

Marktkommentar November 2011



© 2011

Tiberius Asset Management AG
Alle Rechte vorbehalten

Performancerückblick: Richtungslos

Der November 2011 endete so, wie er begonnen hatte: mit einem Paukenschlag. Während zu Monatsbeginn die neuen Renditehochs italienischer Staatsanleihen und der Wirbel um den (inzwischen zurückgetretenen) griechischen Ministerpräsidenten Papandreu für herbe Kursverluste an den Finanz- und Rohstoffmärkten sorgten, lösten die globalen Zentralbanken am letzten Tag des Monats eine fulminante Kursrallye aus. In einer konzertierten Aktion mit der europäischen, japanischen, englischen, schweizer und kanadischen Zentralbank senkte die amerikanische Federal Reserve den Zinsaufschlag ihrer Notfallfazilität für Overnight-US-Dollar Kredite um 50 Basispunkte. Außerdem wurden die Dollar-Swap-Linien bis Februar 2013 verlängert.

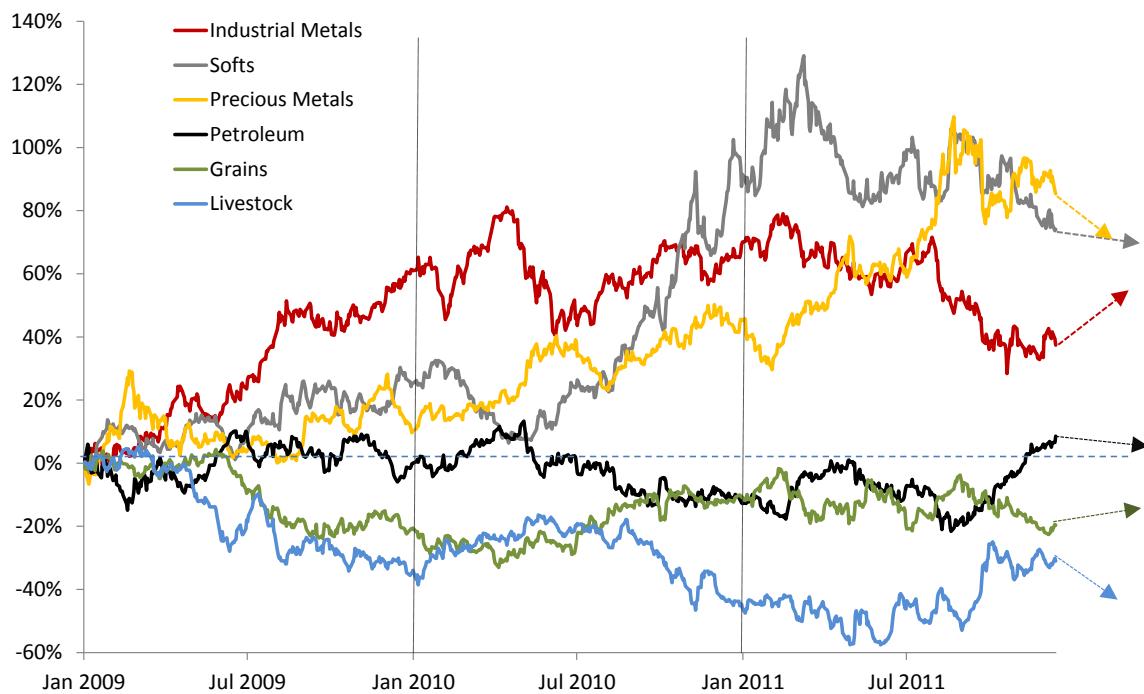
Zwischen diesen Ereignissen dümpelten die Märkte weitestgehend richtungslos vor sich hin. Alles in allem beendeten die globalen Aktienmärkte, der EUR / USD Wechselkurs sowie die meisten Rohstoffmärkte den Monat mit einem leichten Minus. Positive Ausnahme war der S&P Goldman Sachs Commodity Index (GSCI) mit +0,7%, der von seiner hohen Gewichtung des Rohölkomplexes profitierte. Damit ließ er sowohl den Rogers International Commodity Index (RICI; -2,1%) als auch den Dow Jones UBS Commodity Index (DJUBS; -3,1%) hinter sich.

Unter den Rohstoffen war Rohöl der Sorte WTI mit einem Plus von 7,6% der unangefochte Spaltenreiter. Dafür verantwortlich waren vor allen Dingen die fortgesetzt positive Lagerbestandsentwicklung rund um den Lieferpunkt Cushing, Oklahoma, sowie die Verschärfung der Rhetorik im Konflikt zwischen Israel und dem Iran. Die Raffineriemargen (Crack Spreads) verbilligten sich - wie von uns schon seit langem postuliert – deutlich. Benzin (-2,9%) und Heizöl (-1,1%) notierten damit jedoch noch weit vor Erdgas (-12,2%), das wegen der immer noch stark wachsenden US-Produktion, rekordhoher Lagerbestände und vergleichsweise milden Wetters weiter abverkauft wurde.

Auffällig war außerdem die relative Schwäche der Agrarrohstoffe. Bei Mais (-8,6%), Sojabohnen (-7,7%) und Weizen (-8,4%) gab es zwar mit Ausnahme eines leicht schwächer als erwartet ausgefallenen Monatsberichts des US-Landwirtschaftsministeriums (USDA) keine fundamentalen Neuigkeiten. Das Investorensentiment zu Getreiden ist aber bereits seit Wochen sehr negativ. Vor allem bei Weizen bestehen inzwischen schon wieder recht hohe Short-Positionen spekulativer Marktteilnehmer. Die Lebendviehkontrakte entwickelten sich hingegen beide leicht positiv. Sowohl

Lebende Rinder (+2,2%) als auch Magere Schweine (+3,4%) profitierten von den sinkenden Futtermittelpreisen.

Relative Performance der DJUBS Subindizes seit 1. Januar 2009



Unter den Soft Commodities geriet insbesondere Kakao (-17,4%) unter Druck. Hier spielte die Ankündigung der Intercontinental Exchange (ICE) eine Rolle, die Bedingungen an die Qualität für lieferbaren Kakao zu verschärfen. Dies sorgte gerade beim auslaufenden Dezember 2011 Kontrakt für einen enormen Abschlag gegenüber dem März 2012 Kontrakt. Wir halten dies jedoch für ein vorübergehendes, markttechnisches Phänomen, das den aussichtsreichen Fundamentalsdaten des Kakaos widerspricht. Hochwertiger Arabica-Kaffee (-0,7%) wies in diesem Sektor die beste Performance auf, während Zucker (-9,4%) und Baumwolle (-12,6%) heftigere Kursverluste hinnehmen mussten.

Die Industriemetalle entwickelten sich recht inhomogen. Zink (+4,1%) konnte sich nach den Kursverlusten der letzten Monate stabilisieren, während Nickel (-11,1%) der größte Verlierer war. Wir halten dieses Auseinanderfallen für nicht gerechtfertigt, da beide Metalle an der Stahlkonjunktur hängen. Diese dürfte sich nach unseren Prognosen moderat positiv entwickeln, sodass vor allem

Nickel ein gewisses Aufholpotential haben sollte. Hier liegt unser 6 Monats-Kursziel bei mindestens 22.000 US-Dollar / Tonne und damit um etwa 25% über dem vorherrschenden Niveau.

Zu den Edelmetallen gab es eine kaum veränderte Nachrichtenlage, sodass Gold den Monat quasi unverändert abschloss, Silber (-7,2%) sich jedoch eher an den Basismetallen orientierte und etwas Boden verlor.

Für die kommenden Monate halten wir die Industriemetalle als relativ unterbewertet gegenüber den anderen Rohstoffsektoren. Aluminium und Nickel notieren bereits unter den Grenzkosten der Produktion, Zink steht kurz davor und Zinn bzw. Kupfer befinden sich zumindest in einem leichten Defizit. Auch die Getreide haben in den nächsten Monaten nochmals Potential für eine Preisrallye, da die Lagerbestände vor allem in den USA auf sehr niedrigen Niveaus verweilen. Ähnlich wie die (vermeintlich) „sicheren Häfen“ in anderen Finanzmarktsegmenten, sehen wir die Edelmetalle als relative Underperformer im Rohstoffsektor. Auch der Lebendviehsektor sollte sich aus relativer Sicht schwächer entwickeln. Den Energiesektor sowie die Soft Commodities schätzen wir als neutral ein, mit der Tendenz zu einer leichten relativen Schwäche.

Performance unserer aktiven Rohstoff-Fonds - November 2011

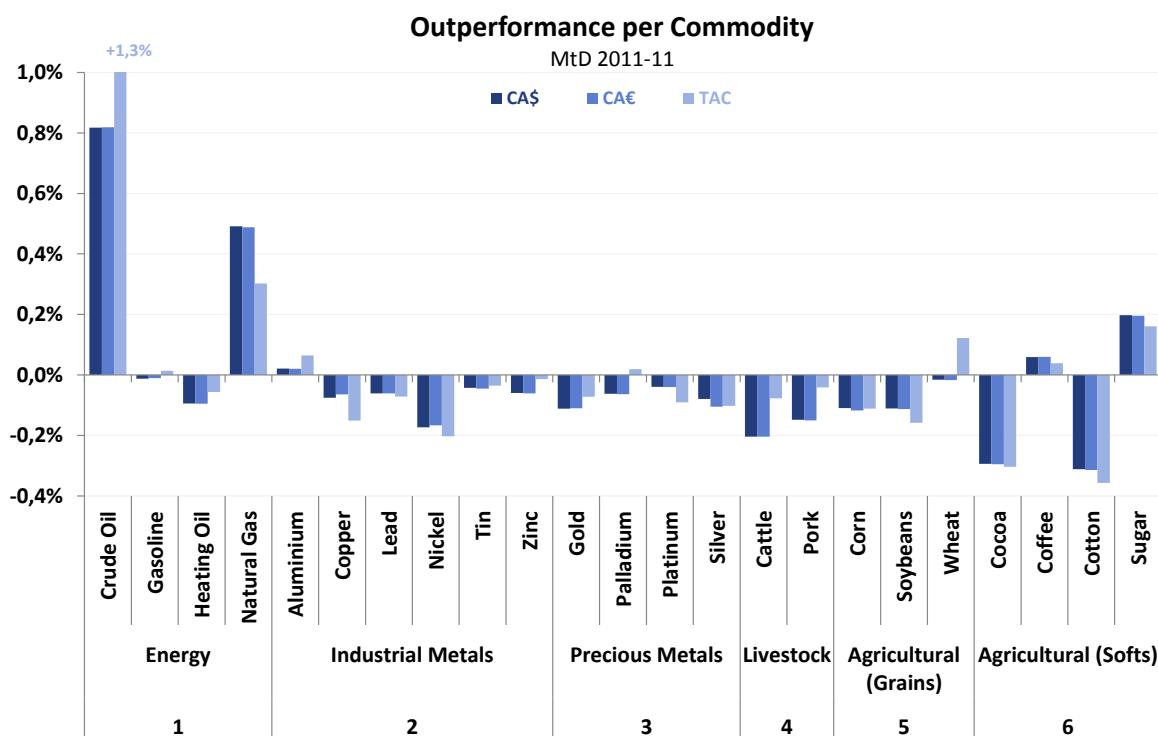
Der Feiertag in Deutschland am 1. November 2011 bewirkte, dass nicht für alle Tiberius Fonds NAVs auf Basis der Schlusskurse vom 31. Oktober 2011 berechnet werden konnten. Um die Aussagen zur Performanceentwicklung vergleichbar zu machen, basiert die Performancerechnung für alle Fonds deshalb auf den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

Long Only Fonds

Nachdem aus unserer Sicht im Oktober 2011 der Turnaround bei der absoluten und relativen Performance gelungen war, bröckelten die Kurse unserer long only Fonds im November 2011 wieder leicht ab. Die beiden Fonds, die sich gegen den Dow Jones UBS Commodity Index (DJUBS) messen, verloren absolut -3,95% (Commodity Alpha OP - CA\$) bzw. -3,80% (Tiberius Commodity Alpha Euro OP – CA€). Gegenüber dem DJUBS entspricht dies einer relativen Underperformance von -0,83% bzw. -0,81%. Die leicht bessere Performance des CA€ resultiert aus einer kleinen USD-Währungsposition, die zwischenzeitlich im Collateral Portfolio gehalten wurde. Erfolgreicher war unser Tiberius Active Commodity OP (TAC), dessen Vergleichsindex der energielastigere Rogers International Commodity Index (RICI) ist. Der Fonds schloss mit -1,84% den November 2011 knapp 0,3% besser als der RICI ab. Die Outperformance des TAC beruhte im wesentlichen auf der Positionierung im Rohölbereich. Wir hatten im TAC Rohöl der Sorte WTI (21% Gewicht im RICI) um 14% übergewichtet und entsprechend Rohöl der Marke Brent (14% Gewicht im RICI) untergewichtet. In den beiden CA-Fonds war dieser Spread nicht möglich, da Rohöl der Sorte Brent bis Januar 2012 noch nicht im DJUBS Index vertreten ist.

Im Energiebereich konnten die beiden CA-Fonds jedoch von der Untergewichtung der Rohöl Produkte Benzin und Heizöl und der gleichzeitigen Übergewichtung von WTI profitieren. Dieser Crack Spread Short erzielte um die 70 Basispunkte relative Performance. Beim TAC waren es inklusive des WTI-Brent-Spreads knapp 130 Basispunkte. Bei Erdgas zahlte sich die deutliche Untergewichtung (-5%) ebenfalls aus. Die beiden CA-Fonds gewannen relativ rund +0,5%. Beim TAC waren es nur 30 Basispunkte, da die Short-Position aufgrund des geringen Gewichts von US-Erdgas im RICI (3%) nicht voll umgesetzt werden konnte.

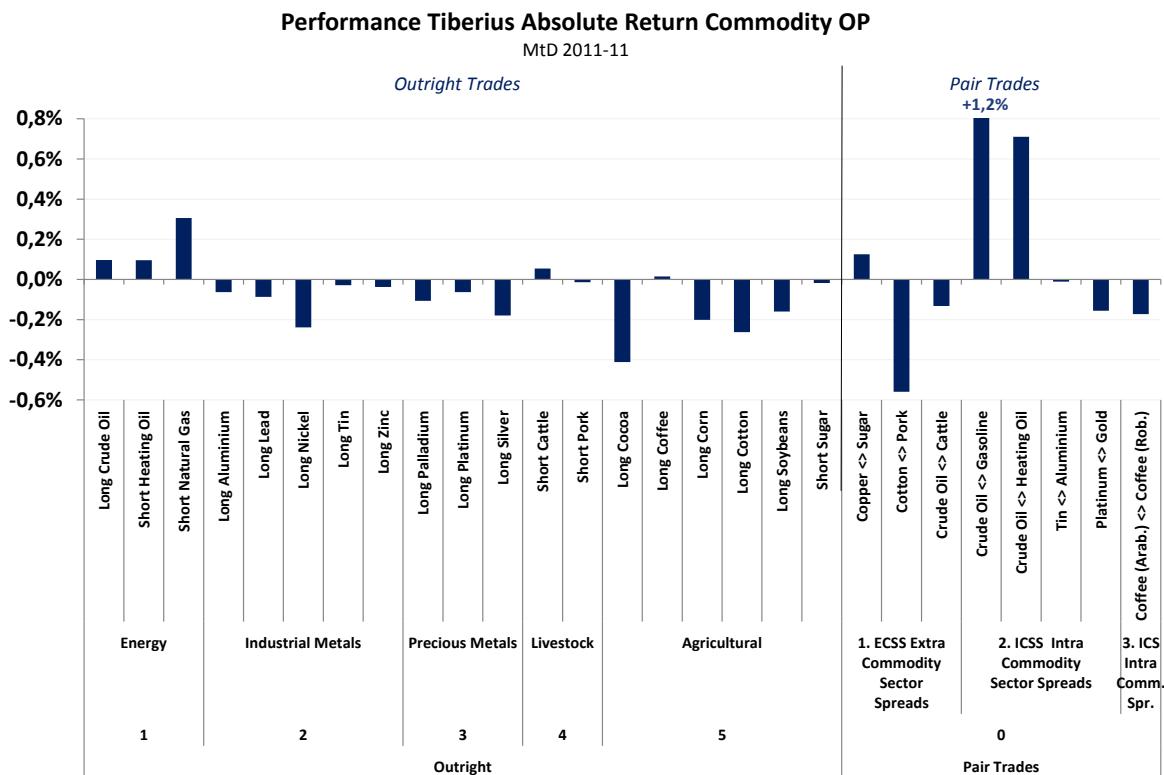
Leider erschöpfen sich die positiven relativen Wertbeiträge weitgehend mit dem Energiesektor. Bei den Metallen, bei Getreide und bei Lebendvieh sind überwiegend negative relative Renditen angefallen, die sich aber zwischen 0% und -0,1% im Rahmen hielten. Bei den Soft Commodities wurde in der Summe ebenfalls eine schlechtere Entwicklung als bei den Vergleichsindizes verzeichnet. Rund 30 Basispunkte verloren wir bei Kakao und Baumwolle. Wie wir in unserem Kapitalmarktausblick 2012 ausführen, glauben wir, dass die fundamentale Ausgangssituation bei Kakao wesentlich besser ist als das Marktsentiment. Bei Baumwolle spiegeln die monatlichen Berichte des US-Landwirtschaftsministeriums (USDA) nicht die von uns knapper eingeschätzte Versorgungslage in den USA wider. Wir halten an beiden Positionen in den nächsten Wochen fest. Positiv war hingegen die relative Wertentwicklung bei Zucker, der seit Monaten in den Fondsportfolien nicht mehr vertreten ist. Diese Short-Position zu den Vergleichsindizes generierte im November 2011 eine Outperformance von knapp 0,2%.



Long/Short Fonds

Unser Long/Short Fonds Tiberius Absolute Return Commodity OP (TAR) beendete den Monat November 2011 mit einer Performance von -0,03% nahezu unverändert. Bei den Rohstoffen ergab sich eine leicht negative Wertentwicklung (-0,27%), die aber durch einen positiven Wertbeitrag des Collateral Portfolios (Aktive USD-Position von +8%) ausgeglichen werden konnte. Wie im Oktober 2011 zahlten sich vor allem die längerfristig angelegten Pairtrades aus. Das Pairtrade-Portfolio gewann etwas mehr als einen Prozentpunkt. Erneut waren es die Pairtrades im Energiesektor, die positiv 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. Beide Trades wurden im Vergleich zu den long only Fonds gehobelt, da sie keinen Beschränkungen durch Benchmarkgewichte unterliegen. Im November 2011 konnten wir den Absturz des Benzin-Crack-Spreads von 16 USD auf 7 USD je Barrel voll mitnehmen. Dadurch wurde eine Outperformance von +1,2% generiert. Zwischen 5 USD und 7 USD je Barrel wurde ein Großteil dieser Position geschlossen und auf den Crack-Spread Heizöl-WTI verlagert. Dort konnten wir weitere 70 Basispunkte hinzugewinnen. An diesem Trade halten wir weiter fest, wobei wir uns auf die Laufzeit Frühjahr 2012 konzentrieren. Ähnlich wie in den long only Fonds waren bei den anderen Rohstoffen Verluste zu verzeichnen. Die Long-Positionierung bei Baumwolle kostete im Pairtrade- und im taktischen Outright-Portfolio Performance. Der Pairtrade Baumwolle - Magere Schweine verlor rund 60 Basispunkte. Die Wertbeiträge der anderen Pairtrades waren gering. Aufgebaut wird tendenziell der Pairtrade Platin gegen Gold, da wir der Meinung sind, dass Platin bei Preisen von 200 USD je Unze unter dem Goldpreis mittelfristig in China Schmucknachfrage von Gold abziehen wird.

In unserem taktischen Outright Portfolio gelang uns ähnlich wie bei den long only Fonds wenig. Größere Verluste bei Kakao, Baumwolle und Nickel konnten durch die Gewinne durch die Untergewichtung von US-Erdgas nicht ausgeglichen werden. Das Outright-Portfolio büßte im November 2011 rund -1,3% ein.



Marktperspektiven

Vor zwei Tagen haben wir unseren [Kapitalmarktausblick für das Jahr 2012](#) veröffentlicht. In ihm finden Sie wie gewohnt eine ausführliche Erörterung der mittelfristigen Perspektiven der einzelnen Kapitalmarktsegmente, darunter auch die Makro- und Mikroperspektiven der Rohstoffmärkte. Uns bleibt an dieser Stelle nichts hinzuzufügen, außer den kurzfristigen Auswirkungen des Rebalancing der großen Rohstoffindizes.

Rebalancing Rohstoffindizes 2012

Hinsichtlich des verwalteten Vermögens dominieren im Rohstoffbereich zwei große Indexfamilien. Der S&P Goldman Sachs Commodity Index (GSCI) ist neben dem Index des Commodity Research Bureau (CRB) einer der ältesten Rohstoffindizes, der bis zum Jahr 1970 zurückgerechnet wurde. Der GSCI wurde bei institutionellen Anlegern insbesondere zu Beginn des letzten Jahrzehnts platziert. Unserer Schätzung nach wird in GSCI gebenchmarkten Anlagevehikeln ein Vermögen von 110 Mrd. USD verwaltet. Auf knapp 80 Mrd. USD dürfte es der größte Konkurrent im institutionellen Bereich, der Dow Jones UBS Commodity Index (DJUBS), bringen. In beiden Indizes werden die Gewichte der einzelnen Rohstoffe einmal jährlich, immer in der ersten Januarhälfte, auf ein Ausgangsgewicht zurückgesetzt (Rebalancing). Dieses Ausgangsgewicht wird beim GSCI anhand des 5-jährigen Durchschnitts des monetären Gegenwerts der Rohstoffproduktion und beim DJUBS anhand des gleichen Kriteriums plus der Liquiditätsentwicklung bestimmt, wobei beim DJUBS die Summe der Ausgangsgewichte einzelner Sektoren nicht höher als 33% sein darf. Zwischen zwei Rebalancing-Zeitpunkten schwanken dann die Gewichte der Rohstoffe mit der Kursentwicklung. Rohstoffe mit überdurchschnittlicher Kursentwicklung bauen Gewicht auf, Rohstoffe mit unterdurchschnittlicher Kursentwicklung dementsprechend ab.

Das jährliche Rebalancing führt in der Regel dazu, dass die relativen Gewinner des Vorjahres Gewicht abgeben und die relativen Verlierer des Vorjahres zusätzliches Gewicht zugeteilt bekommen, da sich die jährlichen Ausgangsgewichte nur sehr schleppend ändern. Ein regelmäßiges Rebalancing lohnt sich vor allem in Märkten, die ein Mean Reversion Verhalten zeigen. Wir haben in einem umfangreichen Backtesting festgestellt, dass es Mean Reversion bei den Renditen von Rohstoffen bisher praktisch nicht gab. Dies liegt u.a. an den Roll-Renditen der Rohstoffe, die langfristig den Unterschied zwischen Gewinnern und Verlierern im Rohstoffbereich ausmachten. Ein regelmäßiges

Rebalancing, z.B. im monatlichen Rhythmus wie vom Rogers International Commodity Index (RICI) praktiziert, ist zwar aus Renditegesichtspunkten uninteressant, verbessert aber die Risikoeigenschaften des Portfolios, sodass das Rendite-Risiko-Profil eines Portfolios mit Rebalancing vorteilhafter sein kann.

Die Gewichtsänderungen im Rebalancing von GSCI und DJUBS, das 2012 zwischen dem 9. und 12. Januar stattfindet, müssen im Kontext der Kontraktgröße gesehen werden. So macht es natürlich einen Unterschied, ob ein bestimmtes Anlagevolumen bei einem großen liquiden Kontrakt wie Rohöl oder bei kleineren Kontrakten wie Nickel umgeschichtet werden muss. Wir haben deswegen die erwarten Käufe und Verkäufe der Indizes in das Verhältnis zu den gesamten offenen Kontrakten gesetzt. Der ideale Kaufkandidat wäre ein Rohstoff, der im vergangenen Jahr stark underperformte, dessen fundamentale Perspektiven aussichtsreich sind und bei dem in einem kleinen Markt ein signifikanter Teil des Open Interest von den Indizes gekauft werden muss. Alle diese Kriterien erfüllen Nickel und mit Abstrichen Kupfer. Bei Baumwolle, Zucker, Zink, Weizen und US-Erdgas muss in teilweise engen Märkten ebenfalls kräftig zugekauft werden. Von diesen Märkten halten wir aber lediglich Baumwolle kurzfristig für vielversprechend, da in diesem Jahr die Ernte in den USA unterdurchschnittlich ausgefallen ist. Die anderen Märkte befinden sich im Überschuss und das Rebalancing dürfte im Baissetrend allenfalls eine kleine Verschnaufpause verschaffen.

Umgekehrt wäre der ideale Verkaufskandidat ein Rohstoff, der in der nächsten Zeit einen Marktüberschuss aufweist und bei dem die Indizes zu hohen Verkäufen in Relation zu den offenen Kontrakten gezwungen sind. Prinzipiell wäre dies bei Gold, Silber, Rohöl und mit Abstrichen Lebendvieh der Fall. Allerdings gibt es neben den Terminmärkten bei den Edelmetallen noch einen hoch liquiden Kassamarkthandel, sodass das Rebalancing nicht so stark in das Gewicht fällt. Auch bei Rohöl ist die Markttiefe wesentlich größer als es die Zahl der offenen Kontrakte suggeriert. Zudem dürfte sich ein Marktüberschuss bei Rohöl erst im Laufe des Jahres 2012 entwickeln. Bei Lebendvieh drückt in den nächsten Monaten Angebot auf den Markt. Die Lebendviehterminmärkte sind auch nicht übermäßig liquide, sodass wir uns hier noch am ehesten einen durch die Indizes mitbedingten Preisverfall vorstellen können.

	Dow Jones UBS (AuM approx. \$80 Mrd.)			S&P GSCI (AuM approx. \$110 Mrd.)			Combined		
	Aktuelles Gewicht:	Ziel Gewicht	No. of Contracts	Aktuelles Gewicht:	Ziel Gewicht	No. of Contracts:	Summe Kontrakte	offene Kontrakte	% der O. K.
Energie	34,34%	32,63%		71,31%	70,86%				
US-Erdgas	8,93%	10,77%	44429	2,34%	2,31%	-1493	42936	990070	4,3%
Rohöl WTI	17,14%	9,69%	-59712	35,20%	32,68%	-28402	-88114	1353263	-6,5%
Rohöl Brent	0,00%	5,31%	39369	16,70%	18,14%	15056	54425	910497	6,0%
Benzin	3,92%	3,41%	-3697	4,69%	4,69%	-282	-3979	274850	-1,4%
Heizöl	4,36%	3,46%	-5833	5,23%	5,06%	-1602	-7435	280998	-2,6%
Gas Oil	0,00%	0,00%	0	7,15%	7,98%	10097	10097	500974	2,0%
Industriemetalle	15,22%	18,64%		6,59%	6,71%				
Kupfer (Comex)	6,51%	7,06%	5256	0,00%	0,00%	0	5256	116442	4,5%
Kupfer (LME)	0,00%	0,00%	0	3,09%	3,15%	311	311	149446	0,2%
Aluminium	4,48%	5,88%	22241	2,03%	2,06%	652	22893	756034	3,0%
Blei	0,00%	0,00%	0	0,39%	0,40%	115	115	48046	0,2%
Nickel	1,79%	2,58%	5752	0,58%	0,60%	174	5926	68119	8,7%
Zinn	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%	0	0	7785	0,0%
Zink	2,44%	3,12%	11413	0,50%	0,51%	186	11599	156557	7,4%
Edelmetalle	17,56%	12,56%		3,69%	3,52%				
Gold	13,74%	9,79%	-19393	3,19%	3,03%	-1113	-20506	430181	-4,8%
Silber	3,83%	2,77%	-5518	0,50%	0,49%	-52	-5571	98662	-5,6%
Lebendvieh	6,19%	5,75%		4,63%	4,77%				
Lebendrinder	3,92%	3,63%	-6804	2,66%	2,74%	-288	-7092	311690	-2,3%
Magere Schweine	2,28%	2,11%	-5152	1,49%	1,56%	765	-4388	249770	-1,8%
Mastrinder	0,00%	0,00%	0	0,48%	0,48%	-32	-32	30058	-0,1%
Getreide	20,22%	22,09%		9,58%	9,90%				
Weizen (Chicago)	3,65%	4,96%	34782	2,68%	2,65%	-1250	33533	375546	8,9%
Weizen (Kansas)	0,00%	0,00%	0	0,66%	0,80%	4540	4540	138017	3,3%
Mais	7,24%	6,67%	-15167	4,11%	4,27%	5970	-9196	1167637	-0,8%
Sojabohnen	6,65%	7,08%	6119	2,13%	2,19%	1152	7271	557795	1,3%
Sojabohnen Öl	2,67%	3,37%	18669	0,00%	0,00%	0	18669	315174	5,9%
Softs	6,47%	8,33%		4,20%	4,23%				
Kaffee (Arabica)	2,42%	2,57%	1479	0,91%	0,93%	277	1756	103051	1,7%
Zucker	2,70%	3,76%	32076	1,96%	1,96%	-201	31876	523450	6,1%
Baumwolle	1,35%	2,00%	12027	1,11%	1,12%	335	12362	143510	8,6%
Kakao	0,00%	0,00%	0	0,22%	0,22%	-82	-82	171269	0,0%

Wichtige rechtliche Information

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

Anlagen sollen erst nach einer gründlichen Lektüre des aktuellen Rechtsprospektes, des aktuellen Kurzprospektes, der Statuten und des aktuellen Jahres- und Halbjahresberichts sowie nach einer Beratung durch einen unabhängigen Finanz- und Steuerspezialisten getätigt werden. Die erwähnten Dokumente erhalten Sie kostenlos in Papierform oder auf Wunsch elektronisch unter Tel. +41 41 560 0081 / info@tiberiusgroup.com oder bei der Oppenheim Fonds Trust GmbH, Unter Sachsenhausen 4, D-50667 Köln oder im Internet unter www oppenheim-fonds.de.

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

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

Copyright © 2011 Tiberius Asset Management AG. Alle Rechte vorbehalten.

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