

## Marktkommentar April 2012



© 2012

**Tiberius Asset Management AG**  
*Alle Rechte vorbehalten*

## Performance unserer aktiven Rohstoff-Fonds - April 2012

### Long Only Fonds

Unsere aktiven long only Fonds wurden ebenso wie die long/short Fonds bisher nach einem einheitlichen Investmentprozess gesteuert. Die Grundlage sind fundamentale und technische Modelle, die mit Hilfe diskretionärer Einschätzungen zu einer Anlageentscheidung kombiniert wurden. Die Kalibrierung der Modelle und das diskretionäre Overlay sind so gewählt, dass in durchschnittlich volatilen Marktphasen mit einem Tracking Error von 4% bis 8% gerechnet werden kann. Unsere long only Fonds Commodity Alpha OP (CA\$), Tiberius Commodity Alpha Euro OP (CA€) und Tiberius Active Commodity OP (TAC) haben sich demnach bisher nur durch ihre Benchmark unterschieden. Der CA\$ misst sich gegen den Dow Jones UBS Total Return (DJUBS) und der CA€ gegen den Dow Jones UBS Excess Return plus Euro-Geldmarkt (3-Monats-Euribor), während der TAC den Rogers International Commodity Index Total Return (RICI) als Vergleichsmaßstab gewählt hat. Der CA\$ und der CA€ behalten ihren Investmentprozess unverändert bei.

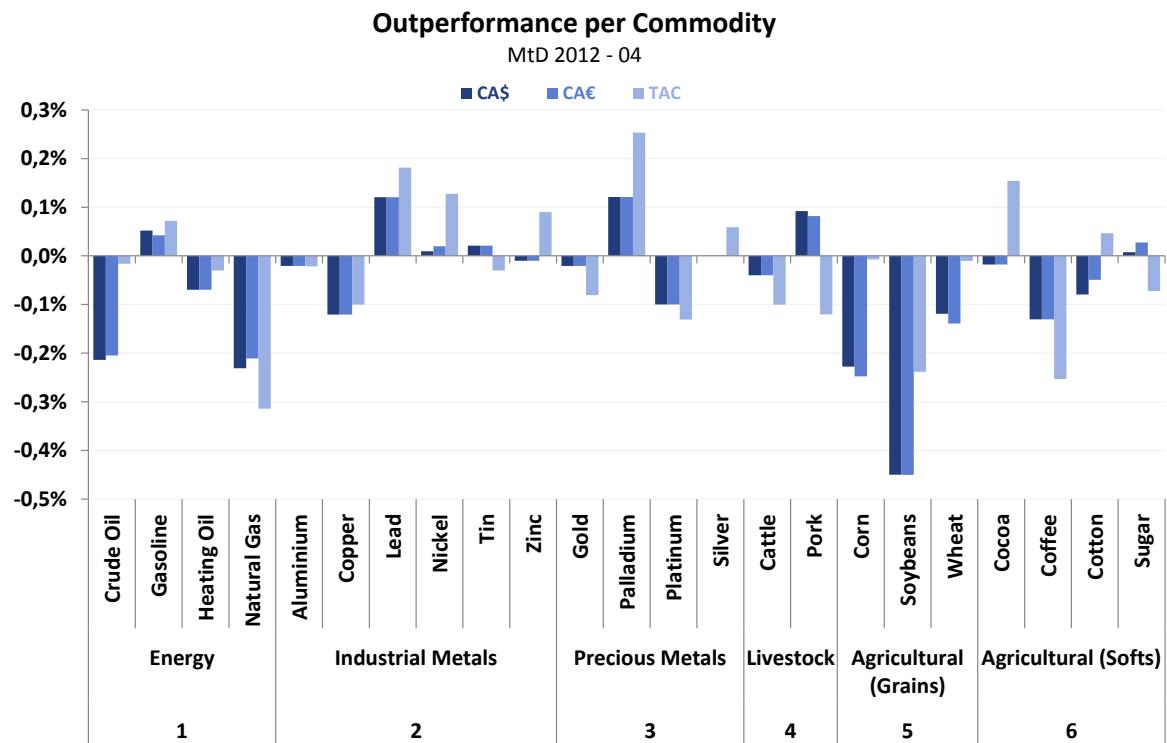
Geändert hat sich hingegen zum 1. April 2012 der Investmentprozess des Tiberius Active Commodity OP. Die Positionsgrößen sind in Zukunft weniger am RICI, sondern vielmehr an den absoluten Ertragschancen der einzelnen Rohstoffe orientiert. Rohstoffe, die kein attraktives Rendite-Risiko-Profil aufweisen, werden vom Fondsmanagement nicht automatisch berücksichtigt, unabhängig davon wie hoch ihr Gewicht im RICI ist. Die Modellaussagen und die Einschätzungen des Investmentteams werden diskretionär gehebelt. Die Investitionsquote, die sich bei den beiden Commodity Alpha Fonds aus einem modellgestützten, fundamentalen Makro-Overlay ergibt, entsteht beim TAC überwiegend bottom up anhand des absoluten Kurspotenzials der Einzelrohstoffe. Der Tracking Error zum RICI ist keine maßgebliche Zielvariable mehr. Der Fonds verfolgt das Anlageziel, in allen Marktphasen eine für den Rohstoffbereich attraktive Rendite bei angemessenem Risiko zu erzielen. Die Outperformance gegenüber dem RICI bleibt ein Unterziel des Fonds.

Im April 2012 (der Performancezeitraum wurde, um alle Fonds über die gleiche Zeitspanne bewerten zu können, auf 30. März bis 27. April festgelegt) fiel die Wertentwicklung der beiden Commodity Alpha Fonds und des TAC unterschiedlich aus. Der TAC verlor absolut -0,58% und konnte sein Nebenziel einer Outperformance zum RICI, der -0,78% einbüßte, noch erreichen. Die beiden Commodity Alpha Fonds verloren jeweils etwas mehr als -2% und blieben damit um rund -1,2%

hinter ihren Vergleichsindizes zurück. Alle Fonds erzielten positive relative Wertbeiträge durch die Investitionsquotensteuerung. Der Investitionsgrad wurde im April 2012 bei den beiden Commodity Alpha Fonds lange Zeit um 90% gehalten, da eine taktische Korrektur bei Rohstoffen erwartet wurde. Daraus resultierte eine Outperformance von rund 0,3%. Beim TAC wurde aufgrund der negativen Performanceerwartung bei Rohöl der Investitionsgrad zwischenzeitlich sogar auf unter 70% abgesenkt. Durch die Investitionsquotensteuerung konnte der Fonds relativ knapp 90 Basispunkte gegenüber dem RICI gewinnen.

Bei der Rohstoffselektion war der April 2012 hingegen ein negativer Monat. Erneut mussten wir im Agrarbereich relative Verluste hinnehmen. Bei den Getreiden Sojabohnen, Mais und Weizen wurde verfrüh eine Short-Position eingenommen, die bei den beiden Commodity Alpha Fonds in der Summe nahezu einen Prozentpunkt kostete. Die Positionen wurden gestoppt, da die relativen Risikobudgets sowohl gegenüber dem Modellportfolio als auch gegenüber dem Vergleichsindex DJUBS weitgehend ausgeschöpft sind. Wir beobachten jedoch die extrem hohe spekulative Kaufposition, vor allem bei Sojabohnen, bei sich gleichzeitig für das neue Marketingjahr abzeichnenden Überschüssen, nach wie vor mit großer Sorge. Sollte sich der Markt eindeutig in unsere Richtung bewegen, werden wir behutsam einen neuen Versuch auf der Short-Seite wagen.

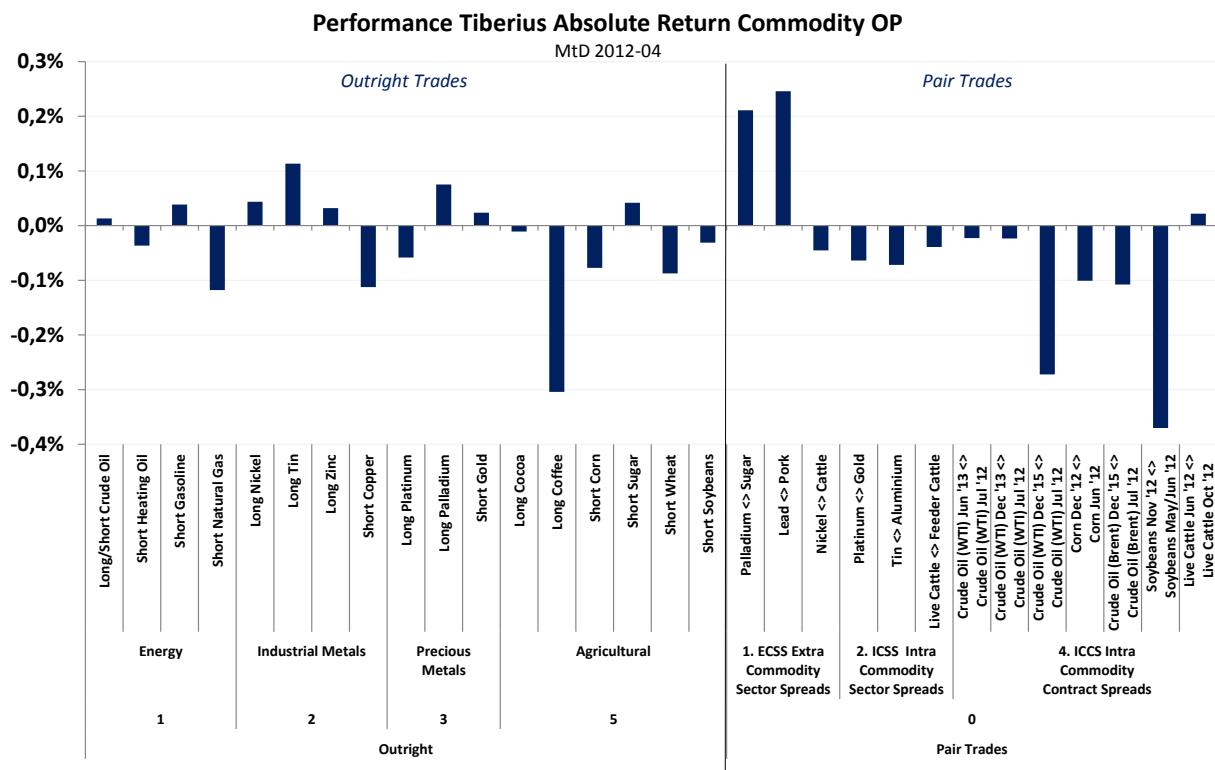
Wenig Erbauliches gibt es im April auch vom Energiesektor zu berichten. Die Rohöl-Short-Position trug positiv zur Investitionsquotenperformance, aber negativ zur Rohstoffselektion bei, da die Backwardation in den Rohölterminkurven zwischenzeitlich noch einmal steiler wurde und Rohöl noch marginal die Rohstoffindizes outperformte. Anfang Mai 2012 hat sich das allerdings geändert. Nimmt man April und die erste Maihälfte zusammen, so wurden im Rohölkomplex leicht positive relative Wertbeiträge generiert. Bei Erdgas nutzen wir die Kurserholung, um die vom Modellportfolio empfohlene Short-Position langsam aufzubauen. Die ersten Tage trug dies negativ zum Ergebnis bei. Bei den Metallen haben wir ein gemischtes Bild. Unsere Übergewichtungen von Blei, Nickel und Zinn waren relativ gesehen profitabel, die von Platin weniger.



### Long/Short Fonds

Unsere long/short Fonds – der Tiberius Absolute Return Commodity OP (TAR) und der Magma Global Macro Strategy (Magma) – beruhen auf dem gleichen Investmentprozess wie die Commodity Alpha Fonds (s.o.). Der TAR ist ein reiner Rohstoff long/short Fonds, während der Magma Fonds neben dem Rohstoffbuch, das ca. 50% des gesamten Investments ausmacht, auch noch derivative Strategien in den Bereichen Aktien, Renten und Währungen umsetzt. Im April 2012 verzeichneten beide Fonds analog zu den long only Fonds eine negative Wertentwicklung. Der TAR verlor -1,26%, der Magma büßte -1,51% ein.

Die relative Performance im Rohstoffbereich war nahezu deckungsgleich. Positiven Wertbeiträgen bei Blei, Palladium und Mageren Schweinen stand eine negative Performance bei Getreide, Rohöl, Erdgas und Kaffee gegenüber. Wie bei den long only Fonds waren die Trades bei Rohöl und Sojabohnen als Laufzeittrades (short kurze Laufzeiten, long lange Laufzeiten) aufgesetzt. Die erwartete Terminkurvendrehung blieb aber zumindest im April noch aus. Der Calendar Spread bei Sojabohnen wurde eingedeckt, der bei Rohöl (WTI und Brent) läuft in unveränderter Gewichtung weiter.



## Marktperspektiven

### **Makro-Umfeld: Weder Fisch noch Fleisch**

Das Makro-Umfeld für Rohstoffe bleibt widersprüchlich. Typisch waren im April die Konjunkturdaten in den USA, wo an einem Tag sehr positive Daten (Einkaufsmanagerindex Verarbeitendes Gewerbe) und am nächsten Tag negative Daten (Einkaufsmanagerindex Dienstleistungssektor) berichtet wurden. Die zyklische Komponente ist also weiter unklar, obwohl unser Leading Indikator Modell nach wie vor im positiven Territorium verharrt. Mittlerweile scheinen positive Konjunktur Nachrichten aus den USA jedoch mehr die Ausnahme als die Regel. Die Konjunkturdaten aus Asien und Europa haben sich zuletzt eingetrübt:

#### *Konjunktur China*

- In China scheint die Konjunktur weiter abzubröckeln.
- Der offizielle PMI und der HSBC-PMI bleiben im Niveau widersprüchlich, während die Tendenz zuletzt eine kleine Stabilisierung anzeigt.
- Die Daten aus dem monetären Sektor sind unverändert schwach. M2 YoY Wachstum ging im April unerwartet zurück.
- Die Vermögenspreise sind uneinheitlich. Relativ stark sind die Aktienmärkte (H-Shares und Shenzhen), während die Immobilienpreise weiter in der Baisse sind.

Tabelle 1: Ausgewählte Makro-Indikatoren für China

|  | Einheiten                 | Letzter Stand | Letzter Wert | 3 Monate | 6 Monate | 12 Monate |
|--|---------------------------|---------------|--------------|----------|----------|-----------|
| <b>Zahlungsbilanz</b>                  |                           |               |              |          |          |           |
| Auslandsdirektinvestition              | Mio. USD - Delta          | 31.12.2011    | 220100       | 64100    | 109000   | 35100     |
| Portfolio Investments                  | Mio. USD - Delta          | 31.12.2011    | 19600        | 1300     | 11200    | -4400     |
| Leistungsbilanz                        | Mio. USD - Delta          | 31.12.2011    | 201700       | 60500    | 113900   | -103700   |
| Exporte                                | YoY % - Wert              | 31.04.2011    | 4,90%        | 18,40%   | 13,80%   | 19,40%    |
| Importe                                | YoY % - Wert              | 31.04.2011    | 0,30%        | 39,60%   | 22,10%   | 28,40%    |
| <b>Geldpolitik</b>                     |                           |               |              |          |          |           |
| M2                                     | YoY % - Wert              | 31.04.2011    | 12,80%       | 13,00%   | 12,72%   | 15,07%    |
| Kreditvolumen                          | Mrd. Yuan - Wachstumsrate | 31.04.2011    | 681,8        | -4,07%   | 21,27%   | 23,60%    |
| Mindestreservesoll der Kreditinstitute | % - Delta                 | 13.05.2011    | 20,00%       | -1       | -1,5     | 0         |
| <b>Konjunktur</b>                      |                           |               |              |          |          |           |
| Manufacturing PMI                      | Index Punkte - Wert       | 31.04.2011    | 53,3         | 51       | 49       | 52        |
| Elektrizität Produktion                | Mrd. kWh - Wachstumsrate  | 31.04.2011    | 371,8        | 0,43%    | 0,13%    | -1,52%    |
| Industrieproduktion                    | YoY % - Wert              | 31.04.2011    | 9,30%        | 12,80%   | 12,40%   | 13,30%    |
| Verbraucherpreisindex                  | YoY % - Wert              | 31.04.2011    | 3,40%        | 3,20%    | 4,20%    | 5,50%     |
| Geschäftsklimaindex                    | Index Punkte - Wert       | 31.03.2011    | 127,3        | 128,20   | 133,40   | 133,80    |
| <b>Immobilienmarkt</b>                 |                           |               |              |          |          |           |
| Immobilienklimaindex                   | Index Punkte - Wert       | 31.04.2011    | 95,62        | 97,89    | 99,87    | 103,20    |
| Erbaute Stockwerke                     | YoY % - Wert              | 31.04.2011    | 21,20%       | 35,50%   | 27,90%   | 32,40%    |
| Verkaufte Gebäude                      | YoY % - Wert              | 31.04.2011    | -11,80%      | -20,90%  | 16,00%   | 18,10%    |

### Fazit

Eine Konjunkturbelebung in der zweiten Jahreshälfte kann nicht ausgeschlossen, aber auf der Basis der vorhandenen Daten auch nicht hergeleitet werden. Tendenz bleibt leicht negativ.

### Konjunktur Asien

- Geschäftsklimaindizes in asiatischen Volkswirtschaften in den letzten 6 Monaten zuletzt mit leichter Stabilisierung. Auf Sicht von 2 Jahren abrökkelnde Geschäftsaussichten.
- Zinsstruktur zwischen 10-jährigen und 2-jährigen Anleihen ist in fast allen asiatischen Volkswirtschaften relativ flach und signalisiert eine übermäßige Straffung der kurzen Zinsen durch die Notenbanken.
- Geldmengenwachstumsdaten waren zuletzt eher verhalten.
- Monetäre Daten eröffnen geldpolitischen Spielraum. Australien, Indien und China sind bereits in einen Zinssenkungszyklus eingetreten.
- Hohe strukturelle Leistungsbilanzdefizite in Australien und Indien beschränken eine expansive geldpolitische Linie.
- Performance der Aktienmärkte ist uneinheitlich. Chinesische Aktien zuletzt mit Bodenbildung, während Thailand, Südkorea und Australien immer noch im Hausemodus sind. Relativ schwach ist die Entwicklung in Indien und Japan.

Tabelle 2: Makroökonomische Indikatoren ausgewählter asiatischer Volkswirtschaften

|  | China                          | Japan   | Indien                          | Südkorea  | Australien                     | Thailand                            |
|--|--------------------------------|---|---------------------------------|---|--------------------------------|-------------------------------------|
| Nominales BIP in Mrd USD (per 12/2011)                                 | 7.485,50                       | 6.088,40  | 1729,01 (Dec/2010)              | 1.067,60  | 1.478,67                       | 333,74                              |
| Durchschnittliches reales BIP Wachstum p.a. über 3 Jahre (per 03/2012) | 9,30%                          | -1,30%  | 7,55%                           | 2,89%   | 2,08%                          | 2,59%                               |
| Veränderung Geschäftsklimaindex  | PMI Manufacturing              | Tankan Business Conditions Large Enterprises All Industries | HSBC India PMI Markit Economics | Bank of Korea Business Survey Composite Manufacturing | NAB Business Confidence        | Bank of Thailand Business Sentiment |
| 6 Monate   | 2,9                            | -1  | 2,9                             | 2   | 0,1                            | 7                                   |
| 24 Monate  | -2,4                           | 14  | -2,3                            | -22   | -8,1                           | -0,2                                |
| Veränderung Verbrauchertrauen  | MasterCard Consumer Confidence | MasterCard Consumer Confidence                              | MasterCard Consumer Confidence  | Bank of Korea Consumer Confidence                     | MasterCard Consumer Confidence | MasterCard Consumer Confidence      |
| 6 Monate   | -13,5                          | 0,3   | 6                               | 4   | -19,8                          | 17,8                                |
| 24 Monate  | -20,5                          | -8,2  | 12,4                            | -6  | -26,2                          | 8,6                                 |
| Leitzins   | PBOC Lending Rate 6M           | BOJ Target Rate of Unsecured Overnight Call                 | RBI Reverse Repo Yield          | South Korea Official Bank Rate                        | RBA Daily Cash Rate Target     | Bank of Thailand Repo Rate 1 Day    |
| Niveau   | 6,10%                          | 0,10%   | 7,00%                           | 3,25%   | 3,75%                          | 3,00%                               |
| Veränderung 6 Monate   | 0,00%                          | 0,00%   | -0,50%                          | 0,00%   | -0,75%                         | -0,25%                              |
| Veränderung 24 Monate  | 1,24%                          | 0%  | 3,75%                           | 1,25%   | -0,75%                         | 1,50%                               |
| Zinsstruktur 10 Jahre - 2 Jahre  | 0,67%                          | 0,75%   | 0,41%                           | 0,38%   | 0,60%                          | 0,50%                               |
| Geldmengenwachstum M2 yoy  | 12,80%                         | 3,00%   | 8,15% (M1), 13% (M3)            | 5,70%   | 3,46% (M1), 7,63% (M3)         | 13,05%                              |
| Aktienperformance relativ zu MSCI World 6 Monate                       | -8,12%                         | 3,17%   | -3,20%                          | -3,93%  | -3,21%                         | 13,52%                              |

### Fazit

Zu viel zum Sterben und zu wenig zum Leben für die Rohstoffe von asiatischer Seite.

### Konjunktur Europa

- Zweiteilung der Konjunktur in Peripherieländer (schwach) und Kernländer (mäßig).
- Erstmals deutliche Eintrübung der Einkaufsmanagerindizes in Deutschland. Widerspruch zu immer noch sehr robustem IFO-Index. IFO-Index mit besserem und längerem Track-Record in Deutschland.
- Starker Einbruch der Geschäftsklimaindizes in südlichen Peripherieländern nicht leicht intuitiv nachzuvollziehen, da unklar, inwiefern die Situation heute schlechter sein soll als vor 6 Monaten, als diese Länder direkt vor dem Abgrund standen.
- Deutschland in der Sicht der Investoren als Insel der Seligen. Spreads für Staatsanleihen der Peripherieländer und selbst der anderen Kernländer laufen zu Bundesanleihen immer weiter raus und nehmen immer absurdere Züge an, da viele Marktteilnehmer die Auswirkungen eines Scheiterns der Eurozone für die Finanzen Deutschlands nicht vollständig durchdeklinieren.

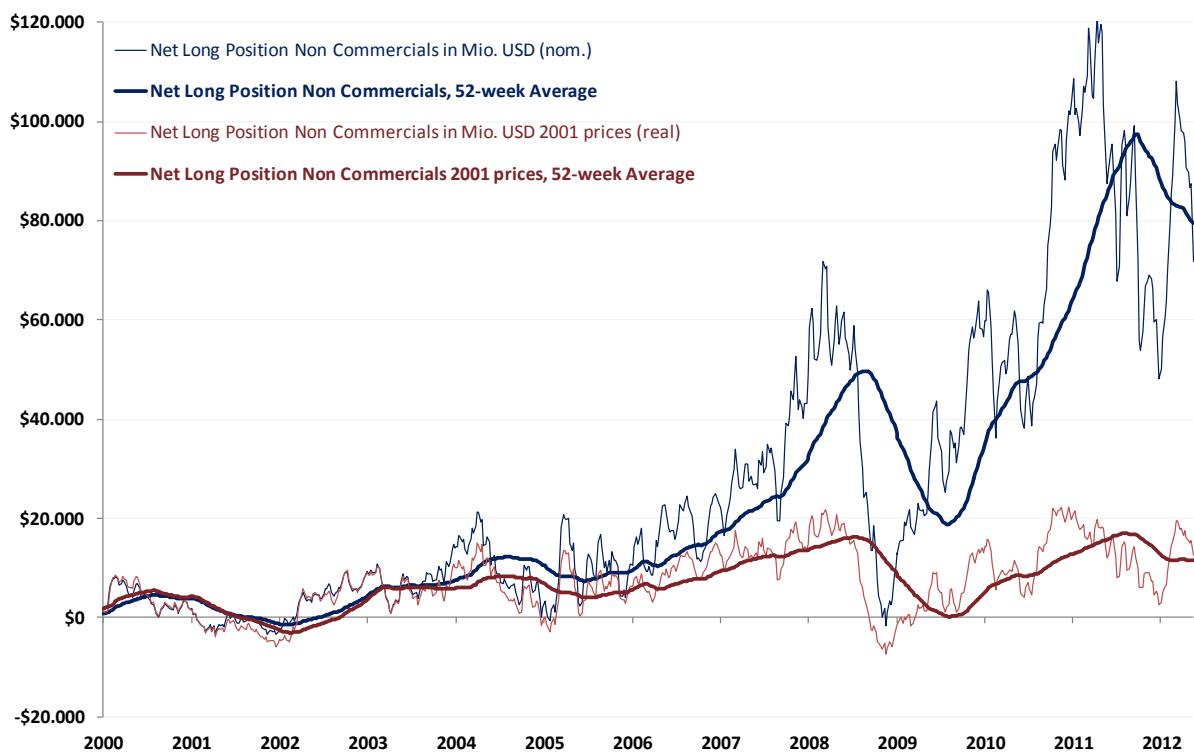
- Politischer Shift in Europa weg von den Sparprogrammen. Deutschland ist zunehmend isoliert. Die traditionellen Bündnispartner für Stabilität – Holland (Auseinanderfallen der Regierungskoalition), Frankreich (Abwahl Sarkozy) und Luxemburg (starke Distanzierung Junckers) – sind weggefallen. Aufweichung des Stabilitätspakts könnte kurzfristig positive, langfristig deutlich negative Auswirkungen auf die europäische Konjunktur haben.

### *Fazit*

Europas Konjunktur ist wie erwartet in Q1 in die Rezession gefallen. Politische Aufweichung der fiskalischen Sparanstrengungen sorgt noch für wenig Phantasie.

### *Kapitalflüsse und Markttechnik Rohstoffe*

- In einzelnen Rohstoffen existieren immer noch sehr hohe spekulative Netto-Long-Positionen, die langsam abgebaut werden. Namentlich Rohölkomplex und Sojabohnen.
- Rohstoffmärkte sind technisch sehr schwach. Versuch einer Bodenbildung (vor allem Metalle) ist vorerst gescheitert. Definierter Abwärtstrend.
- Insgesamt taktische Kapitalabflüsse bei Rohstoffen. Trend könnte noch ein paar Wochen anhalten.
- Rohstoffe sind gegenüber anderen zyklischen Finanzmarktsegmenten nach wie vor stark zurückgeblieben. Relativ Value Trade im Makro-Bereich: Long Rohstoffe gegen short Aktien.



### Fazit Rohstoffe

Positive und negative Faktoren halten sich bei Rohstoffen nahezu die Waage. Die Konjunkturdaten sind widersprüchlich und waren zuletzt eher auf die negative Seite geneigt. Die Roll-Renditen sind weiter überdurchschnittlich und liefern ein Kaufsignal. Rohstoffe sind zurückgeblieben und offerieren Relative Value zu Aktien und Renten. Aus absoluter Sicht drohen kurzfristig weitere Kapitalabflüsse. Wir sind bei den Rohstoffinvestitionsquoten leicht untergewichtet, liegen aber noch immer für eine Aufwärtsbewegung auf der Lauer, da schon viel Pessimismus eingepreist ist.

### Rohölkomplex: Untergewichten

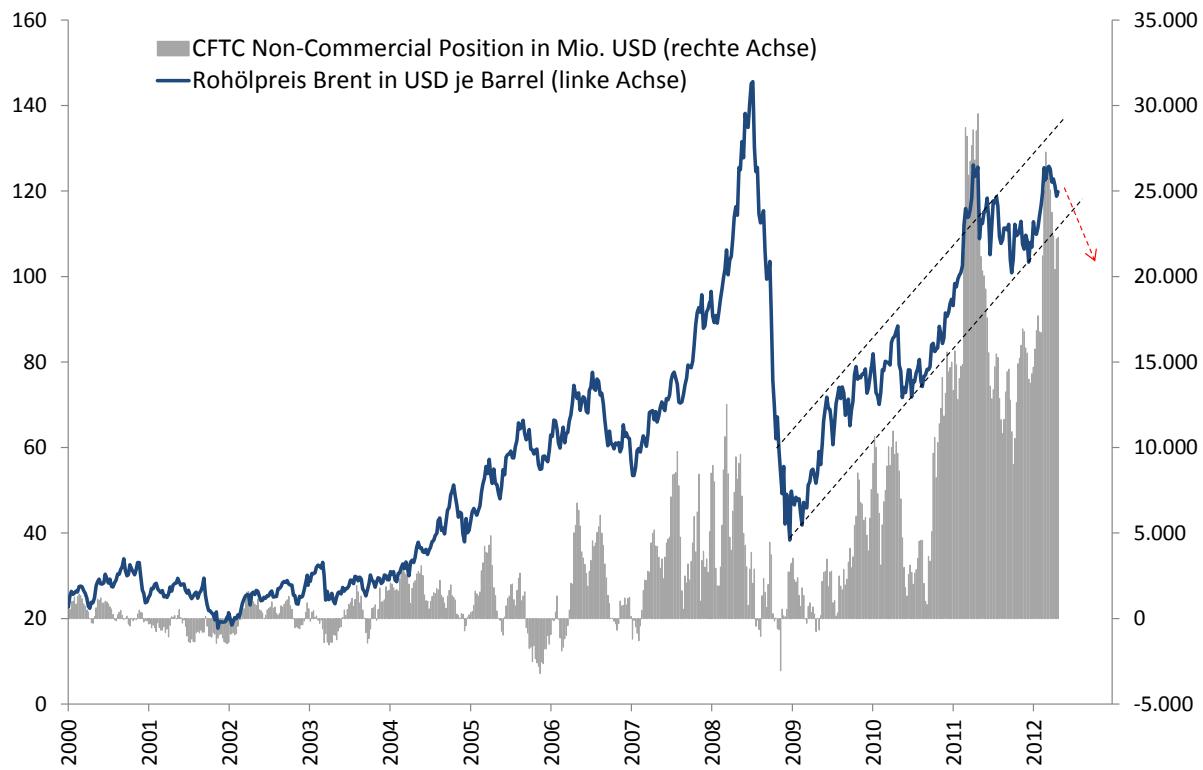
#### Pro

- Der Petroleum-Komplex verfügt weiterhin über positive Roll-Renditen (1 Jahressicht). Dies gilt sowohl für die beiden Rohölarten WTI und Brent, sowie für die beiden Rohölprodukte Benzin und Heizöl, wobei die Backwardation bei Brent und den Rohölprodukten deutlich stärker ausgeprägt ist als bei WTI.
- In Europa befinden sich die Lagerbestände weiterhin <noch> auf niedrigen Niveaus.

- Angebotsausfälle auf Grund geopolitischer Ereignisse im Nahen Osten können gegenwärtig nicht 100%ig ausgeschlossen werden (Syrien, Süd-Sudan, Jemen, Iran).
- Nach den starken Kursverlusten in den letzten Wochen nähert sich WTI unserem Kursziel (90 USD je Barrel). Eine kurzfristige technische Gegenbewegung ist nicht auszuschließen.

*Contra*

- In Nordamerika ist weiterhin eine deutliche Überversorgung zu erkennen. Insbesondere in Cushing. Hier betragen die aktuellen Lagerbestände bereits mehr als 44 Millionen Barrel. In den kommenden Wochen gehen wir von einer weiteren Zunahme aus.
- Auf der Angebotsseite kommt es weiterhin zu deutlichen Aufwärtsrevisionen. So betrug die libysche Produktion im April bereits 1,35 Millionen Barrel (mb) pro Tag (März 2012: 1,25 mb/Tag). Das gleiche gilt für die Produktion des Irak und Saudi-Arabiens – auch hier kommt es zu deutlichen Angebotsausweitungen. Im Irak konnte im April ein Produktionswert von 2,89 mb/Tag erreicht werden (März 2012: 2,80mb/Tag; April 2011: 2,61 mb/Tag). In Saudi-Arabien werden gegenwärtig rund 9,82 mb/Tag gefördert (März 2012: 9,70 mb/Tag; April 2011: 8,85 mb/Tag. Dies gleicht den Produktionsrückgang im Iran (März 2012: 3,28 mb/Tag; März 2011; 3,69 mb/Tag) mehr als aus.
- Auf der Nachfrageseite ist weder in den USA noch in Asien oder Europa eine Aufwärtsdynamik zu erkennen. Im Gegenteil: in den USA sind die Mikrodaten so schwach, dass sie im Widerspruch mit immer noch gut berichteten makroökonomischen Daten stehen.
- Aufgrund steigender Rohöl-Lagerbestände in der zweiten Jahreshälfte sollte es zu einer weiteren Verflachung der WTI und Brent Terminkurve kommen.
- Makroökonomische Daten neigen weltweit zuletzt mehr zur Schwäche (Staatschuldenkrise, Konjunkturentwicklung China).
- Weiterhin extrem hohe spekulative Kaufposition in US-Futures-Kontrakten (WTI, Benzin, Heizöl)



### Fazit

Der Rohölkomplex verfügt weiterhin über sehr schwache fundamentale Daten sowie über eine sehr hohe spekulative Kaufposition. Gleichzeitig hat sich die geopolitische Situation rund um den Iran zuletzt deutlich entspannt. Ende Mai wird es zu einem erneuten Treffen zwischen dem Iran und den UN-Vetomächten + Deutschland kommen. Wir könnten uns durchaus vorstellen, dass es bei diesem Treffen zu einer Einigung zwischen dem Westen und dem Iran kommen könnte. In der Folge wäre es nicht auszuschließen, dass die EU ihre Sanktionen gegen den Iran deutlich reduziert oder sogar komplett aufheben wird. Dies sollte einen weiteren Preisverfall für Rohöl und die Rohölprodukte bedeuten.

### US-Erdgas: Untergewichten

#### Pro

- Ein Großteil der US-Erdgasproduktion ist bei Cashpreisen unter 3 USD je mmBtu unprofitabel. Mittelfristig ist ein Produktionsrückgang wahrscheinlich.
- Drilling-Aktivitäten fielen zuletzt sehr schnell.

- Erdgas ist langfristig sehr stark gegenüber Rohöl und Destillatepreisen unterbewertet. Politische Initiativen zur Förderung des US-Erdgaskonsums dürften kommen. Kurzfristig jedoch nur geringes Nachfragepotenzial.
- Relative Stärke in den letzten Wochen bei immer noch starker Untergewichtung bei den meisten Marktteilnehmern.

### *Contra*

- Die US-Erdgaslagerbestände befinden sich weiterhin auf einem Rekordwert. Aktuell liegen die Lagerbestände 803 Bcf über dem Vorjahr und 807 Bcf über dem 5-Jahresdurchschnitt. Es ist daher nicht auszuschließen, dass zum Höhepunkt der Injection Season (normalerweise Oktober) die US-Erdgaslagerstätten nahe an die Kapazitätsgrenze kommen werden.
- Auf Sicht von 12 Monaten kommt es weiterhin zu sehr stark negativen Roll-Renditen. Aktuell betragen die Roll-Verluste auf 1 Jahr rund 44%.
- Zuletzt kam es zu einer Short-Covering-Rally. Der US-Erdgaspreis stieg in den letzten 3 Wochen um rund 30%.
- Aufgrund des Preisanstiegs der vergangenen Wochen hat die Kohle-Gas-Substitution, die benötigt wird um den Markt in diesem Jahr ins Gleichgewicht zu führen, deutlich an Attraktivität verloren.
- In Kanada kommt es gegenwärtig ebenso zu einer sehr starken Überversorgung (Grund ist auch hier der sehr milde Winter 2011/2012). Aufgrund dieser Überversorgung kann nicht mehr davon ausgegangen werden, dass die kanadischen Erdgasexporte in die USA deutlich abnehmen. Im Gegenteil: wir halten sogar eine Zunahme für möglich. Aktuell beträgt die Erdgaslagerauslastung in Kanada 71% (5-Jahresdurchschnitt 39%).
- Auf der US-Angebotsseite ist trotz der fallenden Drilling Rigs keine signifikante Reduktion zu erkennen. Die Trockengasproduktion liegt weiterhin deutlich über dem Vorjahr.

### *Fazit*

Die positiven Aspekte sind in den vergangenen Wochen deutlich kleiner geworden. Kurzfristig finden wir wenig positive Argumente für den US-Erdgasmarkt, außer dass sich das technische Preisbild zuletzt verbessert hat. Wir gehen in den kommenden Wochen von einem Preisverfall aus. Wir haben unsere Untergewichtung in den letzten Wochen in Richtung des vom Modellportfolio vorgeschlagenen Untergewichts ausgebaut.

---

## Kupfer: Neutral

### *Pro*

- Erneuter Rückgang der LME-Lagerbestände.
- Inzwischen durchgehende, allerdings geringe Backwardation in der Terminkurve.
- Enttäuschende Produktionszahlen aus Lateinamerika.
- Solange die globale Konjunktur nicht einbricht, werden weiterhin Knappheitspreise gezahlt, da der Markt eine Chance auf ein Defizit behält.

### *Contra*

- Zunahme der Abwärtsrisiken der globalen Konjunkturentwicklung. Darüber hinaus schwelt die Europäische Staatsschuldenkrise weiter.
- Nach hohen Importzahlen Ende 2011 / Anfang 2012 ist China ausreichend mit Kupfer-Lagerbeständen versorgt.
- Relatives Preisverhältnis zu Aluminium bzw. Nickel auf Rekordniveau. Substitution auf der Nachfrageseite schreitet stetig voran.
- Marktüberschuss bleibt unsere Basisprognose für die Jahre 2013/14

### *Fazit*

Kupfer entwickelte sich in den letzten Wochen bei leicht fallenden absoluten Preisen weitestgehend neutral zu den anderen Industriemetallen. Ohnehin sind die Preisschwankungen bei allen Industriemetallen stark untereinander korreliert. Zunehmende Abwärtsrisiken der Konjunkturentwicklung werden bisher durch schwache Produktionszahlen der Kupferminen aufgefangen.

## Aluminium: Neutral

### *Pro*

- Preisniveau an der LME notiert deutlich unter Produktionskosten vieler Aluminiumhütten.
- Geringe Kapital- und Lagerkosten erhalten „cash and carry“ – Finanzierungsgeschäfte weiter profitabel.

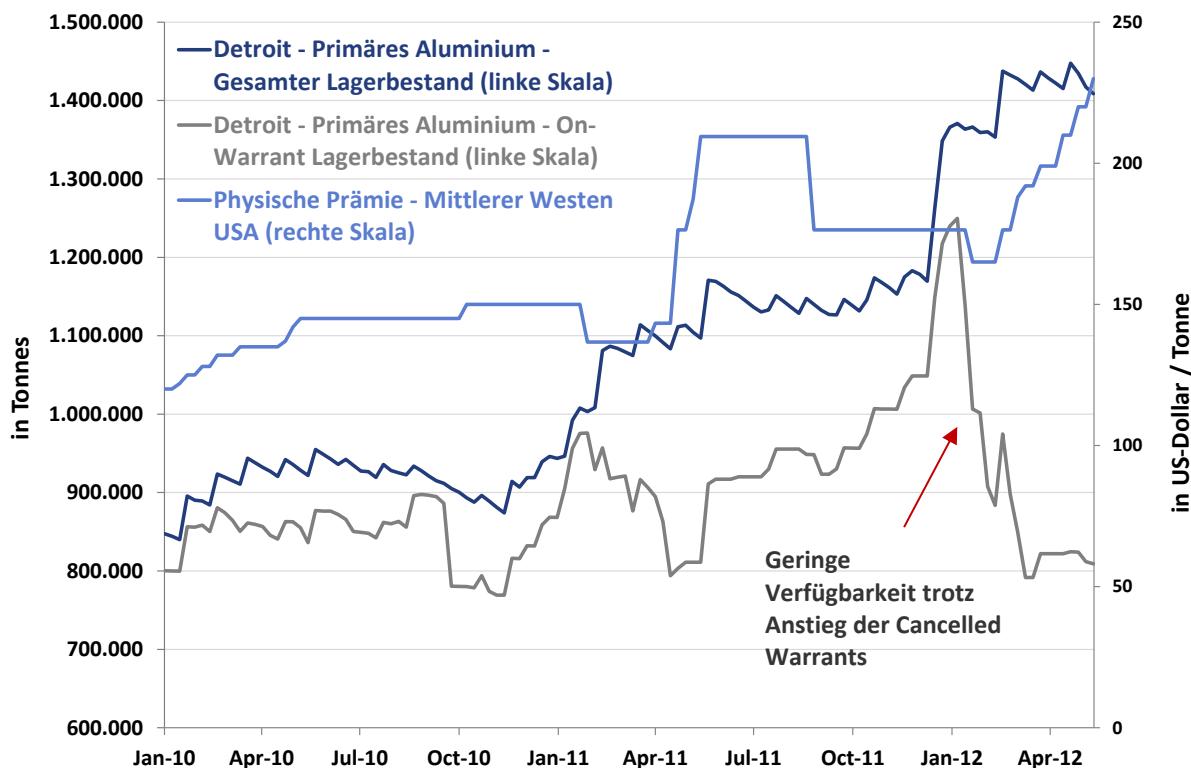
- LME-Regelung, dass nur maximal 3.000t / Tag aus einzelnen Lagerhäusern geliefert werden müssen, sorgt teilweise für lokale Knappheiten. Physische Prämien in den USA stiegen zuletzt auf neue Rekordhöchs.
- Dynamisches Nachfragewachstum im Vergleich zu anderen Industriemetallen aufgrund von Substitutionseffekten.

### *Contra*

- Physische Prämien sorgen dafür, dass Produzenten, die nicht an die LME liefern müssen, deutlich höhere Preise realisieren können (ca. 200 US-Dollar je Tonne ggü. LME 3-Monats-Forward). Damit verbleiben positive Deckungsbeiträge und es kommt nur zu geringen Produktionskürzungen. Der Markt bleibt daher auf absehbare Zeit im Überschuss.
- Unattraktive Terminkurve für Long-Futures Investoren; ca. 6% Contango auf Jahressicht.

### *Fazit*

Das niedrige Preisniveau von Aluminium erlaubt eine kurzfristige Spekulation auf Preisanstiege im Bereich von 5%-10%. Mittelfristig bleibt das Metall ein klarer Nachzügler im gesamten Rohstoffbereich, da übermäßig hohe Verhüttungskapazitäten bestehen. Ein deutliches Untergewicht ist somit die Standardpositionierung.



### Nickel: Leicht Übergewichten

#### Pro

- Stilllegung eines Großteils der chinesischen Nickel Pig-Iron Produktion bei den derzeitigen Preisniveaus (ca. 17.000 USD / Tonne).
- „Force Majeure“ bei Vale New Caledonia (vormals Goro) zeigt erneut die Problematik bei der Produktion mit der Drucklaugungs-Technologie (High Pressure Acid Leaching) .

#### Contra

- Mittelfristig keine Chance auf nachhaltige Marktdefizite, da eine große Anzahl neuer Minenprojekte die Produktion aufnehmen wird.
- Stahlkonjunktur mit wenig Anzeichen für eine schnelle Erholung.

## *Fazit*

Auch wenn die saisonale Nachfrage zumeist in der ersten Jahreshälfte stärker ist, bleibt Nickel auf Jahressicht 2012 und 2013 in einem Marktüberschuss. Die chinesischen Nickel Pig-Iron Hersteller können die Produktion relativ kurzfristig anpassen. Das derzeitige Preisniveau rechtfertigt ein leichtes Übergewicht, das Kurspotential bleibt jedoch begrenzt.

## **Blei / Zink: Neutral**

### *Pro*

- Anstieg der gekündigten Lagerscheine (Cancelled Warrants) an der LME bei Blei, Verbesserung der Terminkurve am vorderen Ende
- Kaum Anreize zur Exploration neuer Vorkommen aufgrund der gesunkenen Preisniveaus.

### *Contra*

- Minenproduktion in China stabilisiert sich auf sehr hohem Niveau.
- Anhaltender Marktüberschuss gemäß Berichten der International Lead & Zinc Study Group (ILZSG).
- Sehr hoher Lagerbestand - vor allem bei Zink – als Relikt der Wirtschaftskrise 2008 / 2009.

## *Fazit*

Obwohl beide Metalle sich derzeit in einem Marktüberschuss befinden, trauen wir Blei eine etwas positivere Kursentwicklung zu. Das Wachstum der Batterienachfrage erweist sich noch immer als robust, während die Stahlkonjunktur sich nur mäßig entwickelt.

## **Palladium, Zinn: Übergewichten**

### *Pro*

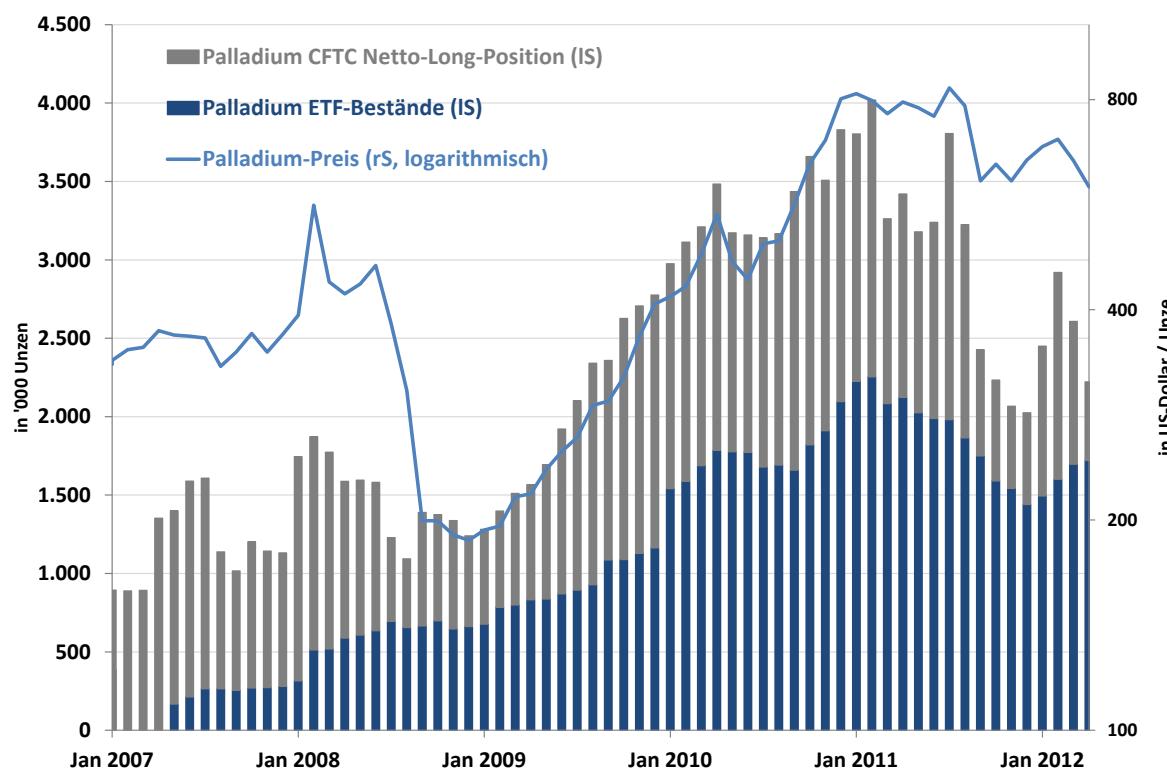
- Erwartung eines Marktdefizits in 2012.
- Marktpreise nach Kursrückgängen auf attraktiven Niveaus.
- Negatives Sentiment führte zum Abbau von Long-Positionen bei Investoren.
- Oligopolisierte Angebotsseite: Russland und Südafrika bei Palladium, Indonesien und China bei Zinn.

*Contra*

- Wenig dynamische Nachfrageentwicklung.
- Starke technische Widerstände bei 25.000 USD je Tonne (Zinn) bzw. 700 USD je Unze (Palladium). Allerdings auf aktuellem Niveau Kurspotenzial von 15% bis zu diesen Widerständen.
- Marktliquidität im Vergleich zu anderen Metallen unterdurchschnittlich, Liquidation von Long-Position an schwachen Tagen nur mit Kursabschlägen („slippage“) möglich.

*Fazit*

Wie angekündigt haben wir nach fortgesetzter Kursschwäche bei Niveaus um 600 USD je Unze (Palladium) bzw. 20.000 USD je Tonne (Zinn) unsere Positionierung ausgebaut, da wir die fundamentale Situation weiterhin als attraktiv einstufen.



## Gold, Silber: Leicht untergewichten

### *Pro*

- Realzinsen stoßen immer weiter in negatives Terrain vor.
- Geldpolitische Expansion könnte sich aufgrund schwächernder Wirtschaftsdaten in Europa / China wieder beschleunigen.

### *Contra*

- Enormer Primärmarktüberschuss.
- Überbewertung gegenüber Industriemetallen und anderen Anlageklassen (v.a. Aktien).
- Technische Unterstützungen wurden gebrochen, allgemeiner Ernüchterungszustand bei Gold-Investoren.
- Relativ starker US-Dollar.
- Immer noch überzogen positives Sentiment. Gemäß der jüngsten Gallup-Umfrage hält die Mehrzahl der Amerikaner unter den Anlageklassen Immobilien, Renten, Sparkonten, Aktien und Gold letzteres langfristig für das beste Anlageinstrument.

### *Fazit*

Gold und Silber haben ihre technischen Unterstützungslien gerissen. Seither lässt sich ein absoluter Liquidationsdruck beobachten. Relativ zu den breiten Rohstoffindizes ergab sich eine neutrale Performance. Die absoluten Preisniveaus sind jedoch weiterhin ambitioniert. Wir haben unser Untergewicht wieder initiiert.

## Platin: Leicht übergewichten

### *Pro*

- Preisabschlag zu Gold bietet mittelfristig enormes Substitutionspotential in der Schmucknachfrage. Gemäß der im Mai veröffentlichten Marktstudien von Thomson Reuters GFMS und Johnson Matthey hat sich dies 2011 jedoch nur geringfügig bemerkbar gemacht.
- Kosteninflation bei südafrikanischen Minen führte in den letzten sechs Monaten zu negativen Jahresveränderungen der Produktion.
- Liquidation von spekulativen Positionen hat schon weitestgehend stattgefunden.

*Contra*

- Schwächelnde Automobilkonjunktur in Europa.
- Fallender südafrikanischer Rand im Vergleich zum US-Dollar federt den Kursrückgang für Produzenten noch ab. Unter 11.000 ZAR / Unze erwarten wir jedoch Produktionskürzungen.
- Auch für 2012 ein Marktüberschuss erwartet.

*Fazit*

Platin war 2011 in einem Marktüberschuss, was sich auch 2012 nicht ändern wird. Die Kombination aus Substitution in der Schmucknachfrage, anhaltendem Kostendruck in der Minenproduktion und einem aufgrund gesunkenen spekulativer Long-Positionen bereinigten Markt sind aus unserer Sicht absolute Preisanstiege in den Bereich 1.700 – 1.800 US-Dollar / Unze bis Jahresende wahrscheinlich. Allerdings halten wir den Spread-Trade Long Platin vs. Short Gold aus Rendite-Risiko-Aspekten für aussichtsreicher.

**Getreide und Ölsaaten: Leicht Untergewichteten***Pro*

- Positive Rollrenditen bei Mais und Sojabohnen.
- Wetterbedingte Produktionsausfälle in Südamerika führen bei Mais und Sojabohnen zu knapperer globaler Versorgungslage, niedrige Stocks to Use Ratios sowohl global als auch auf US-Ebene im Marketingjahr 2011/12.
- Zuletzt bessere relative Wertentwicklung im Vergleich zu anderen Rohstoffsektoren.

*Contra*

- Hohes Preisniveau führt zu globalen Angebotssteigerungen im Marketingjahr 2012/13.
- Nachfrageentwicklung bei Mais wenig dynamisch.
- Hohe CFTC Netto Long Positionierung der Non Commercials bei Sojabohnen und Mais birgt Risiko eines heftigen Preisverfalls.
- USA verliert Vormachtstellung auf globalem Exportmarkt, da südamerikanische Ernten zunehmend verfügbar werden. Unterstützung am vorderen Ende der US-Terminstrukturkurve sollte daher abnehmen.

## *Fazit*

Keine Veränderung der Einschätzung im Vergleich zum Vormonat. Die Produktionsausfälle in Südamerika sind unserer Ansicht nach am vorderen Ende der US-Terminstrukturkurven eingepreist. Mittelfristig werden wir den Getreidesektor untergewichten. Bei Mais wies der ausgelaufene Frontmonatskontrakt (Mai 2012) immer noch eine relative Stärke zu den nachlaufenden Kontrakten auf. Wir warten hier aufgrund von Stop Loss erst einmal technische Verkaufssignale ab. Bei Sojabohnen sehen wir kurzfristig keine Engpässe, gehen jedoch ab Herbst 2012 von einer steigenden Nachfrage nach Sojabohnenlieferungen aus den USA aus. Wir bevorzugen den Novemberkontrakt 2012 gegenüber dem Benchmarkkontrakt Juli 2012. Bei Weizen sind aufgrund der Rollverluste und der guten fundamentalen Versorgungslage absolute Kursgewinne nur sehr schwer vorstellbar. Wir sind auf Sicht untergewichtet, aber vorerst ausgestoppt.

## **Zucker: Untergewichten**

### *Pro*

- Erneute Ausbildung einer Risikoprämie aufgrund künftiger ungünstiger Wetterentwicklungen in Brasilien möglich.
- Käufe von Importnationen könnten auf dem inzwischen erreichten niedrigeren Preisniveau einsetzen.

### *Contra*

- Terminstrukturkurve befindet sich bis März 2014 in Contango, Knappheit am vorderen Ende komplett eingepreist.
- Produktionsausfälle in Brasilien im vergangenen Jahr konnten durch globale Angebotssteigerungen anderer bedeutender Zuckeranbaunationen aufgefangen werden. Nach wie vor unterstellen wir einen globalen Zuckermarktüberschuss von 6 Millionen Tonnen im Marketingjahr 2011/12.

## *Fazit*

Preissteigerungen halten wir nur dann für gerechtfertigt, falls tatsächlich erneute wetterbedingte Produktionsausfälle in Brasilien eintreten sollten. Wir behalten die Untergewichten-Positionierung bei, decken diese jedoch ein, sofern sich Produktionsausfälle abzeichnen sollten.

**Kaffee: Neutral***Pro*

- Technisch überverkauftes Preisniveau, obwohl wetterbedingt die Produktionserwartungen für Brasilien und Kolumbien reduziert werden mussten.
- Ausbruch aus der zuletzt ausgebildeten Seitwärtsbewegung nach oben würde hohe Anzahl technisch bedingter Anschlusskäufe nach sich ziehen.
- Zuletzt bessere relative Wertentwicklung als andere Rohstoffsektoren.
- Relative Stärke des Robusta-Kontrakts bietet Floor für den Benchmark-Kaffee-Kontrakt (Arabica)

*Contra*

- „On-Year“ mit höherer Produktion in Brasilien im Zwei-Jahres-Produktionszyklus. Lagerbestände sollten sich infolgedessen erholen.
- Relativ schwache technische Marktverfassung, da sich viele Long Investoren zu Stop Loss Transaktionen gezwungen sahen.

*Fazit*

Aus technischer Sicht könnte bei Kaffee der Sorte Arabica in Kürze ein Preisanstieg in die Region 200-210 US-Cents je Pfund erfolgen. Fundamental wird dies jedoch durch das abnehmende Zeitfenster bis zur Verfügbarkeit der neuen Kaffeeernte immer unwahrscheinlicher.

**Kakao und Baumwolle: Neutral***Pro*

- Fundamentale Versorgungslage wird unserer Ansicht nach momentan zu positiv eingestuft. Bei Baumwolle erwarten wir eine geringere Anbaufläche in den USA als vom US-Landwirtschaftsministerium zuletzt berichtet wurde, da Sojabohnen aufgrund der höheren Profitabilität Anbaufläche von Baumwolle abziehen sollten. Bei Kakao stufen wir die Ernten in Westafrika geringer als der gegenwärtige Marktkonsens ein.
- Aktuell verhältnismäßig niedriges Kursniveau bei Baumwolle.
- Preisrückgang aufgrund aktueller CFTC Positionierungen der Non Commercials unwahrscheinlich, vielmehr Short-Covering Potenzial.

## Contra

- Sowohl bei Kakao als auch bei Baumwolle verhältnismäßig hohe globale Lagerbestände innerhalb des Agrarsektors.
- Kakao befindet sich momentan am oberen Ende der kurzfristig in 2012 ausgebildeten Trading Range, technischer Preisrücksetzer möglich.

## Fazit

Wir halten sowohl bei Baumwolle als auch bei Kakao neutrale Positionierungen, da sich aktuell keine klare Tendenz aus den positiven und negativen Faktoren ergibt.

Stuttgart, den 15.05.2012

Tiberius Rohstoff-Research

## 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 getätigten werden. Die erwähnten Dokumente erhalten Sie kostenlos in Papierform oder auf Wunsch elektronisch unter Tel. +41 41 560 0081 / [info@tiberiusgroup.com](mailto:info@tiberiusgroup.com) oder bei der Oppenheim Fonds Trust GmbH, Unter Sachsenhausen 4, D-50667 Köln oder im Internet unter [www oppenheim-fonds.de](http://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 © 2012 Tiberius Asset Management AG. Alle Rechte vorbehalten.

---

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