der Soft Commodities im vergangenen Monat auf. Zucker blieb sogar leicht hinter dem DJ UBS Commodity Index Excess Return zurück. Wir halten weiterhin an unserer Meinung fest, dass sich durch die Produktionssteigerungen, bspw. in Indien, Thailand, Russland und der EU, und durch die Erwartung eines globalen Marktüberschusses das aktuelle Preisniveau nicht rechtfertigen lässt. Wir bleiben weiterhin untergewichtet und erwarten unter der Annahme sich nicht weiter verschlechternder Anbaubedingungen in den nächsten Monaten eine rückläufige Kursbewegung sowie eine Verflachung der Terminstrukturkurve.
- Aufgrund der physischen Knappheit von hochwertigen Arabica-Bohnen und dem disziplinierten Verkaufsverhalten der brasilianischen Kaffeebauern lösten sich die **Kaffeenotierungen** an der Intercontinental Exchange (ICE) im vergangenen Monat aus der seit Mai 2011 andauernden Abwärtsbewegung und konnten durch eine fulminante Kursrally bis fast an die diesjährigen Höchststände aufschließen. Wir sehen den Arabica-Kaffeemarkt im dritten und - mit einer gewissen Einschränkung - auch noch im vierten Quartal 2011 aufgrund der Knappheit auf der Angebotsseite und der anziehenden Nachfrage Richtung Weihnachten bzw. Winter auf der Nordhalbkugel weiterhin gut unterstützt. 2012 bewerten wir Kaffee jedoch nicht mehr so attraktiv wie 2011, da zu erwartende Produktionssteigerungen in Brasilien, Kolumbien und Mittelamerika zu einer Entspannung der Versorgungslage führen.

- Der globale Marktüberschuss bei **Kakao** fiel im Marketingjahr 2010/11 durch wetterbedingt gesteigerte Ernten in Westafrika deutlich höher aus als ursprünglich angenommen. Die Kakaolieferungen in die ivorischen Häfen liegen trotz der monatelangen Unruhen im Nachgang zu den Präsidentschaftswahlen ca. 23% über dem Vorjahr. Auch Ghana konnte die Kakaokernte signifikant steigern und wird mehr als 1 Million Tonnen produzieren. Dieser Sondereffekt bei der Produktionssteigerung stellt allerdings eine Ausnahme dar. Im Marketingjahr 2011/12 erwarten wir deshalb einen Rückgang der Produktion und ein globales Marktdefizit. Kursniveaus um 2.900 USD halten wir für Kaufgelegenheiten in einem knapper werdenden Markt.



Stuttgart, den 12.09.2011

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
www.tiberiusgroup.com