

Marktkommentar Oktober 2011



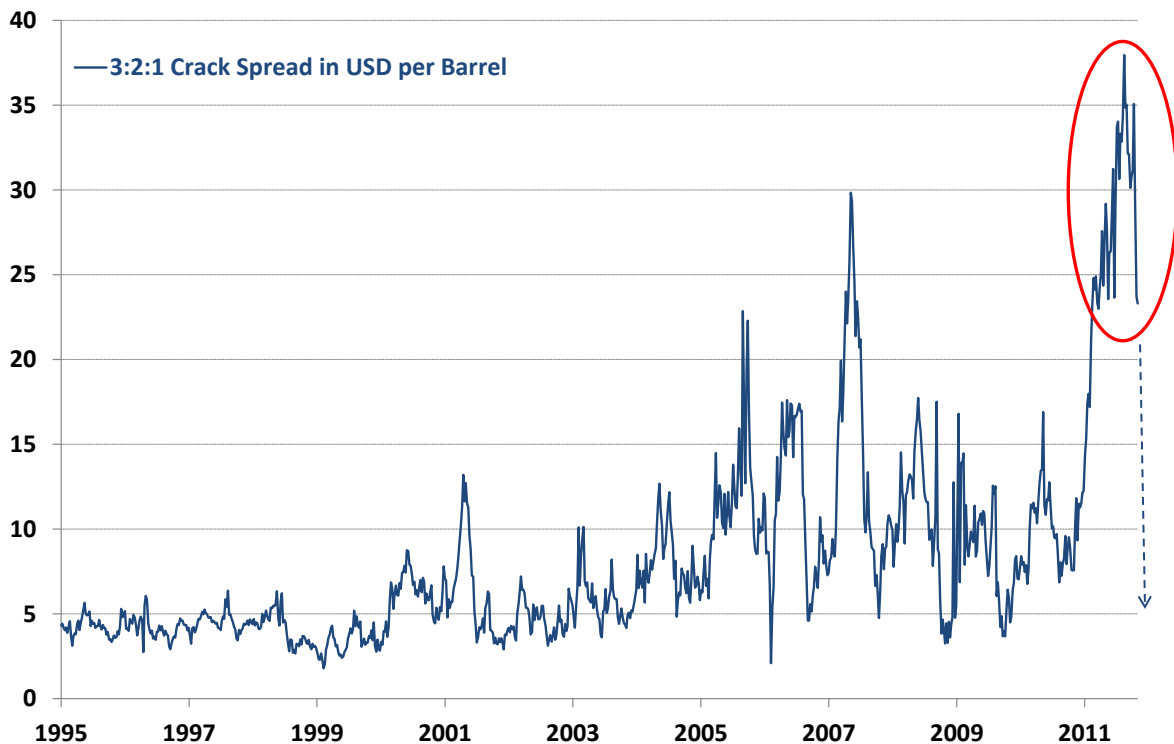
Performancerückblick: Durchatmen

Nach dem sehr schwachen September erholten sich die Märkte im Oktober wieder. Dafür sorgten vor allem die hektischen politischen Manöver in der Eurozone. Ein Gipfel folgte dem anderen, aber nachhaltig glaubwürdige Entscheidungen zur Lösung der Krise blieben erneut aus. Vor allem die Bondmärkte gaben diese Rückmeldung: Die Rendite-Differenzen zwischen deutschen und anderen europäischen Staatsanleihen weiten sich stetig aus. Mit Italien hat ein für die Eurozone zentrales Kernland die kritische Marke von 6% bei den Zinsen deutlich überschritten. Auf diese Entwicklungen gehen wir in unserem Kapitel „Marktperspektiven“ detaillierter ein.

Die makroökonomischen Ereignisse standen auch an den Rohstoffmärkten im Vordergrund. Im Schlepptau der Aktienmärkte stiegen auch die großen Rohstoffindizes an. Der Dow Jones UBS Commodity Index (DJUBS) gewann +4,8% hinzu, der Rogers International Commodity Index +6,0% und der S&P Goldman Sachs Commodity Index (GSCI) aufgrund seiner höheren Gewichtung in den Energierohstoffen +7,6%.

Die beste Performance im Energiesektor lieferte seit langem einmal wieder Rohöl der Sorte West Texas Intermediate (WTI) mit +13,1% ab. Hier zeichnet sich <endlich> ein Sentiment-Wechsel dahingehend ab, dass die sinkenden Lagerbestände in und um Cushing, dem Erfüllungsort des WTI-Kontraktes, nicht weiter ignoriert werden. Der Abschlag von WTI gegenüber der Rohölsorte Brent hat sich inzwischen auf unter 16 US-Dollar / Barrel reduziert. Diejenigen, die auf die Spreadausweitung gesetzt hatten, bekommen möglicherweise noch eine gute Ausstiegsmöglichkeit: Während des im Januar 2012 stattfindenden Rebalancings der Rohstoffindizes baut der DJUBS erstmals eine Brent-Position von 5,3% auf, während das Rebalancing-Gewicht von WTI um diese Größe reduziert wird. Auch der GSCI erhöht seine Brent-Gewichtung zu Lasten von WTI. Insgesamt müssen somit ca. 50.000 Kontrakte an Brent gekauft und an WTI verkauft werden. Es ist daher durchaus möglich, dass sich die Preisdifferenz zwischen den beiden Rohölkontrakten Anfang Januar 2012 nochmals kurzfristig etwas ausweitet und ein lokales Hoch während des Rebalancings ausbildet.

Auch die Raffineriemargen (Crack Spreads) gingen im Oktober zurück, was sich an der schwächeren, jedoch immer noch deutlich positiven Entwicklung von Heizöl (+8,8%) und Benzin (+6,8%) widerspiegelt. Unserer Ansicht nach haben die Crack Spreads ihre Trendwende nun endgültig vollzogen.



US-Erdgas verbilligte sich um -4,5% und war damit der einzige Energierohstoff mit Kursverlusten. Eine Kaltwetterfront sorgte nur für kurzen Preisauftrieb, die schwachen Fundamentaldaten nahmen recht schnell wieder das Zepter in die Hand. Wir gehen davon aus, dass sich US-Erdgas noch um 4%-5% in Richtung 3,50 US-Dollar / mmBtu abschwächt, bevor die Wintersaison für höhere Preise am Kassamarkt sorgen dürfte. Bei den gegebenen Marktüberschüssen halten wir hingegen die Sommerkontrakte 2012 mit über 4,00 US-Dollar / mmBtu für zu teuer.

Unter den Metallen taten sich besonders Silber (+15,6%) sowie Kupfer (+14,2%) hervor. Diese waren im Vormonat regelrecht verprügelt worden, so dass eine starke Erholung nicht ungewöhnlich war. Gold (+8,0%) erhielt nach den Kursverlusten des Vormonates ebenfalls Auftrieb. Erwähnenswert ist ansonsten nur noch Aluminium (-0,6%), das als einziges im DJUBS vertretenes Metall den Monat negativ abschloss. Auch hier sehen wir den strukturellen Überschussmarkt als Grund dafür an, dass Aluminium weiterhin an seinen Jahrestiefs notiert.

Die Agrarrohstoffe entwickelten sich sehr homogen. Alle Soft Commodities (Kaffee, Kakao, Zucker, Baumwolle) verzeichneten jeweils ein Plus von +1,1% bis +2,1%. Hier ergaben sich keine gravierenden fundamentalen Neuerungen. Ähnlich verhielt es sich mit den Lebendvieh-Kontrakten, wo Lebende Rinder (-1,8%) sich etwas schwächer entwickelten als Magere Schweine (+0,8%).

Allenfalls bei den Getreiden zeichnet sich ab, dass der Maismarkt sowohl auf US- als auch globaler Ebene derjenige mit den besten Fundamentaldaten ist und auch bleibt. Mais (+3,6%) konnte sich erneut deutlich von Sojabohnen (-1,2%) und Weizen (-1,5%) absetzen. Bei Mais und Sojabohnen zeigt der US-Markt mit einem Stocks-to-Use Ratio von nur etwa 5% eine Knappheit an, die großen Produktionszuwächse in Lateinamerika (Brasilien, Argentinien) verringern allerdings die Exportnachfrage von US-Sojabohnen deutlich. Bei Weizen sind die Lagerbestände trotz der Defizitsituation im laufenden Marketingjahr immer noch mehr als ausreichend, wodurch die Terminkurve mit einem ausgeprägten Contango notiert. Die jährlichen Roll-Renditen sind deswegen immer noch zweistellig negativ.

Performance unserer aktiven Rohstoff-Fonds - Oktober 2011

Die Feiertage in Deutschland am 3. Oktober 2011 und 1. November 2011 bewirkten, dass nicht für alle Tiberius Fonds NAVs auf Basis der Schlusskurse vom 30. September 2011 und 31. Oktober 2011 berechnet werden konnten. Um die Aussagen zur Performanceentwicklung vergleichbar zu machen, basiert die Performancerechnung für alle Fonds deshalb auf den Schlusskursen vom 29. September 2011 und 28. Oktober 2011.

Long Only Fonds

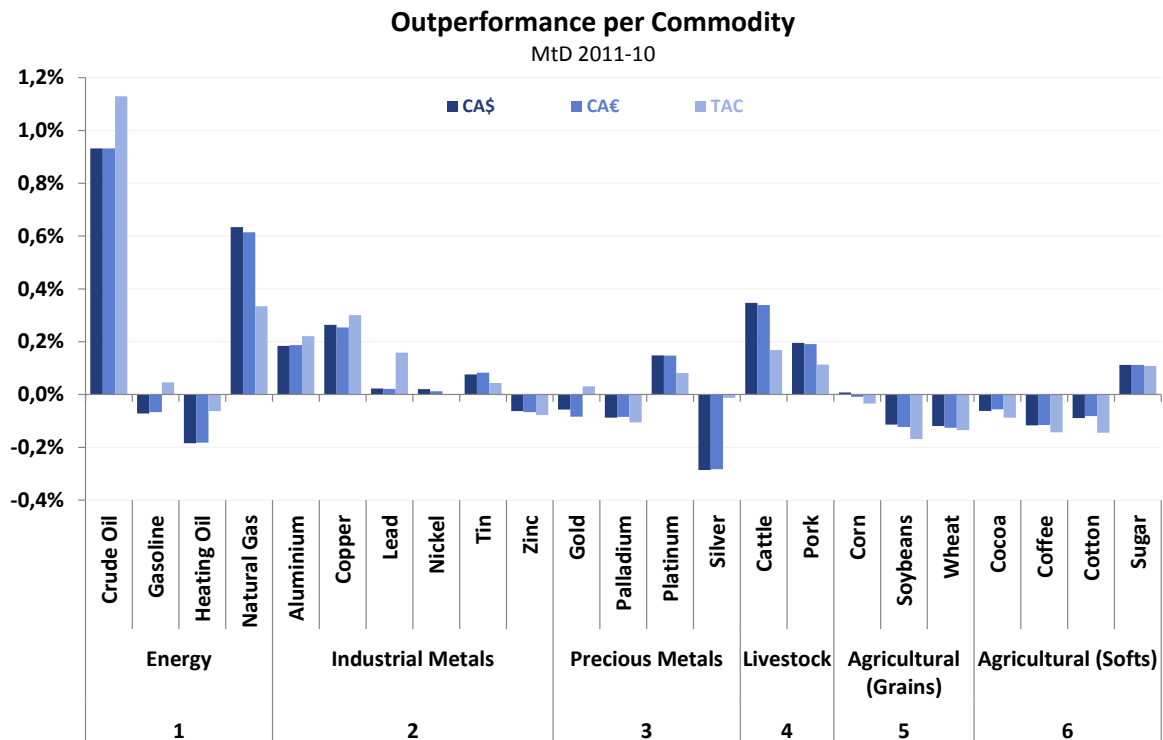
Nach der enttäuschenden Entwicklung im September 2011 konnten wir im vergangenen Monat endlich auch mal wieder Boden gutmachen. Im Oktober 2011 stiegen die beiden Fonds, die sich gegen den Dow Jones UBS Commodity Index messen, absolut um 6,96% (Commodity Alpha OP - CA\$) bzw. 6,50% (Tiberius Commodity Alpha Euro OP – CA€) an. Der Tiberius Active Commodity OP (TAC), dessen Vergleichsindex der energielastigere Rogers International Commodity Index ist, konnte sogar 8,39% hinzugewinnen. Die relativen Verluste vom September 2011 konnten beim CA\$ und TAC im Oktober wieder ausgeglichen werden, dem CA€ gelang dies hingegen im Oktober nicht vollständig. Die relative Outperformance betrug beim CA\$ 2,15%, beim TAC 2,36% und beim CA€ 1,57%. Die schlechtere relative Performance des CA€ ist auf den höheren, nicht replizierbaren Benchmarkzins 3-Monats-Euribor (ca. 0,1%), auf Investitionsquoteneffekte infolge starker Währungsbewegungen (ca. 0,2%) und auf Wechselkurseffekte bei der Variation Margin (ca. 0,15%) zurückzuführen.

Um die 60 Basispunkte der relativen Outperformance kommen im Oktober aus der Steuerung der Investitionsquote. Generell setzten wir nach der ausgeprägten Kurskorrektur im September 2011 auf eine Gegenbewegung, da viele Rohstoffe attraktive Fundamentaldaten aufweisen und unser Grundscenario auf einem im Vergleich zu der Mehrzahl der Marktteilnehmer positiveren Makrobild basiert. Aus diesen Gründen betrug die Investitionsquote der Long Only Fonds im vergangenen Monat durchschnittlich 110%. Mitte des Monats antizipierten wir die kurzfristige Kurskorrektur und reduzierten die Investitionsquote auf 100%, erhöhten diese jedoch wieder als die Korrektur beendet war. Zum Monatsende betrug die Investitionsquote bei den long only Fonds erneut 110%.

Besonders positiv stellte sich die Rohstoffselektion im Energiesektor dar. Durch die Übergewichtung von Rohöl zu Lasten der Rohölprodukte Heizöl und Benzin sowie durch zusätzliche taktische Übergewichtungen von Rohöl erzielten die beiden CA Fonds rund 0,9% relativen Mehrwert bei Rohöl der Sorte WTI. Beim TAC lag der relative Wertbeitrag bei Rohöl mit 1,1% etwas höher, da hier Brent aufgrund des höheren Benchmarkgewichts noch stärker unter- und dafür WTI stärker übergewichtet werden konnte. Der relative Wertbeitrag von Erdgas fällt bei den beiden CA Fonds höher aus (60 Basispunkte) als beim TAC (30 Basispunkte), da der Vergleichsindex der CA Fonds ein höheres Erdgasgewicht besitzt als der Vergleichsindex des TAC und deshalb bei den CA Fonds eine höhere Untergewichtung möglich war.

Größere relative Wertbeiträge von 20-30 Basispunkten entstanden in den Basismetall- und Edelmetallsektoren bei Aluminium, Kupfer und Silber. Positiv zu Buche schlug die Untergewichtung von Aluminium, das deutlich hinter der Entwicklung der anderen Basismetalle zurückblieb, und die Übergewichtung von Kupfer, das zu den stärksten Rohstoffen im vergangenen Monat zählt. Die Untergewichtung von Silber von 2% kostete die beiden CA Fonds jedoch rund 30 Basispunkte. Insgesamt konnten die CA Fonds bei den Metallen relativ rund 20 Basispunkte hinzugewinnen, der TAC rund 60 Basispunkte.

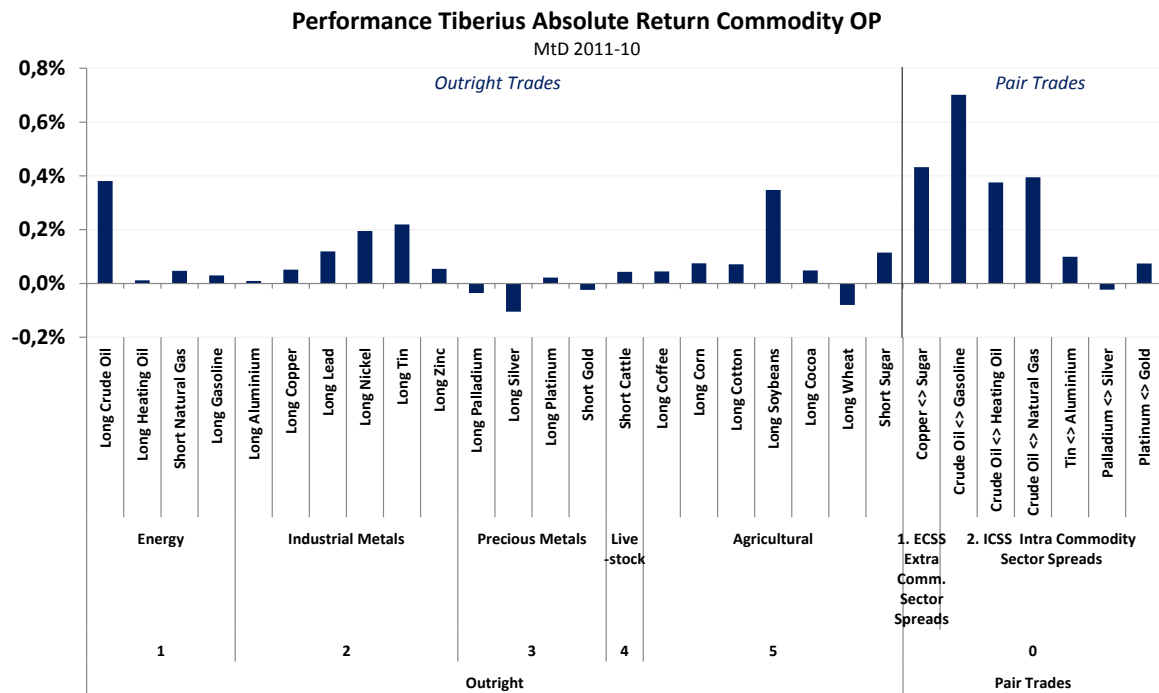
Im Agrarbereich wurde durch die Untergewichtung bei Lebewild (Lebende Rinder und Magere Schweine), dessen Positionen im Laufe des Monats vollständig verkauft wurden und dadurch ein maximales relatives Untergewicht zum jeweiligen Vergleichsindex entstand, ein relativer positiver Performancebeitrag von rund 55 Basispunkten bei den CA Fonds und rund 30 Basispunkten beim TAC erzielt. Die Performance von Lebewild hatten wir in der von uns erwarteten Kursrally bei Rohstoffen verhaltener eingestuft und das Übergewicht deswegen überwiegend in den industrienahen Sektoren Energie und Basismetalle gehalten. Die Kurssteigerungen bei Getreide und Soft Commodities waren geringer als der Anstieg des Vergleichsindex. Die relativen Wertbeiträge der einzelnen Rohstoffe bewegten sich in diesen Sektoren nahe um die Nulllinie, sodass im Agrarbereich in der Summe (Lebewild, Getreide, Soft Commodities) bei den CA Fonds rund 15 Basispunkte erzielt wurden, beim TAC jedoch, aufgrund des geringeren Gewichts von Lebewild im Vergleichsindex, rund 35 Basispunkte negativer relativer Wertbeitrag entstand.



Long/Short Fonds

Auch unser Long/Short Fonds Tiberius Absolute Return Commodity OP (TAR) hatte endlich einmal wieder einen guten Monat. Der Fonds gewann +3,34% im Oktober. Dabei zahlten sich vor allem die längerfristig angelegten Pairtrades aus. Besonders überzeugten die Pairtrades des Energiesektors, die zum Ergebnis des Fonds in der Summe ca. 150 Basispunkte beitrugen. Wir sind bereits seit vielen Monaten die Crack Spreads Benzin-WTI und Heizöl-WTI short. Insbesondere der Benzin Crack Spread scheint den von uns prognostizierten Abwärtstrend nun endlich eingeschlagen zu haben. Im Oktober brachte dieser Pairtrade 70 Basispunkte. Und auch die anderen Pairtrades mit WTI auf der Long-Seite - Long WTI <> Short Heizöl und Long WTI <> Short Erdgas – erzielten jeweils rund 40 Basispunkte. Bei den sektorübergreifenden Pairtrades zahlte sich die strategische Übergewichtung in Kupfer bei einer gleichzeitigen langfristigen Short-Position in Zucker mit ebenfalls rund 40 Basispunkten aus. In der Summe konnten im Pairtrade-Portfolio etwas mehr als 2 Prozentpunkte verdient werden.

Weitere 160 Basispunkte lieferte das mehr taktisch ausgerichtete Outright-Portfolio. Hier wurde im Oktober eine bis auf 20% erhöhte Netto-Long-Quote umgesetzt. Und dies überwiegend in den Industrierohstoffen, so dass bei Rohöl und den Basismetallen Blei, Nickel und Zinn deutlich positive Renditen erzielt werden konnten.



Marktperspektiven

Die Krise der Staatsfinanzen in der Eurozone hat Anfang November ein neues, extrem kritisches Stadium erreicht. Mit Italien wurde zum ersten Mal ein Land von der Refinanzierung an den Bondmärkten abgeschnitten, das für die Fortdauer des Eurosystems von zentraler Bedeutung ist. Die Herbststürme an den Bondmärkten sind der Taktgeber für die Entwicklung der Aktien-, Währungs- und Rohstoffmärkte. Wir haben uns deswegen entschieden, den Schwerpunkt dieses Marktkommentars erneut auf die Makroereignisse zu legen und die mikrospezifischen Rohstofffaktoren in einer Tabelle recht kurz zu halten. Mitte Dezember 2011 wird der Tiberius Kapitalmarktausblick 2012 erscheinen, der sich gewohnt ausführlich mit den individuellen Preisperspektiven der Einzelrohstoffe auseinandersetzen wird.

Makroperspektiven

Bondmärkte: Außer Rand und Band

Als Mario Draghi am 1. November 2011 sein Amt als Präsident der Europäischen Zentralbank antrat, hatten ihm die Finanzmärkte bereits den Fehdehandschuh hingeworfen. Die Zinsen auf 2-3 jährige italienische Staatsanleihen waren auf über 6% und damit auf ein neues Rekordhoch seit dem Start des Euros im Jahr 1999 gestiegen. Der Renditeaufschlag zu 2-3 jährigen deutschen Bundesanleihen übertraf Anfang November 6%. Gleichzeitig gab es keine neuen wirtschaftlichen Entwicklungen, die einen derartig massiven Anstieg der italienischen Refinanzierungskosten rechtfertigen könnten. Von den Währungskrisen in den asiatischen Schwellenländern (1998), in Argentinien(2001) und zuletzt in den PIGS-Staaten wissen wir, dass Spekulationen auf einen Zahlungsausfall staatlicher Anleihen selbsterfüllend werden können, wenn bestimmte kritische Marken bei den Realzinsen überschritten werden. Kein Land kann auf Dauer Realzinsen von mehr als 4% bedienen und gleichzeitig einschneidende wirtschaftliche Reformen und eine Konsolidierung der Staatsfinanzen vornehmen. Insofern führt der von vielen Politikern reflexhaft vorgebrachte Verweis, dass ein Zinsanstieg durch noch größere Sparanstrengungen gekontert werden müsse in die Irre. Typisch für diesen fehlgeleiteten Ansatz ist der Internationale Währungsfonds, der mit seinem Politikansatz in nahezu allen Krisenfällen gescheitert ist. Es gibt kein Sparprogramm für Italien, das die Märkte, wenn der Punkt der selbsterfüllenden Spekulation einmal überschritten ist, noch zur Raison bringen könnte.

Im Grunde genommen handelt es sich um den Fall eines klassischen Bankenruns, der keinen Unterschied zwischen gesunden und ungesunden Marktteilnehmern mehr macht, sondern in Panik alle über einen Kamm schert. In einer derartigen Situation kommt es nicht mehr darauf an, neue „Finanzmarktgipfel“ abzuhalten und immer neue Pläne zu präsentieren, wenn schon die alten, weniger gravierenden Beschlüsse den Finanzmärkten nicht glaubhaft vermittelt werden konnten. Die Politik der „moral suasion“ in der Eurozone ist gescheitert, nicht zuletzt deswegen, weil die verschiedenen Politikverantwortlichen keine einheitliche Sprachregelung gefunden haben. Während eines Runs kommt es nur darauf an, sich den ausufernden Marktverhältnissen entschieden entgegen zu stemmen. Ein erfolgreiches Beispiel für eine abgewehrte Attacke ist der Hong-Kong-Dollar im Jahr 1999. Im Nachgang zur Asienkrise 1998 war es an den Finanzmärkten eine ausgemachte Sache, dass nachdem die anderen asiatischen Währungen abgewertet hatten, auch der Hong-Kong-Dollar fallen würde. China verteidigte den fixen Wechselkurs zum US-Dollar durch geldpolitische Maßnahmen so vehement, dass die Spekulation schließlich vom Hong-Kong-Dollar abließ.

Nun sind Entschiedenheit, Durchsetzungskraft und Führungsstärke keine Eigenschaften, durch die sich die deutsche Bundeskanzlerin Merkel in der Vergangenheit ausgezeichnet hat. Und auch die EZB agiert nicht, sondern reagiert nur zögerlich hinterherlaufend auf aktuelle Marktentwicklungen. Die EZB hat den Märkten kein klares Ziel ihrer Aktionen genannt und es wäre wenig verwunderlich, wenn dieses Ziel noch nicht einmal intern klar formuliert wäre. Als lahmer Handlungsgehilfe, der so lange nolens volens Staatsanleihen kauft bis die Fiskalpolitik ihre Instrumente im Einsatz hat, kann man sich in diesen Märkten keinen Respekt verdienen. Vielleicht sollten die Verantwortlichen sich bei der Schweizer Nationalbank erkundigen, dass ein halbherziges Handeln - z.B. die mutlosen Versuche die Aufwertung des Schweizer Franken in der ersten Jahreshälfte 2011 zu verhindern - sich eher kontraproduktiv auswirken.

Und mit Italien steht dieses Mal wirklich ein Land zur Disposition, das mit zum Kern der Eurozone gehört. Die großen Drei Deutschland (30%), Frankreich (21%) und Italien (16%) erbringen zusammen mehr als 65% der Wirtschaftsleistung der Eurozone, der Markt für italienische Staatsanleihen ist bezüglich der ausstehenden Staatsschulden der zweitgrößte Bondmarkt in der Eurozone. Italienische Staatsanleihen dürften mehr als ein Viertel des von der EZB als Sicherheiten gehaltenen Collaterals ausmachen. Ein Scheitern Italiens würden weder der europäische Bankensektor (inkl. EZB) noch der Euro überleben. Anstelle eines großen und liquiden Bondmarkts in einer gemeinsamen Währung, die sich für ausländische Investoren bei den Währungsreserven als eine Anlagealternative zum USD

etabliert hat, würde ohne Italien ein Flickenteppich kleinerer, mehr oder weniger verbundener nationaler Währungen entstehen, die auf internationaler Bühne unbedeutend sind. Bei aller angebrachter Aufmerksamkeit für Griechenland verwundert es schon, mit welcher Nonchalance die Preisimplosion italienischer Bonds bisher hingenommen wurde.

Land	Ausstehende Staats-schulden in Mio EUR	% Anteil
Deutschland	2.061.795	26,29%
Italien	1.842.826	23,49%
Frankreich	1.591.169	20,29%
Spanien	641.802	8,18%
Niederlande	369.894	4,72%
Belgien	340.739	4,34%
Griechenland	329.351	4,20%
Österreich	205.576	2,62%
Portugal	161.257	2,06%
Irland	147.988	1,89%
Finnland	86.975	1,11%
Slowakei	26.998	0,34%
Slowenien	13.737	0,18%
Zypern	10.653	0,14%
Luxemburg	7.673	0,10%
Malta	4.250	0,05%
Estland	957	0,01%
Gesamtsumme	7.843.638	100,00%

Quelle: Eurostat, Stand Ende 2010

Während eines Runs müssen die Verantwortlichen zu außergewöhnlichen Maßnahmen bereit sein. Gefragt ist an dieser Stelle in erster Linie die EZB. Und innerhalb der EZB sind es die deutschen Geldpolitiker, die begreifen müssen, dass eine Neuauflage der Deutschen Mark in neuem Kostüm (Euro) von Anfang an illusorisch war. Es war von Anfang an zu befürchten, dass die Geldpolitik in der Eurozone sich am kleinsten gemeinsamen Nenner, sprich an den schwächsten Mitgliedsstaaten orientieren müsse. Und die schwächsten Mitgliedsstaaten sind mit einer Währung, die im Innen- und Außenverhältnis bisher zu den stabilsten auf der Welt zählt, auf Dauer überfordert. Die EZB ist bisher noch nicht in den Abwertungslauf zwischen USD und asiatischen Währungen eingetreten und das obwohl das Eurosystem mit dem Rücken zur Wand steht. Eine Schwächung des Euro durch die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge im Zuge von Direktkäufen von Staatsanleihen am

Sekundärmarkt schlägt zwei Fliegen mit einer Klappe: Zum einen ließe sich die außer Kontrolle geratene Spekulation an den Bondmärkten zurückdrängen, zum anderen würde die Wettbewerbsfähigkeit der PIGS und Italiens gestärkt. Und die EZB hat auch das Mandat dazu. Käufe am offenen Markt gehören zu ihrem Tagesgeschäft. Angesichts der Probleme in Europa dürfte sich der internationale Widerstand gegen eine Abwertungsmaßnahme in Grenzen halten. Die Folgen wären eine mittelfristig erhöhte Inflationsrate über dem Zielniveau der EZB. Ein tolerierbares Übel im Vergleich zu den Schocks, die im Falle einer permanenten Abwertung oder gar Ausbuchung italienischer Staatstitel drohen.

Aber nicht nur die Geldpolitik, sondern auch eine verbesserte Regulierung ist in diesen Tagen gefragt. Es ist z.B. nicht einzusehen, warum ein Short-Selling-Verbot für italienische Banken verhängt wurde, aber italienische Staatsschulden, die das Problem bei den italienischen Banken erst verursacht haben, weiter ungehindert geshortet werden können. Es auch ist nicht einzusehen, warum der Handel in liquiden und öffentlichen Futures-Märkten an organisierten Börsen eingeschränkt wird, aber der Wildwuchs bei Credit Default Swaps nicht beschnitten wird. Es ist zudem kaum vermittelbar, warum den Sparern in den PIGS-Staaten ein Kapitaltransfer völlig ungehindert möglich ist, was innerhalb des Targetsystems riesige Schuldsalden zwischen den nationalen Notenbanken generiert. Im Falle eines Runs kann es sinnvoll sein, die Läden kurzzeitig herunterzulassen. Möglicherweise ist es sogar notwendig. Geraten die Kapitalströme innerhalb der Eurozone außer Kontrolle, dann müssen sie kontrolliert werden. Springen die italienischen Zinsen an einem Tag um einen vollen Prozentpunkt nach oben, dann ist es sinnvoll, diesen Markt direkt zu regulieren. Wenn im Rahmen des EFSF italienische Staatsanleihen gekauft werden, dann sollte dies mit einem klaren Ziel geschehen. Für den schlimmsten Fall sollten auch Lock-Up-Perioden und Verkaufsverbote nicht ausgeschlossen werden. Kurzum: die europäische Wirtschaftspolitik muss zu härteren Mitteln greifen, will sie die sich verselbständigende Krise eindämmen.

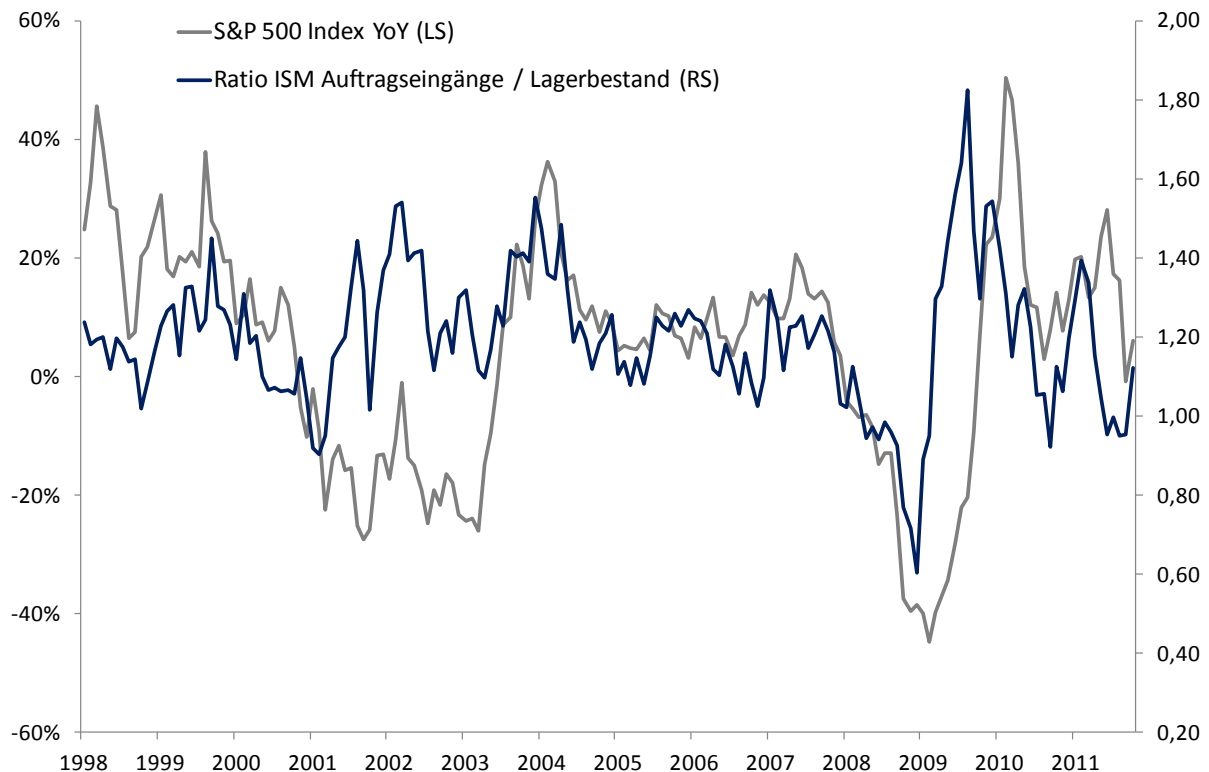
Aktienmärkte: Ampel steht kurz vor dem Umspringen auf Grün

Für eine Jahresendrallye der Aktienmärkte fehlt nur noch das Signal der EZB, die Zentralbankgeldmenge auszuweiten und den Euro abzuwerten. Sollte dieses nicht kommen, ist es nicht auszuschließen, dass der andere große Inflationierer, die amerikanische Notenbank, doch noch ein drittes Quantitative Easing Programm auflegt. Nicht dass ein solches Programm geeignet wäre, Arbeitsplätze schaffen. Dazu ist die Geldpolitik nicht befähigt. Ein Umstand, den US-Notenbankchef

Ben Bernanke sich immer noch weigert einzugestehen. Aber es würde die Asset Inflation erzeugen, die die Konsumenten wieder zuversichtlicher in die Zukunft blicken lässt. Die monetären Bedingungen sind in beiden Fällen vorteilhaft für die Aktienmärkte. Wir hegen zudem die Vermutung, dass viele Marktteilnehmer durch die Volatilität in den letzten Monaten aus den Märkten herausgeschreckt wurden und mit relativ hohen Cash-Beständen an der Seitenlinie stehen. Der charttechnische Abschluss der angedeuteten Bodenbildungen in Verbindung mit einer Beruhigung der Staatsanleihenmärkte dürfte in einem derartigen Umfeld hohes Kaufinteresse auslösen.

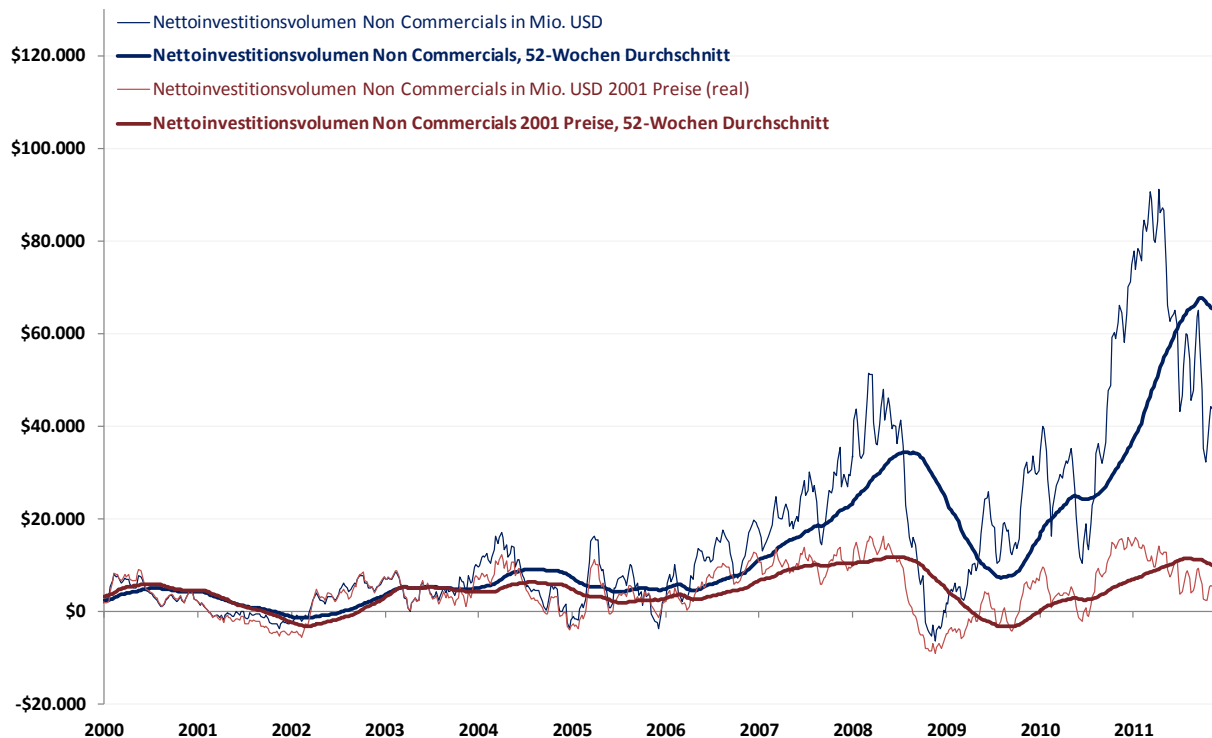
Von der Konjunkturfront gibt es wenig Neues. Die Daten deuten nach wie darauf hin, dass es kein Abkippen in die Rezession, sondern ein durchschnittliches bis leicht unterdurchschnittliches Wachstum gibt. In China haben sich die Frühindikatoren auf leicht unterdurchschnittlichem Niveau stabilisiert. Die Inflationsrate war zuletzt rückläufig und gibt der Geldpolitik wieder etwas Spielraum für eine leichte Lockerung. Viel wird jedoch nicht kommen, da die chinesische Führung zuletzt angedeutet hat, dass sie den Preisrückgang im chinesischen Immobiliensektor als noch nicht ausreichend beurteilt. In Australien ist mittlerweile die erste Leitzinssenkung erfolgt, weitere werden folgen. Es bleibt abzuwarten, ob dies für eine weiche Landung des überbewerteten Immobiliensektors reicht. In Japan ist der Nikkei weit hinter den anderen Märkten zurückgeblieben. Dies ist jedoch weniger Ausdruck einer negativen Konjunkturdynamik als vielmehr der zu starken Währung, die die Exportwerte belastet. Zuletzt waren wieder Interventionen gegen die Yen-Stärke zu beobachten. Ähnlich wie in Europa mangelt es diesen Aktionen aber an Entschlossenheit, so dass eine Umkehr der Kapitalströme noch nicht eingesetzt hat.

In den USA ist die Konjunktur robuster, als es ihr viele Marktteilnehmer vor Wochen noch zugetraut haben. Zudem geht die Dynamik in die richtige Richtung. Die vorlaufenden Indikatoren beim Einkaufsmanagerindex (Neuaufträge) sprangen zuletzt an, während die nachlaufenden Komponenten (Lagerentwicklung, bezahlte Preise) zurückfielen. Dadurch ist das Ratio beider Größen, das sich im Backtesting für die Aktienmärkte in den letzten Jahren als einer der besten Indikatoren herausgeschält hat, von leicht untergewichten auf leicht übergewichten gesprungen. In Europa bleibt die Lage unübersichtlich. Die Frühindikatoren in den Krisenländern sind eingebrochen, während der Optimismus der deutschen Unternehmen angesichts des gefühlten Armageddon an den Finanzmärkten noch erstaunlich standfest ist.

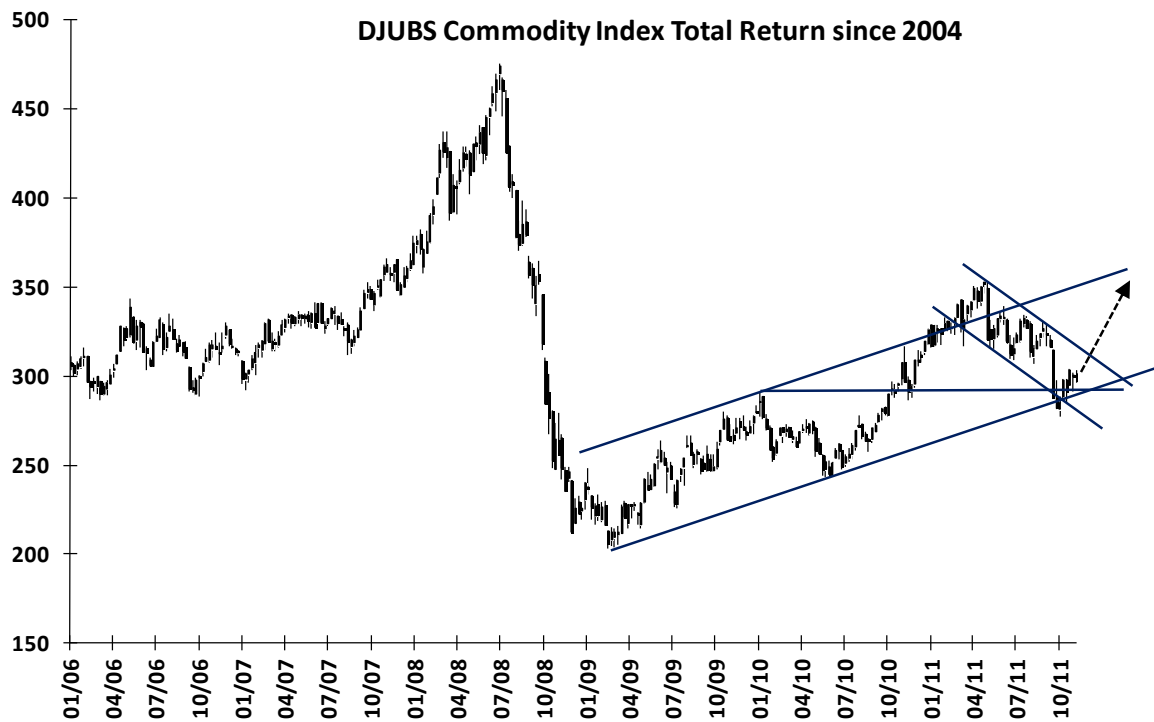


Rohstoffmärkte: Uneinheitlich

Während an den Bond- und Aktienmärkten eine unübliche hohe Volatilität herrscht, scheinen die Rohstoffmärkte etwas in Vergessenheit geraten sein. Die Ausnahme ist Rohöl, das sich aufgrund von Angebotsproblemen und geopolitischer Befürchtungen (Iran) sogar noch dynamischer entwickelt hat als die Weltaktienmärkte. Ein typisches Beispiel sind die Agrar- und hier vor allem die Getreidemärkte, bei denen trotz teilweise ansprechender Fundamentaldaten immer noch Kapitalabflüsse zu beobachten sind. Auch bei den Industriemetallen ist eine zähe Bodenbildung weit unter dem korrespondierenden Niveau der Aktienmärkte zu beobachten. Wir sehen in unserem Mikrokosmos kaum Abflüsse, aber eben auch kaum Zuflüsse. Ähnlich wie bei Aktien scheint viel Bargeld an der Seitenlinie zu stehen, das erst eine nachhaltige Bodenbildung abwarten will.



Aus fundamentaler Sicht spricht kaum etwas gegen ein Rohstoffinvestment. Die Terminkurven sind leicht überdurchschnittlich attraktiv, viele Märkte befinden sich unserer Einschätzung nach im Defizit (Rohölkomplex, Kupfer, Zinn, Palladium, Mais, Sojabohnen, Kaffee) und weisen zum Teil hartnäckige Angebotsprobleme auf (Rohöl, Kupfer, US-Mais, US-Sojabohnen, US-Baumwolle). Die Konjunkturentwicklung ist nicht so schlecht, wie dies vor Wochen noch befürchtet wurde und die monetären Aussichten sind vielversprechend für alle realen Vermögenswerte. Und auch charttechnisch sind wichtige Unterstützungen geboten, die im positiven Fall erhebliches Aufwärtspotenzial eröffnen. Wir gehen davon aus, dass der Dow Jones UBS Index seinen Aufwärtstrendkanal halten kann und sich in den nächsten sechs bis neun Monaten wieder in Richtung der oberen Trendkanallinie bewegt. Das Kursziel für diesen Zeitraum liegt bei rund 350 Punkten.



Mikroperspektiven**Energie****Rohölkomplex: Neutral; Rohöl: Stark Übergewichten; Rohölprodukte: Stark Untergewichten**

- OECD Rohöl-Lagerbestände sind auf ein außergewöhnlich niedriges Niveau gesunken.
- US Rohöl-Lagerbestände außerhalb von PADD2 befinden sich nunmehr unterhalb des Vor-Rezessionsniveaus.
- Die Lagerkapazitätsauslastung in Cushing, Oklahoma, nimmt weiterhin deutlich ab. Der Preisaufschlag von LLS/Brent/Heizöl/Benzin gegenüber WTI ist immer noch viel zu hoch, vergleicht man diesen mit der aktuellen Lagerkapazitätsauslastung in Cushing.
- Terminkurven der meisten Rohölsorten (WTI, Brent und Dubai) befinden sich in Backwardation.
- Geopolitische Risiken nehmen derzeit deutlich zu. Israel drohte zuletzt mit einem Militärschlag gegen den Iran, nachdem die IAEA (International Atomic Energy Agency) erstmals erklärte, dass sie den Iran verdächtigt, geheime Experimente zum Bau von Atomwaffen durchzuführen.
- Aber die saisonale Nachfrage nach Benzin innerhalb der USA ist weiterhin sehr schwach.
- Es besteht die Gefahr, dass sinkende Aktienmarktkurse die Rohölnotierungen mit nach unten ziehen.

US Erdgas: untergewichten

- Sehr starkes Angebotswachstum in den USA. Das US-Erdgas-Angebotswachstum ist weiterhin deutlich größer als das US-Erdgas-Nachfragewachstum.
- Nachhaltige Reduktion des Drillings ist nicht zu erkennen.
- Defizit zum Vorjahr nun fast vollständig geschlossen. Der Überschuss gegenüber dem 5-Jahresdurchschnitt wird von Woche zu Woche größer.
- Die Erdgaslagerbestände werden zum Ende der Withdrawal Season im Frühjahr 2012 vermutlich einen neuen Rekordwert erreichen.
- Der nächstfällige Erdgas-Kontrakt hat seine technische Unterstützungslinie nach unten durchbrochen und sollte die Zielmarke von 3,50 USD je mmBtu im Laufe der nächsten Woche erreichen.
- Um dieses Niveau wird die Short-Position in eine neutrale Positionierung überführt.

Industriemetalle**Kupfer – Übergewichten:**

- Schwache Angebotsseite (Streiks, sinkender Erzgehalt, weniger Recyclingmaterial, etc.) verursacht Marktdefizit von 200.000-300.000 Tonnen in 2011.
- Durch opportunistisches Re-Stocking in China sinken LME-Börsenlagerbestände deutlich.
- Für 2012 wird entscheidend sein, ob neue Minenprojekte tatsächlich nach Plan produzieren können. Wenn nicht, bleibt der Markt auch weiterhin im Defizit.

Aluminium – Untergewichten:

- Struktureller Überschussmarkt mit viel zu hoher Produktionskapazität, v.a. in China.
- Hohe physische Prämien in USA / Europa, weil Lagerverwalter selbst Material nachfragen (sie erreichen dadurch eine höhere Auslastung ihrer Lager; aufgrund von LME-Regularien ist das Metall z.T. mindestens für 12 Monate im Lagerhaus gebunden).
- Defensives Metall, das nahe an seinen Produktionskosten gepreist ist. Insofern kaum noch Abwärtspotenzial. Allerdings auch wenig Aufwärtspotential, nicht zuletzt wegen einer unattraktiven Terminkurve.

Nickel – Kurzfristig Übergewichten, Mittelfristig Neutral:

- Niedriger Preis (derzeit 18.000 US-Dollar / Tonne) führt zu Produktionskürzungen bei chinesischen Nickel Pig-Iron (NPI)-Herstellern.
- Stetiger Lagerabbau in LME-Lagerhäusern deutet auf ein Marktdefizit hin.
- Stahlkonjunktur derzeit in zyklischem Tief, Nachfrage sollte aber wieder anziehen.
- Neue Projekte beginnen nun mit ihrer Produktion (z.B. Ravensthorpe), dies führt spätestens ab H2 2012 wieder zu einem erheblichen Marktüberschuss.

Zink – Neutral:

- Höchster Überschuss 2011 von allen Industriemetallen, enormer Lageraufbau an der LME.
- Preise unter 2.000 US-Dollar / Tonne sind bei angenommener, leicht positiver (Stahl-) Konjunkturentwicklung nicht nachhaltig; Margendruck bei chinesischen Minen.
- Sinkende Raffineriemargen (TC/RC) sind Ausdruck von Überkapazität im Verhüttungssektor, kein Anzeichen eines knappen Marktes für Zinkkonzentrat.

Blei – Neutral:

- Dieses Jahr im Überschuss (im Gegensatz zur Erwartung am Jahresbeginn).
- Schwache Preisentwicklung führt zu niedrigerer Minenproduktion in China.
- Saisonal starke Nachfrage in den Wintermonaten, verstärkt durch die staatlich angeordnete Schließung vieler Batteriefabriken in China während der Sommermonate.

Zinn – Übergewichten:

- Leichtes Marktdefizit i.H.v. etwa 5.000 Tonnen für 2011 erwartet.
- Exportstop durch Indonesien, größter Zinnproduzent neben China, bis die Preise wieder 25.000 US-Dollar / Tonne überschritten haben. Nur kurzfristig positiv, weil sich damit höchstwahrscheinlich interne Lagerbestände aufbauen. Dafür Halbierung des LME – Lagerbestandes seit August 2011 von 22.000 Tonnen auf 12.000 Tonnen.
- Schwächere Weißblech-Nachfrage in USA/Europa, wird teilweise durch China kompensiert.

Edelmetalle**Gold – Untergewichten:**

- Enorme Überbewertung von Gold gegenüber anderen Rohstoffen und Konsumentenpreisen; sichere Häfen werden die Verlierer der nächsten Jahre.
- US-Dollar steht vor dem Wendepunkt und dürfte deutlich stärker notieren, sobald die Eurozone (und evtl. Japan) in den Abwertungswettlauf eintreten.
- Einzig das negative Realzins-Umfeld dient noch als Kaufargument für Gold.
- Kursrückgang bis Ende 2012 auf 1.300 US-Dollar / Unze.

Silber – Neutral, Mittelfristig Untergewichten:

- Im Zuge des starken Abverkaufes wurde unser Kursziel von 28 US-Dollar / Unze erreicht.
- Industrienachfrage durch globale Konjunktursorgen vorerst leicht schwächer; Phantasie im Solarsektor durch leicht negatives Wachstum in Europa ebenfalls gedämpft.
- Auf absehbare Zeit großer Primärmarktüberschuss.
- Negativer Ausblick vor dem Hintergrund unserer Goldprognose. Gold-Silber-Ratio neutral.

Platin – Übergewichten, Mittelfristig Neutral:

- Platin wird mit Abschlag zu Gold gehandelt; dies ist historisch unüblich und führt zu einem enormen Anstieg der Schmucknachfrage (ähnlich wie 2008 / 2009).
- Die Minenproduktion in Südafrika ist starkem Kosten- / Inflationsdruck ausgesetzt. Dies macht langfristige Explorationsprojekte eher unattraktiv. Allerdings führt der zuletzt deutlich schwächere südafrikanische Rand zu höheren Verkaufserlösen.
- Platin befindet sich deutlich im Überschuss. Nach Normalisierung des Gold / Platin – Ratios dürften die eher schwachen Fundamentaldaten wieder in den Vordergrund treten.

Palladium – Leicht Übergewichten

- Geringes Marktdefizit 2011, dürfte auch 2012 wiederholt werden.
- Völlige Abhängigkeit von der Automobilkonjunktur in den weltweiten Schwellenländern. Da die Schmucknachfrage bei Palladium im Gegensatz zu Platin kaum Bedeutung hat, ist die zyklische Preiskomponente höher.
- Immer deutlichere Anzeichen, dass überschüssige russische Staatsbestände zur Neige gehen.

Getreide**Weizen – Neutral**

- Gute Versorgungslage in den USA als auch global.
- Günstigere Exporte aus Russland und der Ukraine belasteten bisher Exporte aus den USA, aus logistischen Gründen sollten jedoch die Lieferungen aus Russland und der Ukraine im Winter geringer ausfallen.
- Verschiebung von Futtermittelnachfrage zu Gunsten von Weizen aufgrund des Preisvorteils von Weizen gegenüber Mais.
- CFTC Netto-Short-Positionierung spekulativer Marktteilnehmer bei Chicago Weizen. Short covering wahrscheinlich.

Mais – Übergewichten

- Knappe Versorgungslage sowohl in den USA als auch global.
- Im September 2011 eingetretener Preistrückgang führte zu höherer Nachfrage.
- Preistrückgänge wurden bisher als Kaufgelegenheiten von chinesischen Importeuren genutzt.
- Vorteilhafte Margen von Ethanolproduzenten führten zu höherer Ethanolproduktion in den USA.

Sojabohnen – Übergewichten

- Knappe Versorgungslage in den USA.
- Hohe Ernte in Brasilien führte zu Verschiebungen im globalen Handel von Sojabohnen (höhere Exporte aus Brasilien, geringere aus den USA).
- Bisher verhaltene Importnachfrage aus China, sollte allerdings künftig wieder zunehmen.
- Aktuelle Preiskonstellation deutet auf Verlust von Ackerfläche zu Gunsten von Mais im nächsten Anbauzyklus hin.

Soft Commodities**Baumwolle – Übergewichten**

- Globale Angebotssteigerung aufgrund hoher Baumwollpreise, jedoch Probleme in Pakistan und Indien.
- Ernte in den USA sollte durch extreme Dürre in den Hauptanbaugebieten schlechter als erwartet ausfallen.
- Exportvereinbarungen zwischen den USA und China stiegen zuletzt an.
- Aktuelles Preisniveau dürfte zum Aufbau von Lagerbeständen genutzt werden.

Kaffee – Übergewichten

- Angebot hochwertiger Arabicabohnen voraussichtlich niedriger als erwartet aufgrund extremer Regenfälle in Mittelamerika und geringerer Produktionseinschätzung in Kolumbien.
- ICE-Lagerbestände befinden sich auf einem sehr niedrigen Niveau.
- Gute Nachfragedaten.

Kakao – Übergewichten

- Übergang von einem globalen Marktüberschuss in ein globales Marktdefizit erwartet.
- Geringe Wahrscheinlichkeit weiterer Produktionssteigerungen in Westafrika.
- Gute Nachfragedaten.

Zucker – Untergewichten

- Globaler Marktüberschuss erwartet.
- Gute Ernten in Indien, Russland, EU.
- Probleme bei der brasilianischen Produktion sind in den Kursen eingepreist.
- Zuletzt weitere Verflachung der Terminkurve.

Stuttgart, den 11.11.2011

Tiberius Rohstoff-Research

Wichtige rechtliche Information

Die Angaben in diesem Dokument gelten weder als Angebot 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 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 unter Tel. +41 41 560 0081 / info@tiberiusgroup.com.

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 Brochüre 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.

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