

TIBERIUS

KAPITALMARKT
AUSBlick 2014



DIE TIBERIUS GRUPPE

Die Tiberius Asset Management AG (TAM) in Zug, Schweiz wurde im Jahr 2005 gegründet. Die Vision der beiden Gründungsgesellschafter war, eine Investmentgesellschaft zu gründen, die ein aktives Management von Rohstoffutures und mehrwertschaffende Strategien rund um die Bereiche Energie, Industrie- und Edelmetalle und Agrar anbietet. Dies ist ihnen gelungen. Heute ist die TAM weltweit einer der erfolgreichsten Anbieter aktiv verwalteter Rohstoffanlageinstrumente.

Die Tiberius Gruppe besteht aus Mitarbeitern mit fundierter Erfahrung in den Bereichen Rohstoffhandel, Portfolio-Management und quantitativem Research. Die verwalteten Vermögenswerte haben einen Gesamtwert von rund 1,5 Mrd. USD.

In den letzten Jahren haben wir grosse wirtschaftliche Ungleichgewichte, gravierende Fehlbewertungen und extrem fehlerhafte Prognosen erlebt. Die Entwicklung der größten Volkswirtschaften der Welt ist heute deutlich schwieriger vorhersehbar und Finanzgeschäfte unterliegen einer zunehmenden Volatilität. Dieses Marktumfeld verlangt neue, aktiv verwaltete Anlagelösungen, da die althergebrachte Buy-and-Hold-Strategie keine zufriedenstellenden Ergebnisse mehr liefert. Tiberius hat einen deutlichen Vorsprung erzielt, da das Unternehmen die große Tragweite dieses Trends frühzeitig erkannt hat und nun in der Lage ist, eine breite Palette kundenspezifischer Lösungen anbieten zu können.

Die Tiberius Gruppe versteht sich als innovativer Anbieter von intelligenten und Mehrwert generierenden Fonds rund um das Themengebiet Rohstoffe. Generell kennzeichnend für die Produkte sind Transparenz, Qualität und einem den Zeichen der Zeit entsprechenden Investmentansatz. Das Rohstoffthema wird ergänzt durch ein fundamentales Fixed Income Research und Fondsmanagement, das vornehmlich im Spezialfondsbereich aber auch mit Publikumsfonds vertreten ist.

Auch im Jahr 2014 wollen wir Ihnen als Partner in Ihren Fragen zu den Finanzmärkten zur Seite stehen. Neben diesem Kapitalmarktausblick werden Sie weiterhin, wie gewohnt, unsere monatlichen Markt- und Fondsberichte erhalten.

Bei Fragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung. Unsere Kontaktdaten finden Sie am Ende dieser Publikation.

Ihr Tiberius Team

INHALTSVERZEICHNIS

Die Tiberius Gruppe	1
Inhaltsverzeichnis	2
Prognosen 2014	3
Makro-Prognosen	3
Rohstoff-Prognosen	6
Rentenmarkt-Perspektiven 2014	10
Wie gut steht die US-Volkswirtschaft da?	10
Die Situation im Euro-Raum	17
Bewertung des Rentenmarkts	19
Rohstoffe 2014 – Bilanz und Ausblick	22
1. Bilanz der letzten Jahre	22
Rohstoffe waren 2007 noch eine vielversprechende Anlageklasse	22
Die Erwartungen der Investoren wurden enttäuscht	23
Drei Kernursachen der Flaute an den Rohstoffmärkten	23
2. Marktperspektiven 2014: Zurück in die Zukunft?	29
Fundamentale Bewertung offenbart wenig Kaufkandidaten	30
Preisregime als entscheidende Determinante	31
Positive Konjunkturüberraschung möglich	32
Höheres Zinsumfeld war historisch positiv für Rohstoffe!	36
Rohstoffe sind relativ attraktiv gegenüber anderen Anlageklassen gepreist	38
Top 5 Rohstoff-Trades 2014	40
Trade 1: Short Sojabohnen	40
Trade 2: Long Blei	51
Trade 3: Short Kupfer	58
Trade 4: Long Rohstoffaktien	65
Trade 5: Short Baumwolle	75
Investmentprodukte	82
Kontakt	83

PROGNOSEN 2014

MAKRO-PROGNOSEN

Rückblick

Bei unseren Makro-Prognosen hatten wir 2013 kein gutes Händchen. Am besten lagen wir noch mit unserer Konjunktureinschätzung einer moderat besseren Entwicklung der Weltwirtschaft als im Vorjahr. Für die USA hatten wir ein weiteres Jahr unterdurchschnittlichen Wachstums auf dem Niveau des Vorjahres prognostiziert, da die grundsätzlichen Probleme dieses verhaltenen Aufschwungs – die hohe Schuldenlast des Privatsektors und die mangelhafte Partizipation der mittleren Einkommen – eben nicht durch eine expansive US-Geldpolitik gelöst werden können. In China sahen wir keinen Ein-, aber auch keinen Aufbruch unter der neuen Führung, sondern ein Einpendeln auf dem neuen Gleichgewichtswachstum von 7,5%. Eine Prognose, die trotz zwischenzeitlichen Liquiditätsproblemen am chinesischen Interbankenmarkt relativ genau eingetroffen ist. Für Japan hatten wir unsere Zweifel, ob die neue Regierung Abe tatsächlich Inflationsraten und nominales Wirtschaftswachstum an die Zielwerte heranbringen kann. Aber gelang es in weit höherem Maße, die Geldpolitik für seine Zwecke zu instrumentalisieren, als wir dies für möglich gehalten hatten, sodass das realisierte BIP-Wachstum etwas über unserer Schätzung lag. Richtig lagen wir mit der Vorhersage, dass die europäischen Volkswirtschaften in 2013 die wirtschaftliche Talsohle durchschreiten und zu moderat positiven Wachstumsraten in der zweiten Jahreshälfte zurückkehren werden.

So weit so gut. Relativ deutlich daneben lagen wir dann jedoch bei der Prognose, was die Finanzmärkte aus diesen Konjunkturvorgaben machen würden. Die Aktienmärkte verzeichneten auf breiter Front starke Kursgewinne – durchschnittlich mehr als 20%. Wir hatten für den S&P 500, Dax 30 und Nikkei 225 ein neutrales Jahr ohne größere direktionale Bewegung vorhergesehen. Die Nikkei-Prognose

von 9.500 Punkten war Ende November 2013 sehr weit von der Wirklichkeit von rund 15.400 Punkten entfernt. Wir hatten der japanischen Geldpolitik eine derartige expansive Ausrichtung nicht zugetraut, nachdem sie in den Vorjahren die fiskalpolitischen Wünsche noch beharrlich unterlaufen hatte. Aus demselben Grund hat sich auch unsere Yen-Prognose als zu konservativ erwiesen. Wir hatten den Yen zum Euro vor einem Jahr zwar etwas schwächer gesehen (110 Yen je Euro), aber bei weitem nicht in dem Maße wie es sich dann tatsächlich an den Währungsmärkten realisiert hat. Der Euro/US-Dollar Wechselkurs hatte wie vorhergesehen ein relativ ereignisloses Jahr vor sich. Bei den Renten lagen wir mit unseren neutralen Einschätzungen für Bund und 10-jährige japanische Staatsanleihen noch in einem engen Rahmen zur tatsächlichen Entwicklung. Der Zinsanstieg bei 10-jährigen US-Staatsanleihen auf 2,75% fiel markant höher aus als von uns für möglich gehalten. Und schließlich hat sich auch unsere Rohstoffindexprognose als falsch erwiesen. Bereits vor einem Jahr waren die Rohstoffe aus unserer Sicht deutlich hinter den Aktienmärkten zurückgeblieben. Die Schere zwischen beiden Anlageklassen hat sich aber nicht wie von uns erwartet geschlossen, sondern ist noch weiter aufgegangen. Statt der prognostizierten +10% stand beim Dow Jones UBS Rohstoffindex am Ende ein Minus von mehr als -10% zu Buche.

Prognosen 2014

Für das Jahr 2014 ist ebenso wenig ein Konjunkturunbruch auf dem Radarschirm auszumachen wie für das Jahr 2013. Keine der Bedingungen, die normalerweise einen auslaufenden Aufschwung kennzeichnen – ein fortgeschrittener Zinserhöhungszyklus im Zuge weltweit

anziehender Inflationsraten, eine exzessive Kreditaufnahme des Privatsektors, spekulative Blasen an den Finanzmärkten, restriktive Fiskalpolitiken, ein allmählicher Rückgang der vorlaufenden wirtschaftlichen Indikatoren oder hohe geopolitische Risiken – sind zum jetzigen Zeitpunkt gegeben. Andererseits können aber auch die grundsätzlichen Probleme, die das Weltwirtschaftswachstum in den letzten Jahren gedämpft haben, heute nicht als gelöst betrachtet werden. Dazu zählen u. a. eine geringe Kaufkraft der Verbraucher, Überkapazitäten und in Einzelfällen Zahlungsbilanzkrisen in Schwellenländern, hohe Schuldenquoten im Privatsektor und bei Staatsfinanzen sowie eine ins Leere laufende Geldpolitik. Unter diesen Vorzeichen sind die Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft positiv, aber im Vergleich zu vorangegangenen Zyklen unterdurchschnittlich.

Für die Aktienmärkte bedeutet dies nicht automatisch gute Nachrichten. Die Bewertungen, gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis, befinden sich am oberen Ende der historischen Spanne und lassen sich nur halten, wenn die Gewinndynamik erhalten bleibt. Daran haben wir unsere Zweifel angesichts eines weltweit verhaltenen Konsumwachstums. Zudem gibt es 2014 Risikofaktoren, die einen zwischenzeitlichen Kurseinbruch, der über die rein technische 5% bis 10% hinausgeht, nicht unwahrscheinlich machen. Dazu gehören für uns vor allem politische und fiskalische Krisen. Die Vorzeichen dafür sind in Frankreich und Italien nach wie vor gegeben und es ist nicht auszuschließen, dass die Bondmärkte beide Länder wieder härter anfassen. Aber auch eine Wiederholung des unwürdigen Schauspiels der Anhebung der Staatsschuldengrenze in den USA stimmt nachdenklich. Und schließlich hat die Syrien-Krise gezeigt, wie schnell geopolitische Ereignisse ganz oben auf der Agenda der Finanzmärkte stehen können. Das Sentiment für Aktien ist einhellig positiv und blendet diese Risikofaktoren komplett aus. Würde auch nur einer dieser Faktoren eintreten, wäre hohes Enttäuschungspotenzial vorhanden. Wir prognostizieren für 2014 in der Summe leicht rückläufige Aktienkurse. Die Jahresendziele für den S&P 500 sehen wir bei 1.650 Punkten, für den Dax 30 bei

8.600 Punkten und für den Nikkei 225 bei 14.000 Punkten. Letzterer wurde an den Aktienmärkten zuletzt als reines Abbild des USD/Yen Wechselkurses gehandelt. Diese Scheinkorrelation dürfte im Jahr 2014 zusammenfallen, wenn klar wird, dass eine geldpolitische Schwächung des Yen allein keine ausreichende Fundierung für eine Rückkehr zu nachhaltigen positiven Inflations- und Wachstumsraten ist. Den Yen sehen wir bei 135 Yen zum Euro praktisch unverändert.

Von der Zinsseite wird für die Aktien- und Rohstoffmärkte unserer Meinung nach wenig Gegenwind ausgehen. Insbesondere die länger laufenden amerikanischen Anleihen haben einen guten Konjunkturverlauf voll eingepreist, die Zinsstruktur ist im historischen Kontext sehr steil. Die Bedingungen für erste Leitzinsschritte nach oben sind noch nicht erfüllt. Die Inflationsraten werden sich aufgrund fehlender Kaufkraft und fehlenden Auftriebs bei den Rohstoffpreisen weiterhin deutlich unter den Zielmarken befinden. Wir sehen in 2014 bei der US-Notenbank noch keine Zinsschritte. Vor diesem Hintergrund dürften sich die Renditen für 10-jährige US-Staatsanleihen von 2,75% auf 2,3% erholen. Im Euroraum war die Notenbank zuletzt noch mit einer Leitzinssenkung beschäftigt. Die EZB möchte sich nicht dem Vorwurf aussetzen, den Euro trotz deutlich gefallener Inflationsraten im globalen Abwertungslauf der asiatischen Währungen zu stark für die Euro-Peripherieländer gehalten zu haben. Für das Jahr 2014 wollen wir negative Geldmarktsätze nicht ausschließen. Der verzweifelte Schwenk der EZB zu einer expansiveren Politik sollte die Renditen 10-jähriger deutscher Bundesanleihen auf 1,3% zurückbringen. Die starken Tage des Euro sind vor diesem Hintergrund gezählt. Wir erwarten am Jahresende einen Wechselkurs von 1,27 USD je Euro. Die Renditen 10-jähriger japanischer Staatsanleihen könnten trotz der ausgedehnten Käufe der Notenbank auf 0,9% anziehen. Die Bank of Japan ist heute schon der dominante Käufer japanischer Staatsanleihen, nachdem der private Bankensektor und die japanischen privaten Haushalte zu den Abgebern zählen. Die Demographie wird diesen Trend in den nächsten Jahren weiter verschärfen. Das

Vertrauen in die Notenbank, diesen Prozess trotz enorm hoher Staatschuldenquoten kontrollieren zu können, kann aber schnell umschlagen, wie die Ereignisse im Euroraum 2010/11 zeigen.

Bleiben noch die Rohstoffmärkte, die in den letzten beiden Jahren deutlich underperformt haben. Die Triebkräfte dieser Baisse – ein hohes Angebotswachstum, negative Roll-Renditen und eine verhaltene Konjunkturentwicklung – werden in 2014 teilweise wegfallen. Rohstoffe sind zudem relativ attraktiv gegenüber Aktien und Anleihen gepreist. Auf der Mikroseite offenbaren sich aber wie in den Vorjahren nur wenig überzeugende Kaufkandidaten, sodass wir nach den vorangegangenen Kursverlusten lediglich von einem moderaten Kursplus des Dow Jones UBS Rohstoffindex von rund 7% ausgehen.

Anlageklasse	Indexname	2013			2014
		Stand am 30.11.2012	Tiberius Prognose für Ende 2013 vom 30.11.2012	Stand am 22.11.2013	Tiberius Prognose für Ende 2014 vom 25.11.2013
Aktien	S&P 500	1.416	1.450	1.805	1.650
	Dax 30	7.406	7.350	9.219	8.600
	Nikkei 225	9.446	9.500	15.382	14.000
Renten (10J)	10 J.-Zins USA	1,62%	1,60%	2,74%	2,30%
	10 J.-Zins BRD	1,39%	1,40%	1,75%	1,30%
	10 J.-Zins JP	0,72%	0,80%	0,63%	0,90%
Leitzinsen	USA	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
	Euro-Raum	0,75%	0,50%	0,25%	0,25%
	Japan	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Währungen	EUR USD	1,30	1,30	1,36	1,27
	EUR JPY	107,1	110,0	137,3	135,0
Rohstoffe	DJ-UBSCI Total Return	287,3	320,0	249,3	270,0
	RICI Total Return	3.733	4.200	3.489	3.770

Quelle: Bloomberg, Tiberius

ROHSTOFF-PROGNOSEN

Unsere relativen Stärke Empfehlungen können grundsätzlich fünf Zustände annehmen: Strong Buy (+2), Buy (+1), Neutral (0), Sell (-1) und Strong Sell (-2). Wir haben die Performance aller Empfehlungen der vorangegangenen Tiberius-Kapitalmarktausblicke (Performancemessung zwischen den Redaktionsschlüssen der jeweiligen Kapitalmarktausblicke) ausgewertet, indem wir unsere Empfehlungen in Long/Short Empfehlungen von +5% (Strong Buy), +2,5% (Buy), 0% (Neutral), -2,5% (Sell) und -5% (Strong Sell) übersetzt haben. Ein auf dieser Basis aufgesetztes Long/Short-Portfolio hätte im Durchschnitt eine jährliche Rendite von +7,33% bei einer Volatilität von 5,74% erzielt. 2013 präsentiert sich im Rückblick als ein durchwachsendes, mit einer Rendite von 3,18% aber leicht positives Jahr. Die Nettoinvestitionsquote lag mit -2,5% nahe an der marktneutralen Nullprozentgrenze und höher als in den Vorjahren. Insgesamt lässt sich feststellen, dass die von den Mikrofaktoren der einzelnen Rohstoffe getriebenen Empfehlungen pessimistischer ausfallen als die makro-basierten Einschätzungen auf Indexebene. In den letzten beiden Jahren hat die Mikrosicht damit Recht behalten.

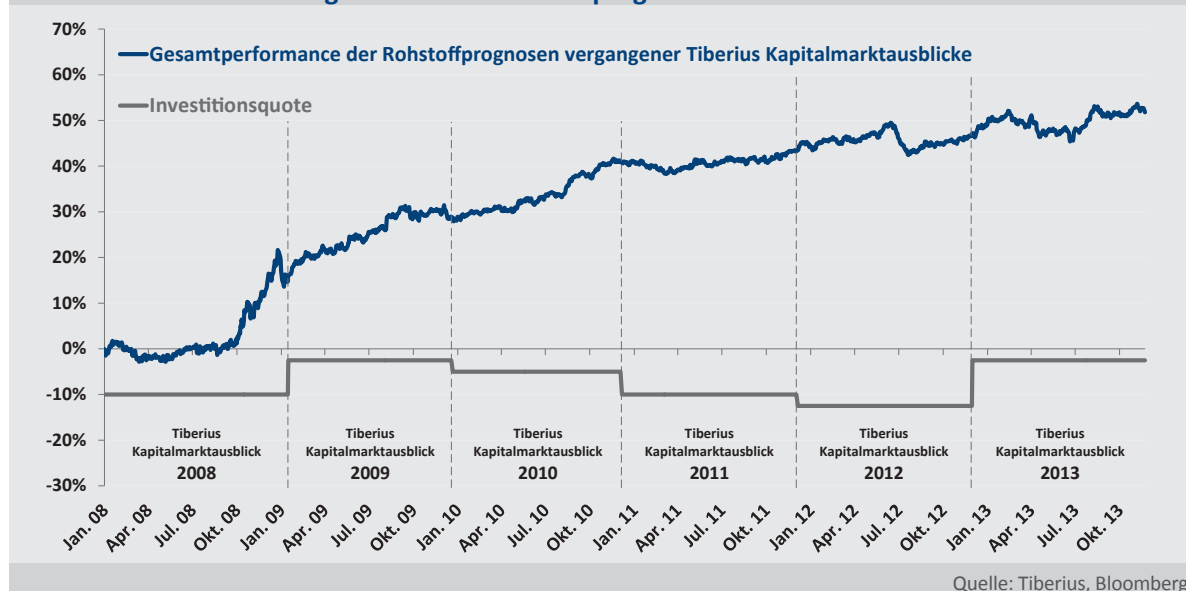
Sehr positiv entwickelten sich im Laufe des Jahres die Short-Empfehlungen für Mais und

Weizen, während der Sojabohnen-Short sich als verfrüht erwies, aber auch nicht viel kostete. Kleinere positive Beiträge kamen von der Long-Empfehlung (+1) WTI, der Short-Empfehlung (-2) in US-Erdgas, dem Short (-1) in Aluminium, dem Short (-1) in Kupfer, dem Long (+2) in Zinn, dem Short (-1) in Zucker und dem Long (+1) in Kakao. Eine leichte Underperformance ergab sich aus den Übergewichtungsempfehlungen (jeweils +1) bei Blei und Platin. Richtig daneben lagen wir bei Nickel und Silber, die wir mit jeweils leicht Übergewichten eingestuft hatten, die aber in 2013 mit die letzten Plätze im Performance-Ranking der Rohstoffe aus unserem Anlageuniversum einnahmen.

Für das Jahr 2014 gibt es aus der reinen Mikrosicht erneut wenig überzeugende Long-Kandidaten. Etwas klarer scheint die Short-Seite definiert. Wir haben unsere fünf Top-Rohstoff-Trades in einem eigenen Kapitel im Rohstoffteil dieses Kapitalmarktausblicks ausführlich dargestellt. Die Empfehlungen für die anderen Rohstoffe, für die wir weniger starke Kursbewegungen sehen, sind an dieser Stelle kurz kommentiert.

Im Rohölbereich sehen wir den Kassamarktpreis für Brent am Jahresende 2014 zwischen 100 und 105 USD je Barrel, bis zu 10% schwächer gegenüber der derzeitigen Preisnotiz. Der

Performance-Auswertung der Tiberius Rohstoffprognosen von 2008 bis 2013



Quelle: Tiberius, Bloomberg

globale Rohölmarkt wird 2014 durch höhere Produktion von Libyen, Iran und Nordamerika gut versorgt sein. Saudi-Arabien dürfte erst zu größeren Angebotskürzungen bereit sein, wenn Brent unter 100 USD notiert. Die Crack Spreads von Benzin und Heizöl zu Brent befinden sich im historischen Vergleich auf tiefem Niveau. Wir sehen keine signifikante Preisbewegung der Produkte zu Brent, da ausreichend Raffineriekapazitäten im Mittleren Osten und China geschaffen werden, um eine Produktknappheit zu vermeiden. Die positiven Roll-Renditen bei Brent, Benzin und Heizöl stehen den von uns prognostizierten Kassapreisverlusten entgegen. Zudem sind wie in den Vorjahren geopolitische Einflussfaktoren (hier vor allem die Risiken in Venezuela) nicht wegzudenken, sodass wir in der Summe zu einem neutralen Votum für alle drei Rohstoffe kommen. Etwas optimistischer sind wir für US-Rohöl der Marke WTI gestimmt, das zum Redaktionsschluss mit einem Abschlag von rund 18 USD je Barrel zu Brent gehandelt wird. Der nordamerikanische Angebotsboom sorgt regelmäßig für einen zwischenzeitlichen Anstieg der Lagerbestände am WTI Erfüllungsort Cushing und mittlerweile auch an der US-Golfküste. Dies überfordert kurzfristig das US-Pipelinesystem in der Verteilung des Rohöls zu den Raffinerien. Mittelfristig wird das System durch geringere Importe und eine überdurchschnittlich hohe inländische Nachfrage aufgrund der attraktiven Crack Spreads zu WTI in ein Gleichgewicht zurückschwingen. Den durchschnittlichen Abschlag von WTI zu Brent erwarten wir um 10 USD je Barrel. Wir stufen WTI deswegen mit leicht Übergewichten (+1) in 2014 ein.

Bei US-Erdgas halten sich bearishe und bullishe Faktoren momentan die Waage. Auf der negativen Seite steht wie in allen Vorjahren eine negative Roll-Rendite von erwartungsgemäß knapp -10% und Vorwärtsverkäufe von Produzenten, wenn die Kalenderpreise 2014 nachhaltig über 4 USD je mmBtU notieren. Auf der positiven Seite ist zu vermerken, dass Erdgas unter 3,5 USD je mmBtU genügend Nachfrage von Kohle abzieht, um einen ausbalancierten Markt zu erreichen. Gleichzeitig wurde das höhere Angebot von den Schiefergasproduzenten (v. a.

Marcellus) in den letzten Monaten ohne einen Anstieg der Lagerbestände über das saisonale Niveau hinaus verarbeitet. Preisphantasie bietet das Anlaufen der ersten Flüssiggasexporte ab der Jahresmitte 2014. Hier wird aber erst im Jahr 2015 in nennenswertem Umfang US-Erdgas abfließen. Eine Marktreaktion nach oben könnte zwar schon vorher provoziert werden, insgesamt sehen wir für das Gesamtjahr 2014 bei US-Erdgas jedoch eine neutrale Performance.

Bei den Metallen steht Blei (+2) ganz vorne auf unserer Favoritenliste. Eine ausführliche Darstellung dieser Einschätzung findet sich im Rohstoffteil unter Top 5 Rohstoff-Trades 2014. Ebenfalls eine stark überdurchschnittliche Kursentwicklung (+2) trauen wir Palladium zu. Die Autokonjunktur in den für Palladium maßgeblichen Märkten in China und USA zeigte sich in den letzten Monaten robust, Europa erholt sich von tiefem Niveau. Eine Entwicklung, die auch in 2014 anhalten sollte. Auf der Angebotsseite bleibt die Palladiumproduktion aufgrund politischer Unruhen und Streiks unter Druck, sodass in 2014 das fünfte Marktdefizit in Folge verzeichnet werden dürfte. Die große Unbekannte sind nach wie vor die russischen Exporte. Noch gibt es wenig Evidenz, dass die russischen Bestände wirklich erschöpft sind. Charttechnisch läuft der Palladium-Preis in ein Dreieck hinein, aus dem er nach unserer Lesart nach oben ausbrechen wird. Auch für das Schwestermetall Platin sehen wir eine überdurchschnittliche Performance (+1). Die südafrikanische Minenindustrie steht bei den gegenwärtigen Platinpreisen in südafrikanischen Rand gerade noch oberhalb der Profitabilitätsschwelle. Die streikbedingten Produktionsausfälle kombiniert mit einer wieder anziehenden Autonachfrage in Europa sollten dazu führen, dass sich der Platinpreis vom unteren Ende seiner Trading Range (1.330 USD je Unze) wieder in Richtung der oberen Grenze (1.550 USD je Unze) abstoßen sollte.

Zink (+1) sollte in 2014 ebenfalls zu den Outperformern gehören, da ebenso wie bei Blei das Minenangebot außerhalb Chinas in den nächsten Jahren deutlich verflacht. Die realisierbaren Renditen dürften aber aufgrund der Roll-Verluste

nicht so hoch ausfallen wie bei Blei. Auch Nickel (+1) reihen wir 2014 in die Reihe der Outperformer ein. Das Metall weist einen strukturellen Angebotsüberschuss auf, die Lagerbestände insbesondere an der London Metal Exchange (LME) steigen. Der Preis ist jedoch schon so weit unter die durchschnittlichen Produktionskosten gefallen, dass selbst die kostengünstigsten Produktionsverfahren (Nickel Pig Iron) derzeit an der Break-Even-Schwelle sind. Das Jahr 2014 wird deutliche Angebotskürzungen mit sich bringen, falls Indonesien sich nicht zu einer Durchsetzung des angedachten Exportverbots durchringen kann. Eines von beiden Ereignissen wird sich im Jahr 2014 wohl materialisieren. Beide Ereignisse wären positiv für den Nickelpreis, den wir zum Jahresende 2014 bei knapp 15.000 USD je Tonne prognostizieren. Zinn würde ebenfalls von einem indonesischen Exportstopp profitieren. Ein guter Teil dieses Risikos ist aber unserer Sicht in den jetzigen Preisen bereits enthalten, sodass wir Zinn neutral einstufen. Das gleiche gilt für Aluminium, das im Kassapreis am unteren Ende seine Bewertungsspanne notiert. Etwaige Gewinne im Kassapreis werden aber zum größten Teil durch negative Roll-Renditen aufgezehrt. Bleibt noch Kupfer, das wir als Short-Kandidaten sehen. Die Begründung hierfür findet sich unter Top 5 Rohstoff-Trades 2014 im Rohstoffteil dieser Ausgabe.

Bei den Edelmetallen Gold und Silber läuft der Bärenmarkt in 2014 allmählich aus. Den negativen rohstoffspezifischen Faktoren (physische Überschüsse, Produzentenhedging, Abflüsse aus ETF's) steht eine Reihe positiver Makro-Faktoren (keine Zinswende, negative bis neutrale Realzinsen, hohe Staatsschuldenquoten) entgegen, sodass langfristig orientierte Käufer auf tieferem Niveau wieder zugreifen sollten. Wir erwarten im Jahresverlauf 2014 zunächst noch tiefere Kurse, bei denen der Händewechsel hin zu hartgesottenen Investoren dann abgeschlossen ist. Zum Jahresende 2014 rechnen wir dann wieder mit Kursen zwischen 1.200 und 1.250 USD je Feinunze. Beim Gold-Silber-Ratio sehen wir keine signifikante Bewegung.

Bei den Agrarrohstoffen liegen die Prognosen für 2014 überwiegend im negativen Bereich. Einzig Mais und Zucker (jeweils +1) trauen wir in begrenztem Maße eine positive Performance zu. Mais wird im Frühjahr US-Ackerfläche an Sojabohnen abgeben und in den USA ein Angebotsdefizit ausbilden, das vermutlich aber nicht hoch genug ausfällt, um die US-Stocks to Use Ratio wieder auf ein Niveau unter 10% zu bringen. Zudem mindern Roll-Verluste den von uns vorhergesagten Kassapreisanstieg auf 475 US Cent je Scheffel. Der Zuckermarkt befindet sich im Übergang zwischen einem Angebotsüberschuss im Marketingjahr 2013/14 und einem Marktdefizit im Marketingjahr 2014/15. Der Zuckerpreis dürfte in der ersten Jahreshälfte 2014 einen Boden ausbilden.

Eine Strong Sell Empfehlung (-2) sprechen wir bei den Agrarrohstoffen für Sojabohnen, Sojabohnenmehl und Baumwolle aus. Die Begründungen sind unter Top 5 Rohstoff-Trades im Rohstoffteil dieses Ausblicks nachzulesen. Eine Underperformance (-1) erwarten wir auch für Magere Schweine. Die Produzentenmargen sind durch niedrigere Futtermittelpreise so weit gestiegen, dass mit höheren Beständen gerechnet werden muss, was einen Abverkauf der spekulativen Long-Position auslösen sollte. Ebenfalls negativ (-1) sollte sich aufgrund eines Anstiegs der Ackerflächen im Frühjahr 2014 Chicago-Weizen entwickeln. Bei den übrigen Agrarrohstoffen halten sich positive und negative Faktoren die Waage, sodass wir eine neutrale Gewichtung empfehlen.

			2014	
Sektor	Rohstoff	Ticker	Tiberius Relative Prognose 2014 25.11.2013	
Energie	Rohöl (Brent)	CO	Neutral	0
	Rohöl (WTI)	CL	Leicht Übergewichten	1
	Benzin	XB	Neutral	0
	Heizöl	HO	Neutral	0
	Erdgas	NG	Neutral	0
Basismetalle	Aluminium	LA	Neutral	0
	Kupfer (COMEX)	HG	Untergewichten	-2
	Blei	LL	Übergewichten	2
	Nickel	LN	Leicht Übergewichten	1
	Zinn	LT	Neutral	0
	Zink	LX	Leicht Übergewichten	1
Edelmetalle	Gold	GC	Neutral	0
	Silber	SI	Neutral	0
	Palladium	PA	Übergewichten	2
	Platin	PL	Leicht Übergewichten	1
Lebendvieh	Magere Schweine	LH	Leicht Untergewichten	-1
	Lebende Rinder	LC	Neutral	0
Agrar (Getreide)	Mais	C	Leicht Übergewichten	1
	Sojabohnen-Mehl	SM	Untergewichten	-2
	Sojabohnen	S	Untergewichten	-2
	Weizen	W	Leicht Untergewichten	-1
Agrar (Softs)	Kakao	CC	Neutral	0
	Kaffee	KC	Neutral	0
	Baumwolle	CT	Untergewichten	-2
	Zucker	SB	Leicht Übergewichten	1
Agrar (Vegetarische Öle)	Sojabohnen-Öl	BO	Neutral	0

RENTENMARKT-PERSPEKTIVEN 2014

Die internationalen Rentenmärkte haben 2013 drei unterschiedliche Phasen des Handelsgeschehens durchlaufen. So bestand in den ersten vier Monaten des Jahres ein freundliches Umfeld, bei dem die Renditen langlaufender Staatsanleihen bester Bonität abermals auf sehr niedrige Niveaus zurückgingen. Der deutsche 10J-Zins sank dabei auf 1,15% und stellte damit fast sein Allzeittief von 1,13% im Jahr 2012 ein. Ausgelöst durch bessere Konjunkturdaten und der von der US-Notenbank Fed angestoßenen Diskussion über perspektivisch reduzierte Fed-Wertpapierkäufe und damit über den beginnenden Ausstieg aus der ultralockeren US-Geldpolitik setzte dann Anfang Mai ein Zinsanstieg ein, der den Großteil der Marktteilnehmer veranlasste, die Zinswende zu propagieren. In der Tat stiegen der US-10J-Zins bis zur ersten Septemberhälfte um 140 Basispunkte auf 3,00%, was fast einer Verdoppelung des Zinsniveaus entsprach, und der deutsche 10J-Zins um gut 80 Basispunkte auf 2,08%. Danach stoppte der Zinsanstieg und kehrte sich ein Stück weit um, was neben gesunkenen Inflationsraten und einer doch eher bescheidenen Wachstumsdynamik vor allem auf die Unsicherheiten in den USA bezüglich des Haushalts und der Schuldenobergrenze sowie die zumindest aufgeschobene Drosselung der Fed-Wertpapierkäufe zurückzuführen war. Der 10J-Zins sank in den USA bis Mitte November wieder um ungefähr 30 und in Deutschland um 35 Basispunkte.

Es ist festzuhalten, dass ein wesentlicher Einflussfaktor für den Rentenmarkt die unkonventionelle und extrem expansive Geldpolitik (Quantitative Easing QE) insbesondere der Fed, aber auch aller maßgeblichen Notenbanken war und ist. Dies gilt aber nicht nur für die Festzinspapiere sondern für die Finanzmärkte überhaupt. So hat die im Juni aufgekommene Erwartung, dass die US-Notenbank im Herbst ihre monatlichen Wertpapierkäufe von 85 Milliarden US-Dollar etwas zurückführt, ausgeht, um

alle Assetklassen unter Verkaufsdruck zu bringen. Und umgekehrt war die Entscheidung der Fed im September, die QE-Politik vorerst ungedrosselt fortzusetzen der Startschuss für eine Kursrallye in allen Assetklassen. Dies belegt, dass die Finanzmärkte am Tropf des billigen Geldes der Notenbanken hängen, und zwar angesichts der weltweit konzertierten aggressiven Geldpolitik in diesem Ausmaß ohne historisches Vorbild.

Im Folgenden soll zuerst die US-Volkswirtschaft beleuchtet und hier insbesondere auf deren strukturelle Schwächen und die Wirksamkeit der Notenbankpolitik eingegangen werden. Anschließend wird die Verfassung der europäischen Wirtschaft kommentiert und abschließend anhand der Bewertungsverhältnisse am Rentenmarkt dessen Perspektiven für 2014 abgeleitet.

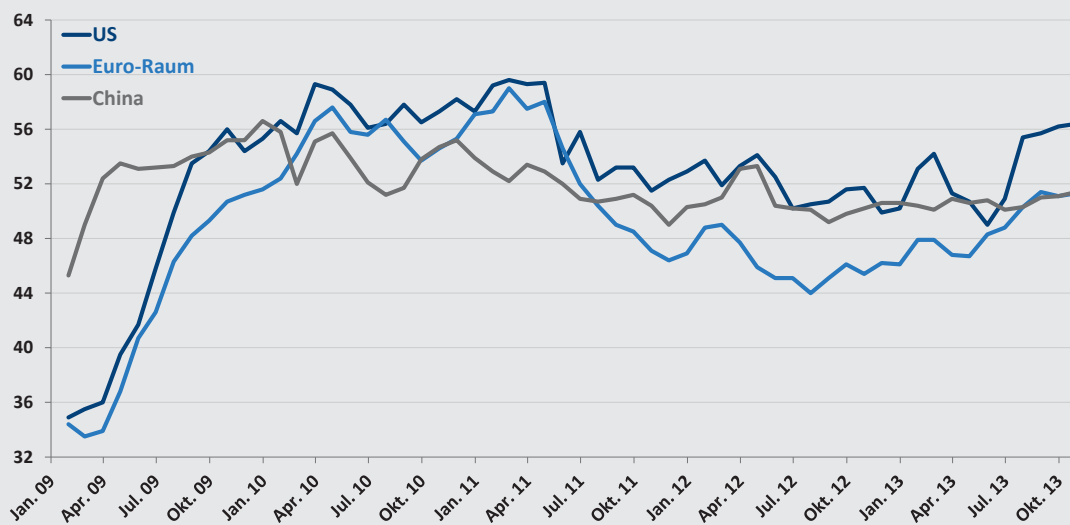
Wie gut steht die US-Volkswirtschaft da?

Die US-Ökonomie als führende Volkswirtschaft der Welt kann nach der schweren Rezession 2008/2009 inzwischen auf einen gut vierjährigen Konjunkturaufschwung zurückblicken, wobei in den strukturellen Problembereichen Immobilien- und Arbeitsmarkt zwar keine starke Wachstumsdynamik, aber immerhin eine allmähliche Verbesserung zu verzeichnen ist. So steigen die Häuserpreise und die Anzahl der neu gebauten Häuser seit dem zweiten Quartal 2012 wieder an, beides aber nach wie vor weit unter dem Niveau des Immobilienbooms bis 2007. Die Arbeitslosenrate sinkt und hat mit aktuell 7,3% ungefähr die Hälfte des Anstiegs von 4,5% 2007 auf 10% 2009 wieder wettgemacht. Und in den letzten Monaten stiegen die Einkaufsmanagerindizes nach zuvor eher bescheidenen Werten und trotz des jüngsten Haushaltsnotstandes mit massenhaften Zwangsbeurlaubungen im öffentlichen Sektor wieder signifikant

über die 50er-Expansionsschwelle. All dies spricht für die Fortsetzung des Aufschwungs. Die USA führen dabei unter den großen Wirtschaftsregionen den Aufwärtstrend bei den Unternehmens-Stimmungsindikatoren an.

Bemerkenswert ist, dass bereits zweimal seitens der Fed der Versuch unternommen wurde, das Quantitative Easing wieder abzusetzen, nämlich im April 2010 nach 17 Monaten und im Juni 2011 nach weiteren 10 Monaten. Aber beide Male

Einkaufsmanagerindizes: US, Euro-Raum, China



Quelle: Bloomberg

Die nun vierjährige Wachstumsphase in den USA wurde durch massive fiskal- und geldpolitische Stimulierungsmaßnahmen eingeleitet und getragen. Während das Haushaltsdefizit von 2001 bis 2005, also in fünf Jahren mit dem Rezessionsjahr 2001 beginnend, noch durchschnittlich knapp unter 4,0% der Jahreswirtschaftsleistung lag, war es in den fünf Jahren 2008 bis 2012 mehr als doppelt so hoch bei 8,6%! Eine Nullzinspolitik reichte nicht mehr aus und wurde durch milliarden schwere Wertpapierkäufe der US-Notenbank ergänzt, die deren Bilanzsumme inzwischen auf 3,7 Billionen Dollar im Oktober 2013 aufgebläht hat, wobei sich der Wertpapierbestand der Fed in 2,1 Billionen US-Dollar Staatsanleihen, 1,3 Billionen US-Dollar Hypothekenanleihen und einen Rest anderer Papiere aufteilt. Diese als Quantitative Easing QE bezeichnete Politik der aggressiven Wertpapierkäufe hat es in diesem Maße noch nicht gegeben, sodass es im Grunde keine historischen Blaupausen gibt und wir stärker als sonst auf Mutmaßungen über die möglichen Folgen dieser unkonventionellen Geldpolitik angewiesen sind.

sah sich die Fed genötigt, die Wertpapierkäufe wieder aufzunehmen und aktuell tut sie sich sehr schwer, diese wenigstens etwas zu reduzieren. So hatte sie eine Drosselung der Käufe seit letzten Juni verbal vorbereitet, konnte sich aber dann im September nicht dazu durchringen und hat dies vorerst verschoben. Man sieht sich offensichtlich nicht in der Lage, wenigstens etwas von der ultralockeren Geldpolitik abzurücken.

Diese Unfähigkeit der US-Notenbank, in einem überschaubaren Zeitrahmen zu einer normalen Zinspolitik zurückzukehren, wirft ein bezeichnendes Schlaglicht auf den eigentlichen Zustand der US-Volkswirtschaft. Denn dieser ist trotz extrem stimulierender Maßnahmen vor allem durch eine erschreckend schwache Wachstumsdynamik gekennzeichnet.

In den USA werden Rezessionen quasi offiziell durch das National Bureau of Economic Research (NBER) abgegrenzt. Danach wurden seit 1950 elf konjunkturelle Wachstumsphasen durchlaufen. Das durchschnittliche nominale BIP-Wachstum

TIBERIUS

im Quartalsvergleich in diesen Phasen ist in folgender Tabelle zusammengestellt.

Das nominale BIP-Wachstum war in den letzten drei Wachstumsphasen so schwach

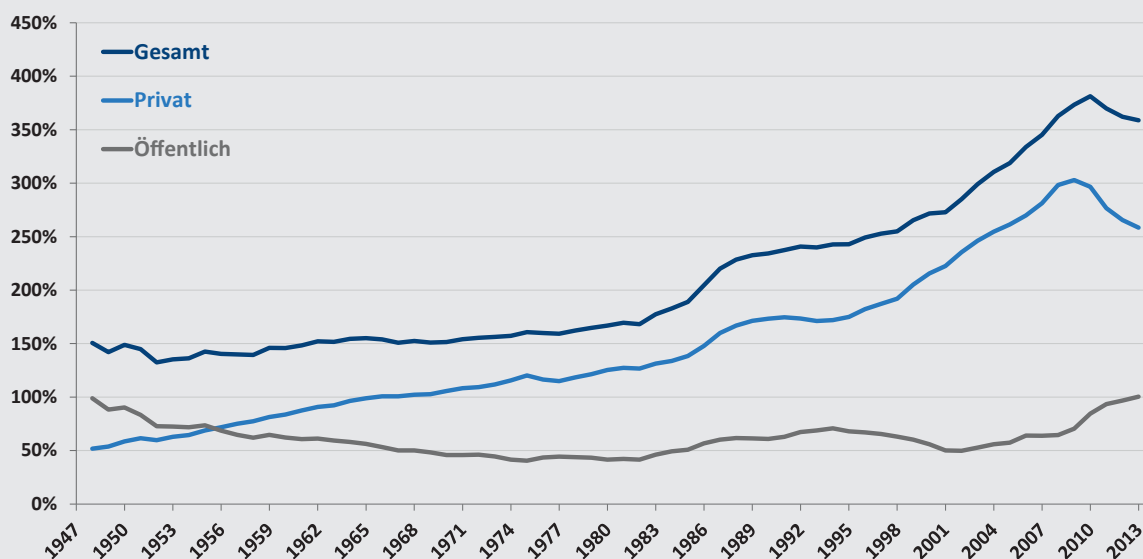
wie nie seit dem Zweiten Weltkrieg bei abnehmender Tendenz! Vor allem sind die nominalen Wachstumskräfte des aktuellen Aufschwungs die mit Abstand schwächsten, trotz der eigentlich statistisch günstigen

Nominales BIP-Wachstum in US-Wachstumsphasen

Phase	Nom. BIP-Wachstum $\bar{\phi}$ in % qoq
1950Q1 - 1953Q3	2,69
1954Q3 - 1957Q2	1,69
1958Q3 - 1960Q1	2,01
1961Q2 - 1969Q4	1,86
1971Q1 - 1973Q3	2,53
1975Q2 - 1979Q4	2,79
1980Q4 - 1981Q2	3,47
1983Q1 - 1990Q2	1,89
1991Q2 - 2000Q4	1,42
2002Q1 - 2007Q3	1,35
2009Q2 - 2013Q3	0,96

Quelle: Bloomberg

USA: Schulden in % des nominalen BIP von 1947 bis 2012



Quelle: BEA, Fed

Ausgangslage nach der sehr schweren Rezession 2008/2009 und trotz der beispiellosen extrem expansiven Geld- und Fiskalpolitik.

Es muss einen tieferen Grund geben für die trendmäßig erlahmenden Wachstumskräfte in den USA. Der findet sich in der Verschuldung des Privatsektors, die gemessen an der jährlichen Wirtschaftsleistung von 50% 1947 auf 300% 2008 stieg und nun derzeit wohl etwa bei 250% liegen dürfte.

Begreift man Kredite als den Treibstoff der Ökonomie, dann ist die Kreditexpansion der Unternehmen und der Privathaushalte entscheidend für die Wachstumsdynamik einer Volkswirtschaft. Steigt aber die Verschuldung des Privatsektors, sind immer mehr finanzielle Mittel für zu leistende Zinszahlungen gebunden, sodass die Spielräume für Investitions- oder Konsumausgaben entsprechend abnehmen. Dann sind immer größere Neukredite notwendig, um dieselben Ausgaben noch tätigen zu können. Ab einem gewissen Punkt, nämlich in der Überschuldung, müssen jedoch Kredite zurückgeführt werden, sodass der Zuwachs an Neukrediten und damit diese Ausgaben stocken und eben auf gesamtwirtschaftlicher Ebene nur noch geringere Wachstumskräfte mobilisiert werden können, auch wenn die öffentliche Hand versucht, kompensierend durch erhöhte Staatsausgaben in die Bresche zu springen. Genau diese Phänomene erleben wir in den letzten Jahrzehnten und insbesondere in der Finanzkrise und dem derzeitigen Aufschwung danach.

Von daher ist die Finanzkrise die Zäsur zwischen einer jahrzehntelangen Kreditexpansion des Privatsektors und des nun anstehenden umgekehrten Trends der Kreditrückführung. Hält man sich vor Augen, dass die Finanzkrise viele Unternehmen und Privathaushalte in existenzielle Nöte gestürzt hatte, ist aufgrund dieser Erfahrung dort mit einem anhaltenden Trend der versuchten Schuldenreduzierung zu rechnen. Hinzu kommt, dass die aktuell wohl bei circa 250% liegende Verschuldung des Privatsektors nach wie vor sehr hoch ist. Sie liegt weit über dem Durchschnitt seit dem Zweiten Weltkrieg

und ungefähr auf dem höchsten Niveau der Weltwirtschaftskrise in den 30er-Jahren des vorigen Jahrhunderts. Daher ist ein vermutlich jahrelanger, wenn nicht jahrzehntelanger, Prozess der Schuldenreduzierung des Privatsektors zu erwarten, verbunden mit einer anhaltend schwachen Wachstumsdynamik. Konjunkturelle Aufschwungsphasen dürften wie im aktuellen Aufschwung durch ein unterdurchschnittliches Wachstum geprägt sein und konjunkturelle Abschwungsphasen dürften immer krisenhafter und die spätestens dann aufkommenden Deflationsgefahren letztlich unabwendbar werden.

Die öffentliche Hand versucht den negativen Aspekten dieses Umfelds aufgrund ihrer sozialpolitischen Verantwortung durch steigende Staatsausgaben unter Inkaufnahme einer höheren Staatsverschuldung entgegenzuwirken. Aber die eher ineffiziente Art des staatlichen Wirtschaftens wird letztlich nur temporäre konjunkturelle Impulse geben können und wegen geringer Multiplikatoreffekte verpuffen. Deswegen ruhen die Hoffnungen auf der Notenbank, die sich in den USA mit aller Gewalt präventiv gegen die Deflationsgefahr stemmt und stärkere wirtschaftliche Auftriebskräfte regelrecht erzwingen will.

Aber wie wirksam sind die Mittel der Fed überhaupt, auch wenn diese extrem und unkonventionell eingesetzt werden? An dieser Frage scheiden sich die Geister. Viele Marktteilnehmer gehen davon aus, dass die Zentralbanken letztlich Erfolg haben werden und entsprechend werden bei grünem Licht der Notenbank die Risiko-Assetklassen gekauft, begleitet mit einer gewissen Sorglosigkeit. Insofern ist die Geldpolitik schon wirksam, zumindest bislang und an den Finanzmärkten. Aber ist sie auch in der Realwirtschaft richtig wirksam? Angesichts der bescheidenen Wachstumsraten sind hier Zweifel berechtigt.

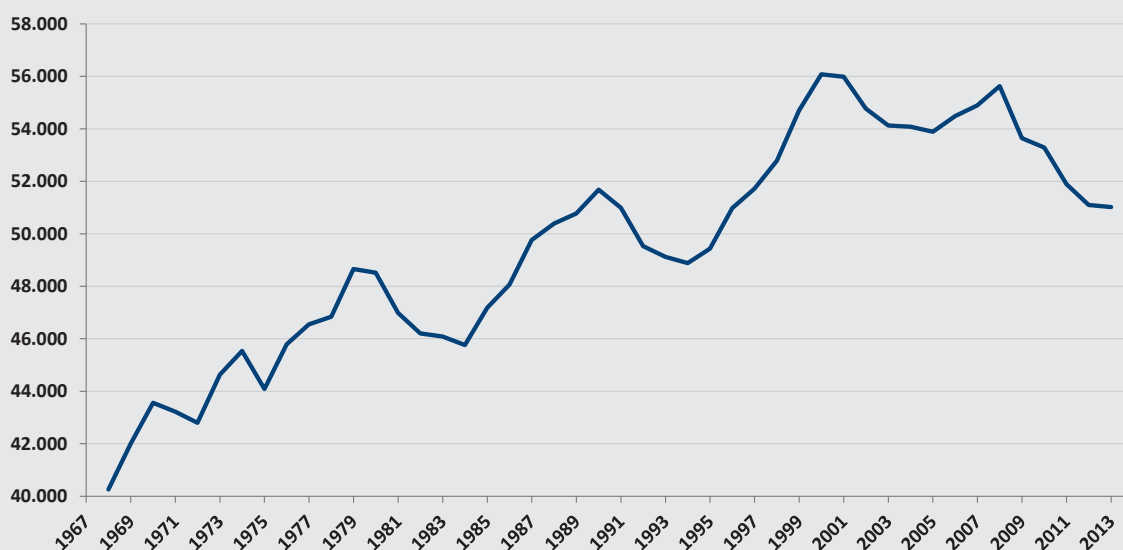
Betrachtet man die US-Geldmengenaggregate, so ist festzustellen, dass sich das durch die Wertpapierkäufe massiv gesteigerte Zentralbankgeld nicht in dem Maße auf die Geldmengen überträgt. M2 wächst momentan mit einer ordentlichen Jahreswachstumsrate von 7%, weniger als 2012 und kaum mehr als 2007, und

der Geldmultiplikator, der Faktor zwischen M0 und M2, ist seit Beginn der unkonventionellen Geldpolitik abgestürzt. Nicht nur das, auch die Geldumlaufgeschwindigkeit ist deutlich gesunken, sodass insgesamt festgehalten werden kann, dass auch die unkonventionelle QE-Politik nicht wirklich in der Realwirtschaft ankommt, dass also der Transmissionsmechanismus von einer expansiven Geldpolitik zur Realwirtschaft gestört ist. Die auf einen größeren Kreditfluss zielenden expansiven Rahmenbedingungen werden von den Geschäftsbanken und den potenziellen Kreditnehmern nicht in dem gewünschten Maße genutzt, sei es, weil Unternehmen und Privathaushalte in ihrem Streben nach geringerer Verschuldung keine oder kleinere Kredite abrufen wollen, oder sei es, weil die Geschäftsbanken aufgrund ihrer angespannten Lage risikoa-vers sind und insgesamt weniger Kredite vergeben. Schließlich ist es die Entscheidung vieler dezentraler Akteure, ob und in welchem Maße Kredite aufgenommen oder vergeben werden, sodass die Notenbank ein größeres Kreditwachstum letztlich nicht erzwingen kann. Offensichtlich ist im derzeitigen Umfeld sowohl die klassische als auch die unkonventionelle Geldpolitik nicht mehr richtig wirksam.

Daher ist die Fed verstärkt dazu übergegangen, über Wertpapierkäufe sehr viel Liquidität direkt in die Finanzmärkte zu pumpen, um so über den sogenannten Vermögenseffekt konjunkturelle Auftriebskräfte freizusetzen. Denn durch steigende Kurse in den Risiko-Assetklassen dürfte die Neigung der Eigentümer der wachsenden Vermögen gefördert werden, durch realwirtschaftliche Ausgaben die Konjunktur anzukurbeln. Diesem positiven Effekt steht jedoch auch ein negativer gegenüber, wie das mediane Realeinkommen der US-Privathaushalte zeigt.

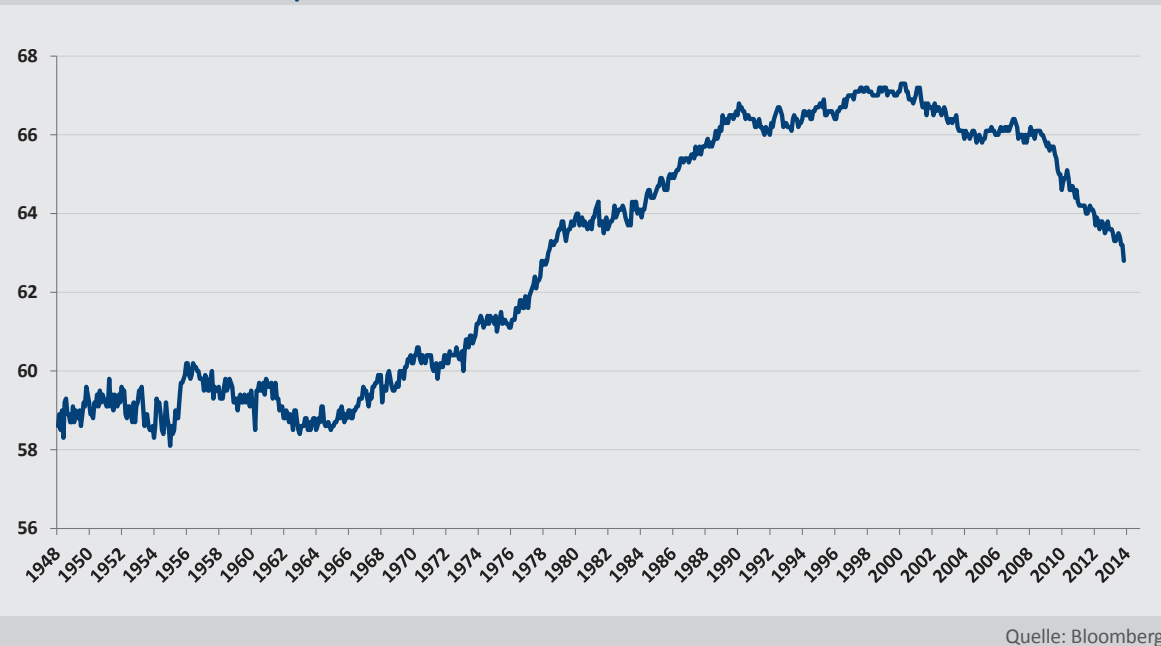
Das mediane Realeinkommen der US-Privathaushalte geht seit 2008 zurück, trotz des Aufschwungs. Ein weiterer Beleg für die strukturellen Mängel der US-Volkswirtschaft. Denn das bedeutet, dass der Lebensstandard des durchschnittlichen US-Bürgers sinkt, dass also der nun gut vier Jahre währende Aufschwung an der breiten Bevölkerung vorbeigeht. Hier werden die kontraproduktiven Effekte der QE-Politik deutlich, da diese Art der Geldpolitik auch zu steigenden Preisen bei Energie und Lebensmitteln führt. Aufgrund dieser Verteuerung sinkt das reale Einkommen der Unter- und Mittelschicht, die kaum oder nicht so stark wie die Oberschicht von steigenden Vermögenswerten profitieren.

Medianes Jahres-Realeinkommen der US-Privathaushalte in USD von 1967 bis 2012



Quelle: Bloomberg

US: Arbeitsmarkt-Partizipationsrate in %



Hier offenbaren sich die Grenzen der aggressiven unkonventionellen Geldpolitik, mit der sich eben nicht alle ökonomischen Probleme lösen lassen.

Weitere Strukturprobleme bestehen am Arbeitsmarkt. Zwar ist ein Rückgang der Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe und der Arbeitslosenrate zu verzeichnen und die Situation am Arbeitsmarkt verbessert sich zumindest schrittweise. Aber der seit 2008 deutliche Rückgang der Partizipationsrate verdeutlicht, dass sich ein bemerkenswerter Teil der arbeitslosen US-Bürger wegen Enttäuschung oder Chancenlosigkeit aus dem Pool der Arbeitssuchenden zurückgezogen hat und daher nicht mehr in der Arbeitslosenstatistik auftaucht. Erstmals haben die USA ein Langzeitarbeitslosen-Problem.

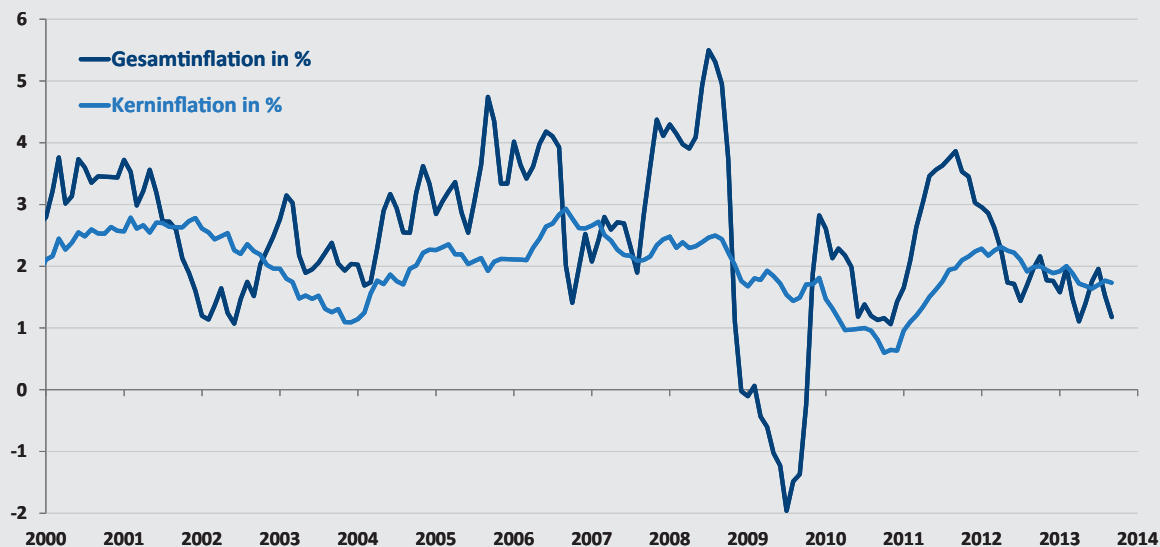
Der jüngste Rückgang der Partizipationsrate ist durch den inzwischen ja beendeten Haushaltsnotstand des Oktobers überzeichnet. Aber dieser Streit in den USA über die langfristig richtige Haushaltspolitik dürfte sich bald wieder an der Frage der Schuldenobergrenze entzünden. Das Thema ist im Grunde auf Wiedervorlage und wenn es zwischen Demokraten und Republikanern zu einer Einigung kommen sollte, wäre diese wohl irgendwie durch eine restriktivere Handhabung der Staatsausgaben oder der

Steuerpolitik gekennzeichnet. Sollte eine dauerhafte Einigung ausbleiben, dürfte die damit verbundene perspektivisch immer wiederkehrende Unsicherheit tendenziell eine Zurückhaltung bei langfristigen Investitionen hervorrufen. Bei einer Staatsschuldenquote von inzwischen über 100% in den USA drohen nun mal perspektivisch Steuererhöhungen oder krisenhafte Entwicklungen.

Insgesamt ergibt sich ein Bild der US-Wirtschaft, das zwar durch einen sich fortsetzenden Konjunkturaufschwung charakterisiert ist, aber gleichzeitig durch grundlegende und langfristige strukturelle Probleme insbesondere auf der Nachfrageseite belastet ist, denen auf der Angebotsseite Überkapazitäten gegenüber stehen. Daher erwarten wir für 2014 allenfalls ein moderates Wachstum, bei dem kein Potenzial für eine wirkliche Inflation besteht. Angesichts einer nach wie vor ziemlich großen Produktionslücke sowie einer trotz Verbesserung weiterhin hohen Arbeitslosigkeit sind die Inflationsgefahren recht gering. Und tatsächlich liegen Gesamt- und Kerninflation unter 2%.

Für die US-Geldpolitik bedeutet dies, dass keine Eile besteht, das Ende der ultralockeren Geldpolitik einzuleiten. Sowieso ist fraglich, ob der Einstieg in eine etwas restriktivere Geldpolitik

USA: Inflationsrate



Quelle: Bloomberg

noch durch den Ende Januar 2014 scheidenden Fed-Präsidenten Bernanke vorgenommen werden würde oder ob dies nicht sowieso der neuen und als besonders taubenartig angesehenen Präsidentin Yellen vorbehalten sein wird.

Eine Reduzierung der Wertpapierkäufe würde sicherlich nur sehr vorsichtig umgesetzt werden, denn ein nicht zu unterschätzender Teil der Kursanstiege in den Risiko-Assetklassen der letzten Jahre ist ja gerade auf diese unkonventionelle Geldpolitik zurückzuführen, sodass im Falle einer zu schnellen oder zu starken Politikwende ein unter Umständen signifikanter allgemeiner Kursrückgang in den Risiko-Assetklassen mit seinen dann auch konjunkturell negativen Begleiterscheinungen drohen würde. So gesehen ist die Fed inzwischen Geisel der Geister, die sie selbst gerufen hat.

Es stellen sich grundlegende Fragen: Kann die US-Volkswirtschaft eine wirkliche Zinswende überhaupt verkraften? Oder ist sie dazu strukturell zu fragil? Die Erfahrung nach dem Ende der ersten beiden Phasen der QE-Politik im April 2010 und im Juni 2011 war, dass sich ein selbsttragender nachhaltiger Aufschwung ohne die unkonventionelle Unterstützung der Fed nicht eingestellt hat und die QE-Politik nachfolgend

wieder eingesetzt wurde. Die oben aufgeführten strukturellen Probleme, wie das unterdurchschnittliche nominale Wachstum, sprechen eher dafür, dass es beim dritten Mal ebenso verläuft. Insofern ist ein Szenario gut vorstellbar, dass die QE-Politik vielleicht reduziert wird, aber unter Yellen länger als derzeit mehrheitlich erwartet fortgesetzt wird. Aber kann die US-Notenbank auf Dauer die konjunkturelle Zyklik unterlaufen oder gar aushebeln? Wohl kaum, also was, wenn die US-Konjunktur irgendwann deutlich nachlässt, vielleicht schon im Laufe von 2014 und sich auch die QE-Politik als stumpfes Mittel erweist? Würde nicht dann der an den Finanzmärkten vorherrschende Glaube an die Notenbanken erschüttert werden? Befinden sich die Notenbanken nicht längst in der Liquiditätsfalle?

All diese Fragen sind letztlich nur mutmaßlich und ohne verlässlich erfahrungsgestützten Bezug auf historisch vergleichbare Verhältnisse zu beantworten, da eine derart konzertierte, aggressiv expansive Geldpolitik der weltweit wichtigsten Notenbanken erstmalig versucht wird. Aber gerade deswegen ist ein auch nachhaltiger Erfolg der Bernanke-Politik in Frage zu stellen, auch schon allein weil sein Vorgänger Greenspan mit seiner ebenfalls sehr expansiven Politik gescheitert war und

wohl entscheidend zur Finanzkrise beitrug. Ein Szenario, in dem diese Art der Notenbank-Politik scheitert, in dem der konjunkturelle Aufschwung krisenhaft erlahmt und die deflationären Kräfte letztlich die Oberhand gewinnen, sollte als realistisch im Auge behalten werden.

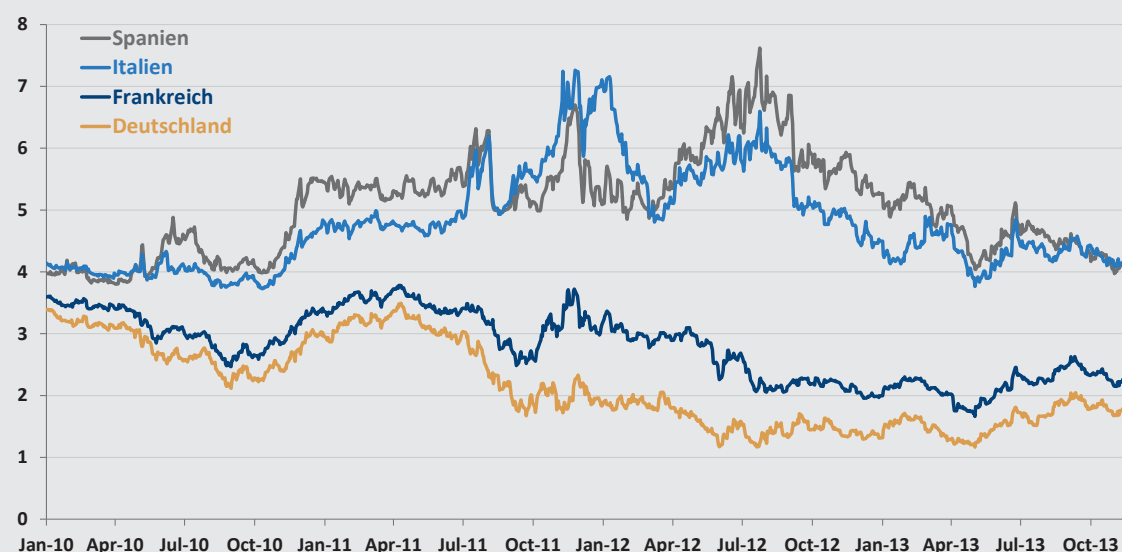
Die Situation im Euro-Raum

Im Euro-Raum hat die Notenbank-Politik entscheidend dazu beigetragen, dass sich seit September 2012 eine deutliche Stimmungsberuhigung hinsichtlich der europäischen Schuldenkrise eingestellt hat. Mit seiner EZB-Aussage, notfalls unbegrenzt Staatsanleihen der Krisenländer zu kaufen, hatte EZB-Präsident Draghi hier die Weichen gestellt. Bislang wurde diese Aussage nicht von den Finanzmärkten getestet. Man hat sich im Gegenteil angesichts des starken politischen Willens zur europäischen Einheitswährung weitgehend davon verabschiedet, auf das Auseinanderbrechen der Währungsunion zu setzen. In der Folge haben sich die Zinsspreads der Krisenländer tendenziell verringert, wie hier anhand der Entwicklung des 10J-Zins in Italien und Spanien gegenüber des 10J-Zins in Deutschland und Frankreich deutlich wird.

Inzwischen ist die Rezession im Euro-Raum zu Ende und die konjunkturelle Situation verbessert sich auch in den Krisenländern. Daher ist momentan kein erneutes unmittelbares Aufkeimen der Schuldenkrise zu erwarten. Diese Krise ist aber nach wie vor ungelöst. Ihre eigentliche Ursache ist die fehlende Wettbewerbsfähigkeit der vorherigen Abwertungsländer, die erst nach einem mehrjährigen schmerzhaften Anpassungsprozess hergestellt werden könnte, wenn überhaupt. Denn es ist sehr fraglich, ob die dafür notwendige Reformbereitschaft in den Krisenländern vorhanden ist und anhält. So hat die letzte Wahl in Italien gerade dessen Reformunwilligkeit gezeigt und die Entwicklung in Frankreich, dessen Staatsanleihen-Rating von Standard&Poors kürzlich auf AA gesenkt wurde, deutet auf eine ähnliche Haltung hin. Daher scheint es wohl nur eine Frage der Zeit zu sein, bis die innereuropäischen Probleme wieder hochkochen und das Thema Schuldenkrise vielleicht schlagartig wieder auf die Tagesordnung der Finanzmärkte zurückkehrt. Auslöser hierfür könnten beispielsweise soziale Unruhen oder politische Umbrüche in einem der Krisenländer sein.

Sollte die Krise abermals aufflammen und auf einen neuen Höhepunkt zusteuern, würden nach der Erfahrung der letzten Jahre wohl

10J-Zins in %: D, F, I, SP



Quelle: Bloomberg

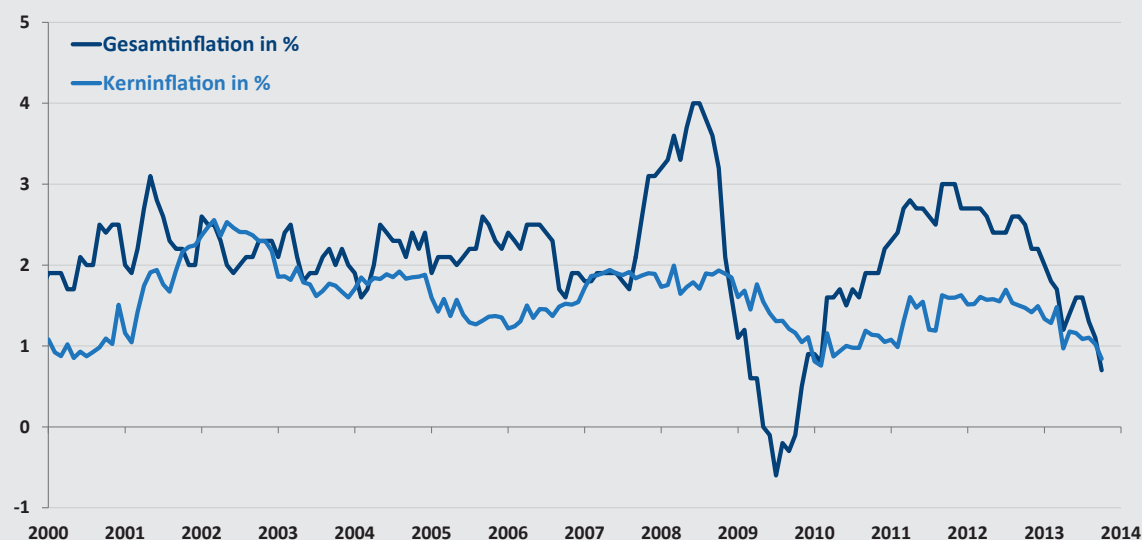
in einer ersten Phase Bundesanleihen sehr gefragt sein und die Staatsanleihen schlechterer Bonität abgestoßen werden. Danach, in einer zweiten Phase, könnte auch die enorme Haftung Deutschlands thematisiert werden und Bundesanleihen eventuell dann unter starken Verkaufsdruck geraten. Auf der anderen Seite ist nicht klar, ob es im Krisenfall wie in Griechenland überhaupt wieder zu Schuldenschnitten bei betroffenen Ländern kommt. So wurden im Fall der Zypern-Krise Spareinlagen der Banken zur Rettung herangezogen und dies könnte als Blaupause für zukünftige Banken-Schiefen dienen. Und offensichtlich werden beim Internationalen Währungsfonds (IWF) Überlegungen angestellt, wie durch Zwangs- oder Vermögensabgaben Staatshaushalte saniert werden könnten. Man sollte wohl besser nicht darauf vertrauen, dass die Politiker rechtlich vermeintlich geschützte Vermögen unangetastet lassen. Schon im Fall der Griechenlandhilfe hatte man sich ja über das rechtlich verbindliche Beistandsverbot hinweggesetzt. Ist es nicht viel eher zu vermuten, dass bei einem Rückfall in die Finanzkrise den Banken nicht mehr so wie in der Krisenanfangsphase geholfen wird und dass Politiker sehr kreativ werden, um an Vermögenswerte zu kommen? Dies könnte ein starkes Argument für die von vielen Investoren argwöhnisch missachteten Staatsanleihen sein.

Die Konjunktur des Euro-Raums befindet sich wieder im Aufschwung, aber der ist schwach und wegen den strukturellen Problemen in den Krisenländern dürfte sich daran wenig ändern. Ernüchternd ist der Vergleich mit den USA, die im Gegensatz zum Euro-Raum zuletzt keine Rezession durchliefen. Dort wurde das Vorkrisenniveau des Bruttoinlandsprodukts bereits Mitte 2011 wieder überschritten, während Kontinentaleuropa davon nach wie vor weit entfernt ist. Auch die Diskrepanz bei der Entwicklung der Arbeitslosenrate unterstreicht die Schwierigkeiten Europas. Vor diesem Hintergrund und wegen der ungelösten Schuldenkrise ist auch weiterhin mit einem schwächeren Wachstum als in den USA zu rechnen.

Bedenklich stimmt der Rückgang der Inflationsrate, die im Oktober bei nur noch 0,7% lag.

Davon aufgerüttelt hat die EZB ihren Leitzins auf nunmehr 0,25% gesenkt, um aufkeimenden Deflationssorgen entgegenzutreten. In der Tat ist die Teuerungsrate weit unter der EZB-Zielzone von knapp unter 2,0%. Das schwache Wirtschaftswachstum, die hohe Arbeitslosigkeit und der für das krisenbehaftete Kontinentaleuropa zu hohe Euro sprechen gegen einen Inflationsanstieg. Möglicherweise werden die Deflationsrisiken unterschätzt.

Euro-Raum: Inflationsrate



Quelle: Bloomberg

Viele Marktteilnehmer bevorzugen seit geraumer Zeit wegen nach oben gerichteten Inflationserwartungen Realwerte gegenüber Wertpapieren mit Nominalansprüchen. Dies hat beispielsweise Gold zeitweise starke Kursanstiege beschert. Aber im ersten Halbjahr 2013 ist der Goldpreis plötzlich massiv eingebrochen. Angesichts rückläufiger Inflationsraten könnte zunehmend die Frage gestellt werden, ob Realwerte wirklich die richtige Wahl sind. In der Konsequenz könnte eine weiter sinkende Inflation einen grundlegenden Meinungsumschwung in der Bewertung und damit der Assetallokations-Gewichtung der verschiedenen Assetklassen hervorrufen.

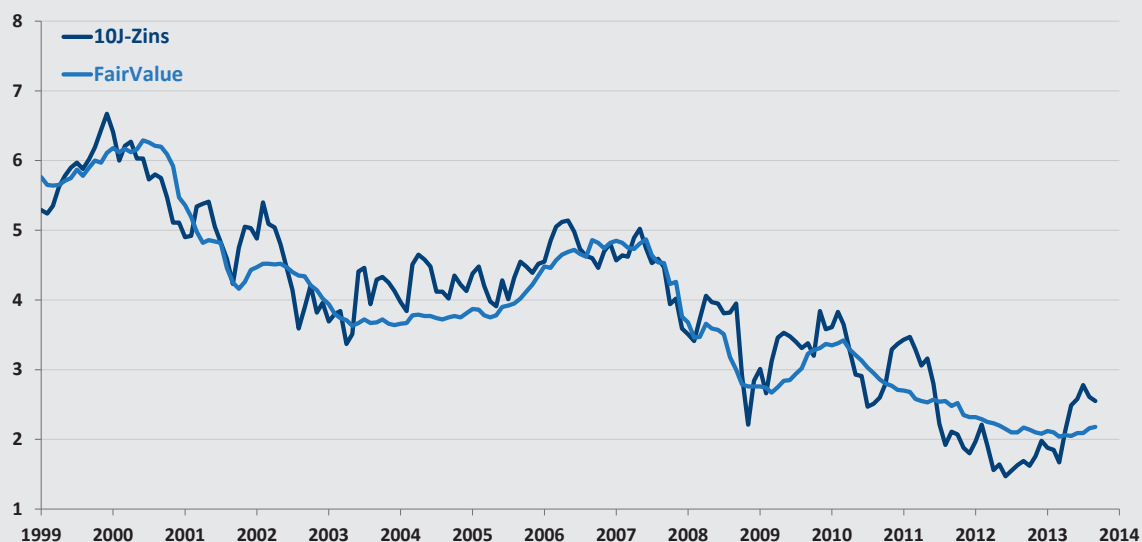
Bewertung des Rentenmarkts

Mit dem Zinsanstieg seit Mai haben sich auch die Bewertungsverhältnisse für Festzinspapiere geändert. Während zuvor über eineinhalb Jahren ein negativer Realzins bei langlaufenden Staatsanleihen bester Bonität zu verzeichnen war, ist dieser nun auch dank der inzwischen gesunkenen Inflation signifikant positiv. Auch die Zinskurve ist sehr steil geworden. Daher ist nach unserem Bewertungsmodell für den US-10J-Zins nun eine Situation gegeben, in welcher der 10J-Zins deutlich über seinem fairen Wert liegt.

Im Chart ist zur besseren Veranschaulichung der aktuellen Situation nur der Zeitraum ab 1999 abgebildet. Unser FairValue-Modell reicht aber bis 1958 zurück und deckt damit eine Zeitspanne von über 50 Jahren und unterschiedlichste Phasen von Zinstrends und Zinsniveaus ab. Für diesen langen Zeitraum hat die Differenz des fairen Werts zum historischen 10J-Zins eine ziemlich niedrige Standardabweichung von nur 62 Basispunkten. Darüber hinaus kamen länger bestehende starke Abweichungen selten vor, so 1963-65, 1971-73, 1986 und 1994. Aber in all diesen Fällen gab der faire Wert des Bewertungsmodells die Richtung vor, die der 10J-Zins dann zeitverzögert einschlug. Damit ist unser FairValue-Modell insgesamt gut qualifiziert, um hinreichend verlässliche Aussagen über den „fairen Wert“ des US-10J-Zins treffen zu können.

Für viele Marktkommentatoren ist der Zinsanstieg der letzten Monate, die besseren US-Konjunkturdaten und die anhaltende Diskussion über eine Reduzierung der Fed-Wertpapierkäufe Grund genug, die Zinswende am US-Bondmarkt auszurufen. Dies war auch schon einmal 2004 im Zuge der damals vorgenommenen Leitzinserhöhungen und des damaligen Konjunkturaufschwungs der Fall. Aber der Zinsanstieg setzte entgegen den allgemeinen Erwartungen nicht ein, was den

USA: 10J-Zins und fairer Wert in %



Quelle: Bloomberg, Tiberius

damaligen Fed-Präsidenten Greenspan im Februar 2005 aus Irritation darüber dazu bewog, den Begriff „Conundrum“, zu deutsch Rätsel oder schwierige Frage, dafür zu verwenden. Der faire Wert unseres Bewertungsmodells, in das die Inflationserfahrung des jeweils letzten Konjunkturzyklus als entscheidender Erklärungsfaktor eingeht, bewegte sich im Gegensatz zum Marktkonsens bis Herbst 2005 im Wesentlichen seitwärts und der US-10J-Zins fiel auch tatsächlich immer wieder fast auf diesen fairen Wert zurück. Erst ab Herbst 2005 stieg der faire Wert wie der 10J-Zins selbst dann signifikant an.

Eine ähnliche Entwicklung könnte es unter Umständen auch diesmal geben. Angenommen, es kommt 2014 tatsächlich zu einer wirklich restriktiveren Geldpolitik und zu einem kräftigeren Wirtschaftswachstum, dann könnte ein Zinsanstieg trotzdem wie 2004/2005 durchaus auf sich warten lassen. Denn aufgrund der aktuell niedrigen Inflation und des im letzten Konjunkturzyklus im Wesentlichen nur vom Rohstoffboom getragenen moderaten Inflationsanstiegs sowie voraussichtlich weiterhin sehr niedriger Geldmarktzinsen gehen wir davon aus, dass sich in einem solchen Szenario der faire Wert des 10J-Zins im Grunde kaum vom aktuellen Niveau von 2,18% nach oben wegbewegen wird, also allenfalls leicht anzieht. Aber der Zinsanstieg seit Mai hat schon viel an positiver Konjunkturentwicklung und restriktiverer US-Geldpolitik vorweggenommen. Hinzu kommt, dass der Marktkonsens auf die Zinswende und damit auf perspektivisch steigende Zinsen geeicht ist, sodass er entsprechend anfällig ist für Meinungskorrekturen. Daher stufen wir die Chancen auf einen wieder fallenden US-10J-Zins als recht hoch ein. Für dieses Szenario eines fortgesetzten Konjunkturaufschwungs und einer dann vorsichtigen und schrittweisen Reduzierung der Fed-Wertpapierkäufe erwarten wir, dass der 10J-Zins 2014 wie 2004 bis Sommer 2005 im Falle temporärer Anstiege immer wieder in Richtung seines allenfalls leicht anziehenden fairen Werts zurückfallen wird.

Aber was passiert, wenn der derzeitige Konjunkturoptimismus enttäuscht wird, wenn das Wirtschaftswachstum also bescheiden bleibt und sich eventuell im Jahresverlauf 2014 wieder abschwächt? Dann dürfte der faire Wert in unserem Bewertungsmodell nach einer vielleicht längeren Seitwärtsbewegung letztlich nach unten abknicken. Die von vielen Marktbeobachtern wie schon so oft propagierte Zinswende würde abermals ausfallen und die alten Zinstiefs könnten zumindest getestet und eventuell sogar unterschritten werden, abhängig davon, ob dann das Thema Deflation marktbestimmend wird. Aus unserer Sicht ist das kein unwahrscheinliches Szenario.

Das Risiko für unsere positive Sicht für langlaufende Staatsanleihen bester Bonität liegt in der Möglichkeit, dass die Inflation aus welchen Gründen auch immer doch plötzlich und nachhaltig anspringt. In diesem von uns als sehr unwahrscheinlich angesehenen Fall wäre mit signifikant steigenden Zinsen zu rechnen.

Der deutsche Rentenmarkt wird sich weiterhin am US-Bondmarkt orientieren. Im Euro-Raum ist aber aus mehreren Gründen von einer anhaltend expansiven Geldpolitik auszugehen. Für Bundesanleihen besteht die Besonderheit, dass sie im Falle einer erneuten Zuspitzung der europäischen Schuldenkrise von einer dann zu erwartenden Phase der Flucht in Qualität profitieren dürften. Daher könnte es bei Bundesanleihen gegebenenfalls zu heftigen Kursanstiegen kommen. Insgesamt dürfte das deutsche Zinsniveau unter dem der US-Treasuries bleiben.

Prognose und Fazit für den Rentenmarkt

Unser Hauptszenario ist ein fortgesetzter aber allenfalls moderater Konjunkturaufschwung, der sich jedoch im Jahresverlauf 2014 wieder etwas abschwächt. Das Wirtschaftswachstum bleibt unterdurchschnittlich und die Inflation gering.

Am US-Bondmarkt leiten wir für 2014 daraus und aus den aktuellen Stimmungs- und Bewertungsverhältnissen einen Rückgang des 10J-Zins ab, der allerdings immer wieder durch temporäre Zinsanstiege unterbrochen werden könnte, aber letztlich bis in den Bereich von 2,2% führt. Sollte sich die Konjunktur signifikant abschwächen und die Inflation weiter zurückgehen, dürfte die 2%-Marke deutlich unterschritten werden, insbesondere im Falle signifikanter Verluste bei den nun seit gut vier Jahren im Trend steigenden Aktien. Für den deutschen 10J-Zins erwarten wir eine analoge Entwicklung mit einer Zielzone bei 1,2% und im Krisenfall eventuell darunter.

Auf längerfristige Sicht gehen wir von einem anhaltenden Niedrigzinsniveau aus - mit unter Umständen neuen historischen Zinstiefs.

ROHSTOFFE 2014 – BILANZ UND AUSBLICK

1. BILANZ DER LETZTEN JAHRE

Rohstoffe waren 2007 noch eine vielversprechende Anlageklasse

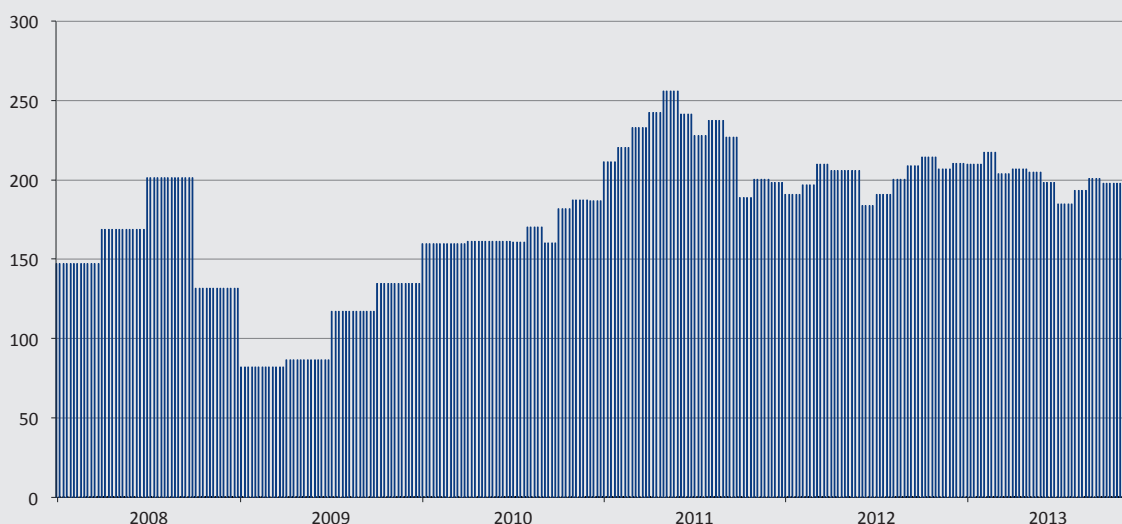
Rohstoffe hatten sich zum Jahresende 2007 als eine vielversprechende Anlageklasse etabliert. Zwischen 1970 und 2007 lieferten Rohstoffe, gemessen am S&P Goldman Sachs Commodity Index (GSCI), eine jährliche Rendite von ca. 12% bei einer Volatilität von rund 18,5% ab. Damit wiesen Rohstoffe ein ähnliches Risikoprofil auf wie US-Aktien, die im selben Zeitraum eine jährliche Rendite von 11,3% bei einer Volatilität von 15,3% schafften. Zehnjährige US-Staatsanleihen brachten es auf einen Gewinn von 7,8% p.a. bei 7,1% Volatilität. Rohstoffe fanden zumeist aufgrund ihrer Diversifikationseigenschaften Eingang in institutionelle Portfolien. Zwischen 1970 und 2007 wies der GSCI eine leicht negative Korrelation zu US-Aktien von -0,05 und zu 10-jährigen US-Staatsanleihen von -0,03 auf. Energie- und Agrarrohstoffe sind ein nicht unbedeutender Teil des Warenkorbs von privaten Konsumenten und korrelierten dementsprechend positiv (+0,3) mit dem US-Konsumgüterpreisindex zwischen 1970

und 2007. Die effizienteste und ertragsreichste Versicherung gegen Inflation waren Energierohstoffe, die auch die höchsten Gesamtrenditen innerhalb der Anlageklasse verzeichneten.

Kein Wunder also, dass Rohstoffe in den Jahren 2005 bis 2008 hohe Kapitalzuflüsse verzeichneten. Gemäß der amerikanischen Commodity Trading Futures Commission (CFTC) waren zum Jahresende 2007 147 Mrd. US-Dollar in passiven Rohstoffindexinvestments allokiert. Zur Jahresmitte 2008 waren es auch aufgrund von Kursgewinnen dann rund 200 Mrd. US-Dollar. Der Einbruch der Rohstoffpreise sowie der Kapitalabflüsse führten zu einem rapiden Rückgang der in Rohstoffindizes investierten Mittel zum Jahresende 2008 auf rund 82 Mrd. US-Dollar. Von diesem Tiefststand haben sich die in Indizes verwalteten Anlagen durch kontinuierliche Kapitalzuflüsse, vor allem in den Jahren 2009 und 2010, wieder auf einen Wert von aktuell knapp 200 Mrd. US-Dollar (Stand: Ende August 2013) erholt.

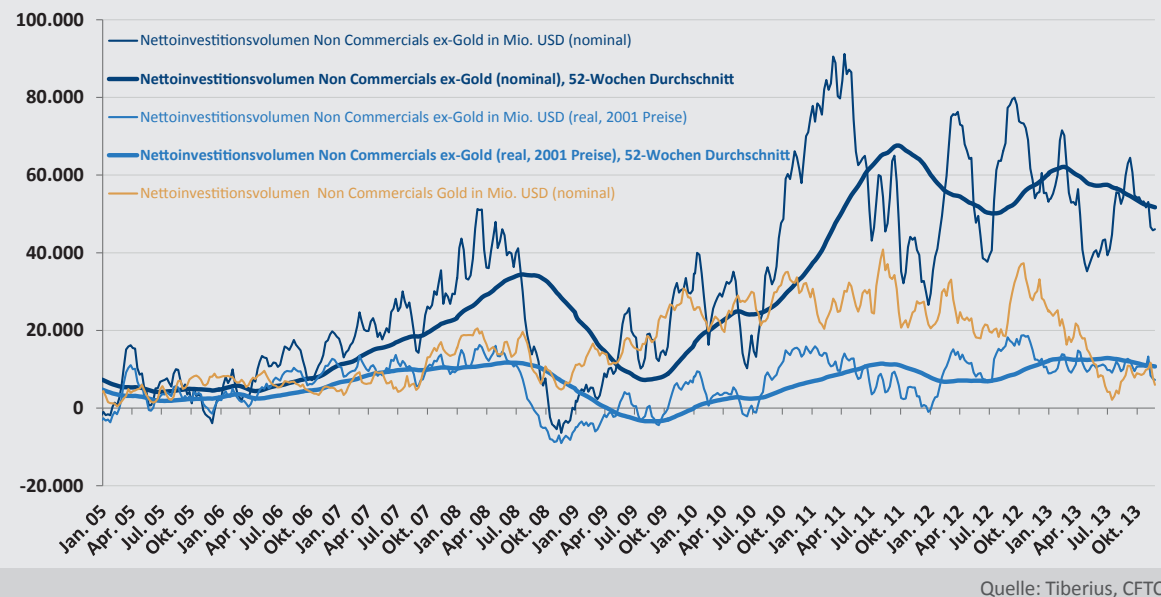
Zu den Indexinvestments, die in der Regel über Swaps abgebildet werden, müssen teilweise noch die Kapitalzuflüsse in Exchange Traded

Anlagen in Rohstoff-Indizes in Mrd. US-Dollar



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Positionierung der spekulativen Marktteilnehmer, nominal und real



Products, dazu zählen die im Edelmetallbereich rasant gewachsenen ETF's, hinzugezählt werden. Nach Angaben von Barclays sind diese seit Jahresbeginn 2008 von einem Anlagevolumen von 50 Mrd. US-Dollar auf rund 200 Mrd. US-Dollar angestiegen. Und auch die Hedge-Fonds-Branche hat in den Jahren 2005 bis 2013 Rohstoffe für sich neu entdeckt. Nach unseren Berechnungen halten die von der CFTC als spekulative Marktteilnehmer eingruppierten Non Commercials momentan noch eine Netto-Long-Position von etwas mehr als 50 Mrd. US-Dollar in den wichtigsten, an US-Börsen gehandelten Rohstoffkontrakten.

überraschender jedoch die jüngsten Verluste, die seit April 2011 rund -30% ausmachen und inmiten eines, wenngleich verhaltenen, Konjunkturaufschwungs eingetreten sind. In der gleichen Zeit verzeichneten US-Aktien einen Gewinn von 35% und 10-jährige US-Staatsanleihen von 13%. Rohstoffe sind von den Hochpunkten des Jahres 2008 weit entfernt, während Aktien- und Bondindizes diese bereits wieder übertroffen haben. Was waren die Ursachen dieser relativ enttäuschenden Entwicklung von Rohstoffen?

Die Erwartungen der Investoren wurden enttäuscht

Die mit diesen Kapitalzuflüssen verknüpften Erwartungen haben sich nicht erfüllt. Die Rohstoffindizes brachen in der zweiten Jahreshälfte 2008 um knapp 60% ein und wiesen in dieser Zeit eine Korrelation von mehr als 0,9 zu US-Aktien auf. Eine Portfoliodiversifikation wurde durch Rohstoffe im Jahr 2008 nicht erreicht. Wie der Chart zeigt, sind Renditerückgänge von mehr als -40% in zyklischen Abschwungphasen nichts Ungewöhnliches an den Rohstoffmärkten. Umso

Drei Kernursachen der Flaute an den Rohstoffmärkten

1. Negative Roll-Renditen

Positive Roll-Renditen waren eines der Hauptargumente für Long Only-Investments in Rohstoffe zu Beginn der Jahrtausendwende. Roll-Renditen ergeben sich dadurch, dass Terminpreise bis zum Ende der Kontraktlaufzeit zum Kassapreis konvergieren. Für Finanzanlagen wird die Beziehung zwischen Kassa- und Terminpreis durch das Postulat der Arbitragefreiheit bestimmt. Der Eigentümer einer Anlage muss für Kapitalbindungs- und Lagerkosten (cost of carry) kompensiert werden, damit ein Verkauf

Total Return Rohstoffindex (bis 1991 GSCI, dann DJUBS)

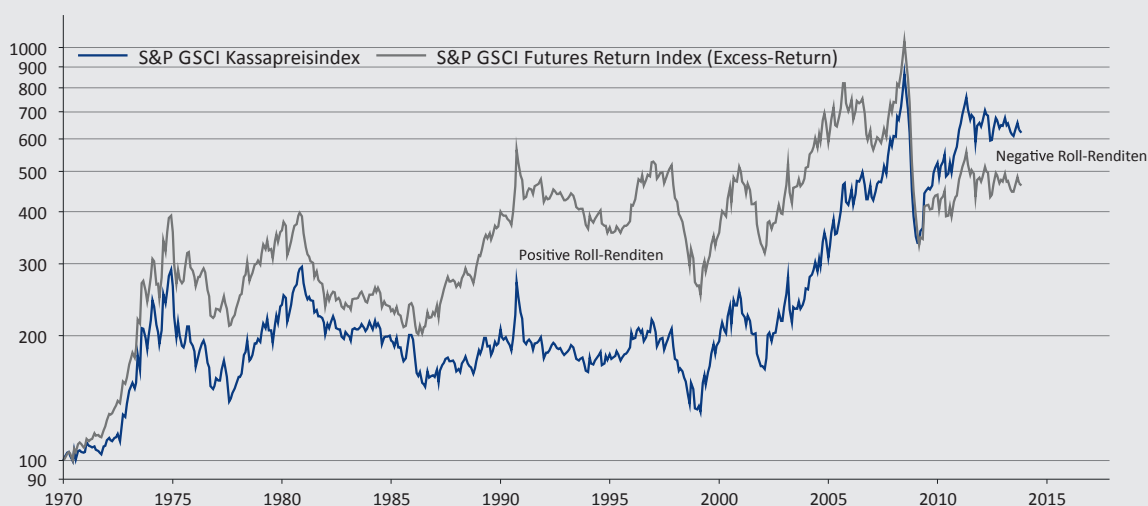


Quelle: Bloomberg, Tiberius

an den Terminmärkten in Frage kommt. Der Terminpreis ist durch Kassapreis plus cost of carry definiert. Liegen die Terminpreise unter diesem Wert, werden Finanzanlagen am Kassamarkt verkauft und die Position über den Terminmarkt zurückgekauft. Liegen die Terminpreise zu hoch, werden Finanzanlagen am Kassamarkt gekauft und über den Terminmarkt verkauft. Bei Rohstoffen liegen die Kassapreise teilweise deutlich über den Terminpreisen (Backwardation), was grundsätzlich Ausdruck einer physischen

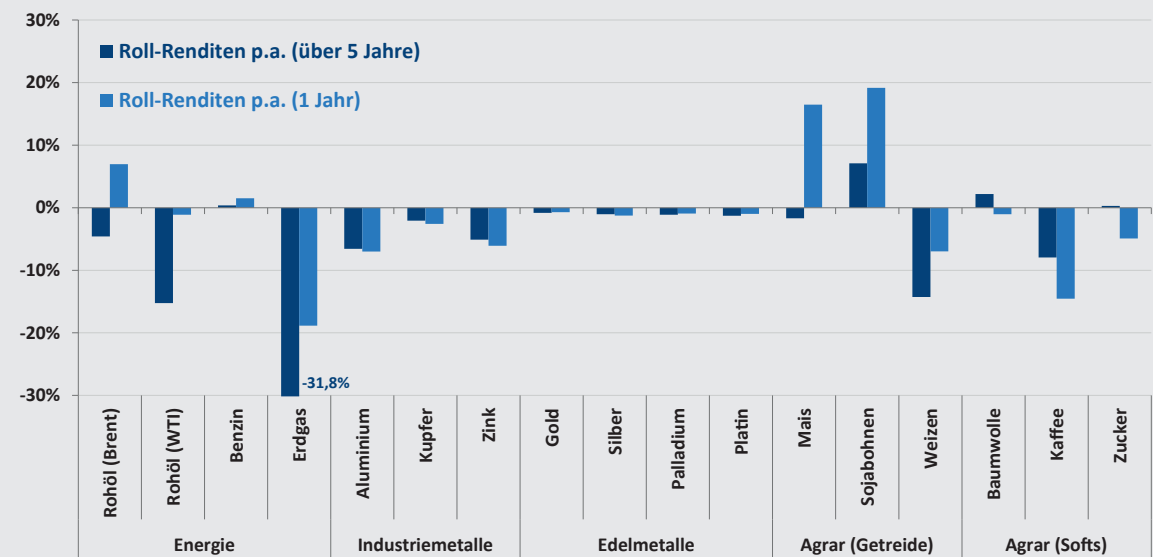
Unterversorgung eines Marktes ist, da für den sofort verfügbaren Rohstoff eine zeitweise sehr hohe Prämie bezahlt werden muss. Eine Arbitrage ist nicht möglich, da es im Gegensatz zu Finanzanlagen nicht genügend Bestände gibt, die für eine Leihe und Verkauf an den Kassamärkten zur Verfügung stehen. Im Falle einer Backwardation profitieren Long Only-Anleger, da sie in die günstigeren Terminkontrakte investieren können und zusätzlich zur Kassapreisveränderung die Aufwertung des Terminpreises zum Kassapreis

Kassapreise und Roll-Renditen GSCI Rohstoffindex



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Rollrenditen ausgesuchter Rohstoffe



Quelle: Bloomberg, Tiberius

und die cost of carry (collateral return) für sich vereinnahmen. Die Gesamtrendite eines Futures-Investments ergibt sich durch Kassapreisveränderung (spot return), Roll-Rendite (roll return) und Zinsgewinne (collateral return). In den Jahren 1978 bis 2005 wiesen vor allem zwei Sektoren positive Roll-Renditen auf: Petroleum (+6,95%) und Lebewild (+0,91%). Der GSCI, der ein hohes Gewicht in Energiekontrakten allokiert hatte, konnte auf Indexebene positive Roll-Renditen vor allem in den neunziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts generieren.

In den letzten Jahren hat sich dies jedoch grundlegend geändert. Die Roll-Renditen haben sich bei vielen Rohstoffen in den negativen Bereich bewegt. Dies war insbesondere bei Rohöl West Texas Intermediate und den Soft Commodities (Baumwolle, Kaffee, Zucker, Kakao) der Fall. Die Ursache sind Marktüberschüsse, die dank der Kapitalzuflüsse zu überhöhten Terminpreisen an Rohstoffanleger abgesetzt werden konnten. Die notwendigen Angebotsanpassungen kamen dementsprechend insbesondere bei Industriemetallen, Petroleumkontrakten und US-Erdgas nicht in Gang. Ein typisches Beispiel ist Aluminium, das seit vielen Jahren einen Marktüberschuss, hohe Überschußlagerbestände und überhöhte Terminpreise (und damit negative Roll-Renditen) aufweist. Die Zeche

zahlten Long Only-Anleger, indem sie Produzenten und Lagerhaltern eine Zusatzeinnahme durch Terminverkäufe zu höheren Preisen ermöglichten. Produzentenrenten gab es vor allem bei US-Erdgas, bei dem die höheren Terminpreise der länger laufenden Kontrakte Opportunitäten für Hedging-Programme boten.

In jüngster Zeit hat sich das Bild bei einigen Rohstoffen aber gewandelt. Vor allem im Petroleumbereich, aber auch bei einzelnen Agrarrohstoffen wie z.B. Sojabohnen und Mais gab es in den letzten 12 Monaten positive Roll-Renditen und stark backwardatede Terminpreise, vor allem bei den langen Laufzeiten. Bei einigen Metallen und bei US-Erdgas hingegen befinden sich die Terminkurven noch in einem durchgehenden Contango. Ein klarer Fingerzeig, dass der zweite Baissefaktor der Rohstoffmärkte – hohes Angebotswachstum und Angebotsüberhang – noch nicht überwunden ist.

2. Hohes Angebotswachstum

Der Schweinezyklus ist ein gängiges Muster am Rohstoffmarkt. Auf einen Nachfrageüberschuss mit schnell steigenden Preisen folgt häufig ein Angebotsüberschuss, der vor allem auf

drei Triebkräften beruht. Erstens liefern hohe Produzentenmargen hohe Anreize, die Produktion auszudehnen und befördern gleichzeitig die Suche nach kostengünstigeren und effizienteren Produktionsalternativen. Ein typisches Beispiel ist die Nickelproduktion: Die Preisexplosion von 10.000 US-Dollar auf 50.000 US-Dollar je Tonne in den Jahren 2006/07 begünstigte die Entwicklung von Nickel Pig Iron. Nickel Pig Iron ist ein vorwiegend in China aus Nickellateriterz produziertes Substitut, das anstelle von reinem Nickel in der Edelstahlproduktion eingesetzt wird. Die durchschnittlichen Produktionskosten konnten bei Nickel dadurch von 20.000 US-Dollar auf ca. 15.000 US-Dollar je Tonne gedrückt werden. Ein weiteres Beispiel im Energiebereich ist der Schiefergasboom in den USA, der sich an die Hausse des Erdgaspreises in der ersten Jahreshälfte 2008 anschloss. Die Schiefergasvorkommen können durch wesentlich effizientere, horizontale Bohrungen erschlossen werden. Trotz eines starken Rückgangs der Bohrlöcher konnte die Gesamtproduktion bei US-Erdgas in den letzten Jahren gesteigert werden. Die Grenzkosten der Produktion sind von rund 4 US-Dollar je mmBtU auf etwas unter 3 US-Dollar je mmBtU gesunken, was zu einem Verdrängungswettbewerb zu Lasten von Importen aus Kanada und herkömmlicher US-Produktion geführt hat. Eine ähnliche Entwicklung nahm der US-Rohölmarkt.

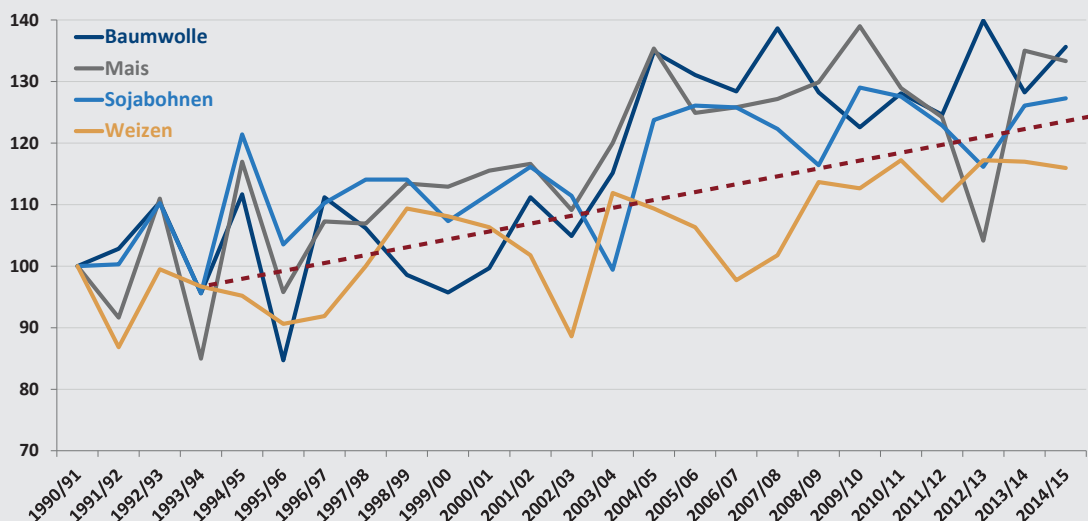
Wie bei Erdgas konnte die US-Rohölproduktion durch Fracking bei gleichzeitig fallenden Produktionskosten erheblich gesteigert werden: So stieg die US-Öl-Produktion von 5,2 mb/d in 2005 auf aktuell 7,5 mb/d an (+45%). Eines der größten neu erschlossenen Felder ist das Bakken-Feld in North Dakota, das seit 2008 die Produktion von unter 100.000 Fass pro Tag auf knapp eine Mio. Fass pro Tag ausweiten konnte. Zusammen mit der Förderung aus Niobrara, Eagleford, Utica, Uinta, Mississippi Lime, Duvernay und Permian leistet die amerikanische Tight-Oil-Förderung derzeit einen Anteil von knapp 2 mb/d bei Angebotskosten zwischen 50 und 80 US-Dollar je Fass. Da gleichzeitig auch die kanadischen Ölsandproduzenten, deren gemeinsame Förderung 2013 ebenfalls 2 mb/d überschritten hat, weiterhin auf den

US-amerikanischen Markt drängen, resultierte eine Rohölschwemme, die die Logistik Nordamerikas zwischenzeitlich überforderte. Der globale Rohölmarkt war durch Produktionsausfälle vor allem von OPEC-Staaten wesentlich schlechter versorgt, weswegen nordamerikanische Ölsorten während der letzten Jahre mit einem hohen Preisabschlag zu Brent-Rohöl gehandelt wurden.

Im Agrarbereich waren höhere Durchschnittserträge je Flächeneinheit (Yield) bei gleichzeitig steigenden Anbauflächen die Hauptursachen des Angebotsbooms. In den letzten 20 Jahren ist in den USA der Durchschnittsertrag je Acre zwischen 15% (Weizen) und über 30% (Baumwolle, Mais) gesteigert worden. Auf globaler Ebene bietet sich ein ähnliches Bild. Steigende Erträge gehen mit steigenden Anbauflächen einher. Die global abgeerntete Anbaufläche für Mais, Sojabohnen, Weizen und Baumwolle wurde von 443 Tausend Hektar im Marketingjahr 1993/94 auf 543 Tausend Hektar im aktuellen Marketingjahr 2013/14 ausgeweitet. Eine Umkehr des Aufwärtstrends ist bei den Yields nicht absehbar. Gentechnisch veränderte Getreidesorten werden eine zunehmende Resistenz gegen extremes Wetter (Hitze, Dürre) entwickeln. Weitere Produktivitätsgewinne dürften sich in einzelnen Ländern (z. B. China) durch die Privatisierung von staatlichen Agrarbetrieben ergeben. Das hohe globale Angebot reichte mehr als aus, um selbst eine schnell wachsende Nachfrage aus der Produktion von Biokraftstoffen zu befriedigen.

Die zweite Triebkraft des Angebotswachstums war die Bereitschaft von Aktieninvestoren, die Produktionszuwächse von aufstrebenden Rohstoffunternehmen in den Jahren 2009 bis 2012 zu finanzieren. Der Explorationsboom durch die Erschließung der Schiefergas- und Schieferölvorkommen in den USA ließ die Frage eines langfristig ökonomischen Abbaus in den Hintergrund treten. Selbst der extreme Preisverfall von Erdgas über den Jahreswechsel 2011/12, der eine Vielzahl konventioneller Erdgasproduzenten in den Verlustbereich drückte, tat der Goldgräberstimmung in dem Sektor zu diesem Zeitpunkt keinen Abbruch. Im Metallbereich hatten sich die Aktienpreise, gemessen am MSCI

US-Durchschnittserträge je Flächeneinheit



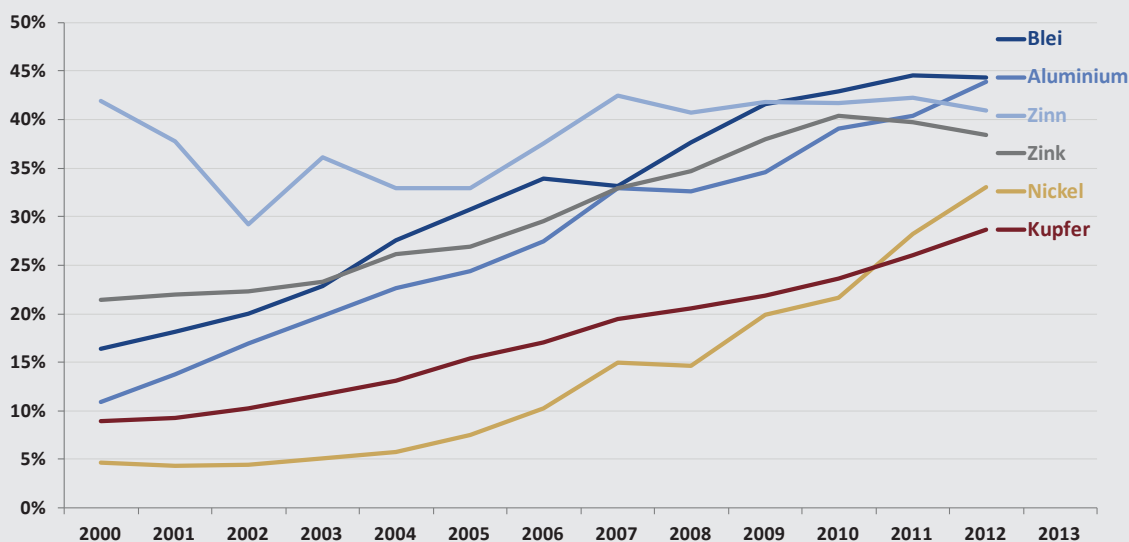
Quelle: USDA, Tiberius

Metals & Mining Index, in den Jahren 2009 bis 2011 ebenfalls mehr als verdoppelt. Die Minenbranche hatte bis in das Jahr 2012 keine Schwierigkeiten, die Finanzierung für neue Explorationsvorhaben sicherzustellen. Die in vielen Förderverträgen enthaltene Klausel, dass Explorationslizenzen verfallen, wenn sie nicht in einem bestimmten Zeitraum erschlossen werden, sorgte ebenfalls für einen latenten Angebotsdruck.

Der dritte Faktor hinter dem Angebotswachstum war Chinas Griff nach Marktanteilen im

Raffineriebereich. Das Reich der Mitte hat in den letzten Jahren in hohem Maße Verhüttungskapazitäten geschaffen, um hinsichtlich der Befriedigung des wachsenden Eigenbedarfs an raffinierten Endprodukten nicht von Importen aus dem Ausland abzuhängen. Besonders stark war dieser Trend bei den Industriemetallen ausgeprägt. China konnte durch den Aufbau von Raffineriekapazitäten bei vielen Metallen rund 20% Marktanteile an der Weltproduktion hinzugewinnen. Das Land produziert bei Aluminium, Blei, Zinn und Zink rund 40% des

Chinas Marktanteil an globaler Produktion



Quelle: Bloomberg, Tiberius

globalen Angebots und ist heute bei Verbrauch und Angebot der größte Gorilla im Raum. Für die Raffinerien in der westlichen Welt bedeutet dies einen Verdrängungswettbewerb, der aufgrund des Preisdrucks bei Endprodukten viele alte Raffinerien an die Profitabilitätsschwelle gebracht hat und dadurch erschwert wird, dass China die energieintensive Metallproduktion durch staatliche Beihilfen subventioniert, z.B. bei der Aluminiumproduktion.

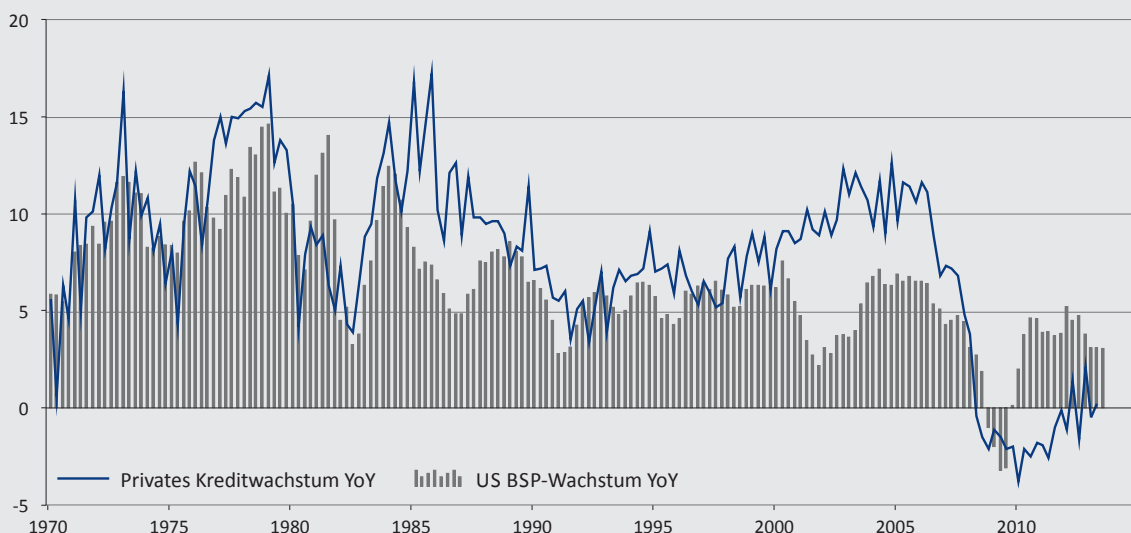
Der wachsende Bedarf an Rohölprodukten wird ebenfalls durch den Aufbau neuer Raffineriekapazitäten gedeckt. Hierfür zeichnet neben China vor allem der Mittlere Osten verantwortlich. Der globale Rohölraffineriemarkt erlebt einen ähnlichen Verdrängungswettbewerb wie bei der Metallproduktion. Die globalen Raffineriemargen, die Crack Spreads der Rohölprodukte Benzin und Destillate in Relation zum Brent-Rohölpreis, sind in den letzten Jahren deutlich gefallen und notieren nahe historischer Tiefpunkte. Unter Druck stehen erneut die alten, wenig effizienten Raffinerien in den Industriestaaten, die bei den gegenwärtigen Preisen nicht profitabel sind. Die US-Raffinerien genießen dabei einen Wettbewerbsvorteil, da sie aufgrund des US-Öl-Booms die im Vergleich zu Brent deutlich billigeren, nordamerikanischen

Ölsorten verarbeiten können. Der Druck, alte Kapazitäten zu schließen, trifft somit vornehmlich die europäischen Ölraffinerien.

3. Enttäuschendes Wirtschaftswachstum

Der gegenwärtige Konjunkturaufschwung hat enttäuscht. In der Eurozone war aufgrund der Krisen bei den Staatsfinanzen gar kein Aufschwung, sondern eine Rezession zu beobachten. In anderen Regionen wie den USA blieb das Wachstum trotz stark expansiver Geldpolitik weit hinter dem vorangegangenen Aufschwünge zurück. Und auch in Asien fehlt die Wachstumsdynamik früherer Jahre. In China gingen die realen Wachstumszahlen in den letzten 2 Jahren sukzessive zurück. Das einseitig auf Exporte und Investitionen ausgerichtete Geschäftsmodell der Volkswirtschaft China steht auf dem Prüfstand. Die Versuche, das Wirtschaftswachstum mehr auf den privaten Konsum zu lenken, waren bisher erfolglos. In der Konsequenz hat die weltweite Industrieproduktion nach nahezu 5 Jahren Konjunkturaufschwung erst im Frühjahr 2013 wieder das Vorkrisenniveau vom Frühjahr 2008 erreicht.

Kreditwachstum US-Privathaushalte und US-BSP



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Für diese sehr verhaltene Wirtschaftsentwicklung gibt es gute und in den letzten Jahren viel diskutierte Gründe. Wir hatten bereits in unserem Kapitalmarktausblick 2009 klar herausgearbeitet, warum der unterliegende Trend in diesem Zyklus deflationär sein werde. Zu groß waren die angehäuften Schuldenberge weltweit in Relation zu den Einkommen und die partielle Rückabwicklung der Kredite über ein unterkapitalisiertes Bankensystem machte bereits Ende des Jahres 2008 eine auf Jahre angelegte Niedrigzinsphase bei negativen Realzinsen wahrscheinlich. Ein breiter, gesunder Wirtschaftsaufschwung wird von der Kaufkraft und der Kreditwilligkeit der privaten Verbraucher getragen. Der aktuelle Aufschwung kommt aber nur zu einem geringen Maße bei den Verbrauchern an. In den USA ist die Partizipation der privaten Haushalte am Arbeitsmarkt gering, die neu geschaffenen Stellen sind vor allem im Bereich der unqualifizierten Niedriglohnjobs entstanden. Das durchschnittliche reale Einkommen privater Haushalte ist in den USA während der letzten Jahre zurückgegangen. In diesem Umfeld ist die private Kreditaufnahme wesentlich geringer als in den Boomjahren vorangegangener Aufschwünge. Auf der anderen Seite verspüren die Banken angesichts höherer Kapital- und Regulierungsanforderungen wenig Neigung, ihre Kreditfähigkeit auszuweiten. Mit anderen Worten: Die einen können nicht, die anderen wollen nicht. Historisch zeigt sich jedoch eine hohe Korrelation zwischen nominalem Kredit- und Wirtschaftswachstum.

In diesem Umfeld können die Zentralbanken nicht viel ausrichten. Die Emission von Zentralbankgeld verpufft im Bankensystem, das die Geldinjektionen als Überschussreserven hält und nicht als Kredite weitergibt. Das Bonmot des ehemaligen deutschen Wirtschaftsministers Schiller „Man kann die Pferde zwar zur Tränke führen, saufen müssen sie selber“ ist wie geschaffen für die aktuelle Situation. Gegen diese Einsicht sperren sich noch viele Zentralbanker, indem sie Zielen aus vorangegangenen Wirtschaftsaufschwüngen hinterherlaufen, in denen die geldpolitische Transmission nicht gestört war. Der vermehrte Geldkreislauf im Bankensystem

resultiert lediglich in einer Asset Inflation. Den Vermögenseffekt durch höhere Aktien- und Anleihenpreise spüren vor allem die großen Vermögen, die ihren Konsum kaum ausdehnen können. Bei den kleinen und mittleren Einkommen, die die höchste Konsumquote haben, kommt der „Geldsegen“ der Zentralbanken nicht an. Letztlich vergrößert sich durch die expansive Geldpolitik die Schere zwischen Reich und Arm. Eine Lösung für das unterdurchschnittliche Wachstum bietet sie nicht.

2. MARKTPERSPEKTIVEN 2014: ZURÜCK IN DIE ZUKUNFT?

„Zurück in die Zukunft“ ist der Titel eines bekannten Hollywood-Films von 1982, in dem der Held – unzufrieden mit einer tristen Wirklichkeit – in die Vergangenheit reist, um dort die Weichen für eine bessere Gegenwart und Zukunft neu zu stellen. Investoren können das Rad der Zeit nicht zurückdrehen, so sehr sie sich das von Zeit zu Zeit auch wünschen mögen. Jedoch ist die Frage erlaubt, inwieweit im Hintergrund bereits die Weichen gestellt wurden, dass die oben geschilderten Bärmarktfaktoren – negative Roll-Renditen, hohes Angebotswachstum und verhaltenes Weltwirtschaftswachstum – in 2014 wegfallen oder sich wenigstens abschwächen werden. Dies sind fundamentale Fragestellungen, die wir im ersten Teil des Kapitels zu beantworten versuchen. Daneben könnte sich eine bessere Zukunft auch durch ein verbessertes technisches Umfeld ergeben. Im zweiten Teil behandeln wir dementsprechend die relative Bewertung von Rohstoffen vor dem Hintergrund einer fortgesetzten Asset Inflation und die Chancen für Kapitalzuflüsse in die Anlageklasse.

Fundamentale Bewertung offenbart wenig Kaufkandidaten

Gibt es einen fairen Wert für Rohstoffe? Diese Frage ist längst nicht so einfach zu beantworten wie sie klingt. Im Gegensatz zu Aktien (Dividenden), Anleihen (Kupons) und Immobilien

(Mieten) liefert der Besitz von Rohstoffen keine innere Rendite, die im Verhältnis zum Preis der Anlage bewertet werden kann. Die oben angesprochenen Roll-Renditen sind zyklischer Natur und an die Knappheitssituation eines Rohstoffs gebunden. Im langen Bild haben die besseren Rohstoffe einen Erwartungswert nur

Rohstoff-Renditen und Terminkurven

Rohstoff		Renditen 2013 (YTD)				Terminkurve				
		Kassa- markt	Excess Return	Roll Return	Total Return	1. Nearby Future	2. Nearby Future	1. Jahr Future	1. Nearby / 2. Nearby	1. Nearby / 1. Jahr
Energie		4,94%	-0,04%	-4,98%	0,01%					
Rohöl (Brent)	CO	-0,05%	6,69%	6,74%	6,75%	111,05	110,49	105,43	0,51%	5,33%
Rohöl (WTI)	CL	3,29%	3,00%	-0,29%	3,05%	94,84	95,15	91,09	-0,33%	4,12%
Heizöl	HO	-0,12%	-0,24%	-0,11%	-0,18%	304,13	303,93	294,70	0,07%	3,20%
Gasöl	QS	1,16%	2,32%	1,16%	2,32%	937,75	937,75	909,50	0,00%	3,11%
Erdgas	NG	12,44%	-5,36%	-17,80%	-5,30%	3,77	3,81	4,06	-1,13%	-7,12%
Benzin	XB	-3,05%	0,14%	3,20%	0,19%	272,61	271,11	258,48	0,55%	5,47%
Industriemetalle		-13,51%	-16,91%	-3,40%	-16,86%					
Aluminium	LA	-14,53%	-20,76%	-6,23%	-20,72%	1.749,15	1.763,90	1.887,75	-0,84%	-7,34%
Blei	LL	-9,54%	-12,09%	-2,54%	-12,04%	2.094,50	2.100,75	2.148,00	-0,30%	-2,49%
Nickel	LN	-20,57%	-21,95%	-1,38%	-21,91%	13.510,00	13.533,00	13.745,00	-0,17%	-1,71%
Kupfer	LP	-10,26%	-13,59%	-3,34%	-13,55%	7.101,00	7.100,50	7.107,00	0,01%	-0,08%
Zinn	LT	-2,29%	-2,78%	-0,49%	-2,78%	22.853,00	22.851,00	22.839,00	0,01%	0,06%
Zink	LX	-8,01%	-13,62%	-5,61%	-13,57%	1.890,00	1.900,50	1.971,50	-0,55%	-4,13%
Edelmetalle		-27,98%	-28,54%	-0,56%	-28,50%					
Gold	GC	-25,76%	-26,19%	-0,43%	-26,15%	1.244,10	1.244,60	1.248,20	-0,04%	-0,33%
Palladium	PA	1,52%	0,80%	-0,73%	0,85%	714,05	716,35	718,05	-0,32%	-0,56%
Platin	PL	-10,14%	-11,02%	-0,88%	-10,97%	1.382,70	1.385,70	1.389,90	-0,22%	-0,52%
Silber	SI	-34,17%	-34,94%	-0,76%	-34,90%	19,86	19,87	20,02	-0,06%	-0,80%
Lebendvieh		1,45%	-3,16%	-4,60%	-3,11%					
Lebende Rinder	LC	1,21%	-7,07%	-8,29%	-7,03%	131,48	131,80	129,00	-0,25%	1,92%
Magere Schweine	LH	-0,12%	2,80%	2,92%	2,85%	85,63	89,68	77,40	-4,52%	10,63%
Agrar (Getreide)		-22,03%	-14,09%	7,94%	-14,05%					
Mais	C	-39,53%	-29,13%	10,39%	-29,10%	422,25	429,25	457,75	-1,63%	-7,76%
Sojabohnen	S	-7,00%	11,50%	18,49%	11,55%	1.319,50	1.306,00	1.171,00	1,03%	12,68%
Weizen	W	-16,52%	-21,01%	-4,49%	-20,97%	649,50	657,00	677,75	-1,14%	-4,17%
Agrar (Softs)		-12,11%	-17,16%	-5,04%	-17,11%					
Kakao	CC	25,22%	21,97%	-3,25%	22,03%	2.800,00	2.799,00	2.754,00	0,04%	1,67%
Baumwolle	CT	0,09%	-0,56%	-0,65%	-0,51%	75,21	77,23	75,86	-2,62%	-0,86%
Kaffee	KC	-25,52%	-32,57%	-7,05%	-32,53%	107,10	107,50	117,50	-0,37%	-8,85%
Zucker	SB	-10,81%	-15,21%	-4,39%	-15,16%	17,40	17,47	18,48	-0,40%	-5,84%
Sojabohnen Öl	BO	-16,27%	-17,09%	-0,82%	-17,05%	41,16	41,45	42,91	-0,70%	-4,08%

Quelle: Bloomberg, Tiberius (Stand 22.11.2013)

wenig oberhalb von Null. Auf Indexebene ist in der langen Frist tendenziell eher mit leicht negativen Roll-Renditen zu rechnen. 2014 verspricht ein Jahr überdurchschnittlicher Roll-Renditen zu werden. Bei einigen Rohstoffen sind die Einjahreskontrakte in Backwardation zum Front-Kontrakt. Dazu zählen Rohöl WTI und Brent, US-Benzin, US-Heizöl, Magere Schweine, Lebendrind, Sojabohnen, Sojabohnenmehl und Kakao. Das sind deutlich mehr Rohstoffe als in den letzten Jahren. Auf Indexebene GSCI gehen wir von einer Roll-Rendite von 0% aus. Ein Bärenmarktfaktor ist also verschwunden. Bei fast allen diesen Rohstoffen gehen wir von einer Verflachung der Backwardation aus. Für einen aktiven Manager bieten sich also reichlich Opportunitäten. Aber diese Prognose setzt voraus, dass es neben den Roll-Renditen noch andere, tiefer greifende fundamentale Faktoren gibt, die für die Preisbildung von Rohstoffen entscheidend sind.

Preisregime als entscheidende Determinante

Für Rohstoffe von zentraler Bedeutung ist die Dynamik von Angebot und Nachfrage. In einem Marktdefizit kann der Preis so lange steigen, bis entweder die Nachfrager von ihren ursprünglichen Kaufabsichten Abstand nehmen (Nachfragegenerationierung), die Besitzer von Lagerbeständen bereit sind, das Angebotsdefizit bei bestimmten Preisniveaus zu befriedigen oder das Angebot so weit ausgeweitet wird, dass der Markt zurück zur Balance findet. Da eine Angebotsreaktion eine gewisse Vorlaufzeit benötigt – die kürzesten Reaktionszeiten von ca. einem Jahr gibt es durch Anbauflächenrotation noch bei den Agrarrohstoffen – ist die kurzfristige Lösung durch die Preisvorstellungen von Lagerbesitzern und Nachfragern gegeben. Demnach wären die aussichtsreichsten Rohstoffe diejenigen mit Angebotsdefiziten, niedrigen Lagerbeständen, die sich idealerweise in starken, nicht verkaufswilligen Händen befinden und die noch so tief gepreist sind, dass Verbraucher des Rohstoffs einen gewissen Preisanstieg zu tolerieren bereit sind, ohne die Nachfrage einzuschränken.

Umgekehrt wären die am meisten bearishen Rohstoffe dadurch gekennzeichnet, dass es einen Angebotsüberschuss gibt, wobei die Produktion sich noch über der Profitabilitätsschwelle befindet oder aus anderen Gründen nicht eingeschränkt werden kann, und hohe Lagerbestände existieren, kombiniert mit Contango und Roll-Verlusten. Aus diesen Überlegungen lassen sich auch die Obergrenze (Nachfragezerstörung, nicht berichtete Lagerbestände kommen auf den Markt) und die Untergrenze (Produktionskosten, Bestände in starken Händen) theoretisch herleiten. Entscheidend ist das Preisregime des Marktes. Denkbar sind zwei grundsätzliche Regime: Das Auspreisen von Angebot mit fallenden, oder, an der Untergrenze stabilen Preisen, oder das Auspreisen von Nachfrage mit Preisen nahe der Obergrenze. Attraktive Gelegenheiten bieten sich, wenn der Markt von einem Regime auf das andere umschaltet, da dann die Preisspanne zwischen Unter- und Obergrenze voll durchlaufen werden kann.

Nach dieser Systematik lassen sich die Rohstoffe in vier Klassen einteilen: Die erste Klasse sind diejenigen Rohstoffe, die nahe der Preisuntergrenze notieren, bei denen es aber wenig Anzeichen gibt, dass das Marktregime von einem Auspreisen von Angebot in 2014 beendet werden kann. In diese Gruppe gehören unseres Erachtens die Metalle Aluminium, Nickel und mit Abstrichen Silber (da es ähnlich wie Gold als financial asset gepreist wird) sowie US-Erdgas und Kaffee. In allen diesen Märkten gibt es einen mehr oder weniger stark ausgeprägten Contango, sodass Long Only-Investoren auch bei seitwärts tendierenden Kassapreisen mit Roll-Verlusten rechnen müssen. Die zweite Gruppe besteht aus Rohstoffen, die in der Mitte oder nahe der Obergrenze gepreist sind und die wenig Dynamik nach oben oder nach unten erkennen lassen. Zu dieser Gruppe gehören nach unserer Zählart die Petroleumkontrakte, Zinn, Weizen, Kakao und Zucker. Bei dieser Gruppe können Long Only-Investoren teilweise positive Roll-Renditen einnehmen. Die Short-Kandidaten finden sich in der dritten Gruppe. Die Preise befinden sich noch auf relativ hohem Niveau. Eine Angebotsreaktion und ein Regimewechsel sind aber

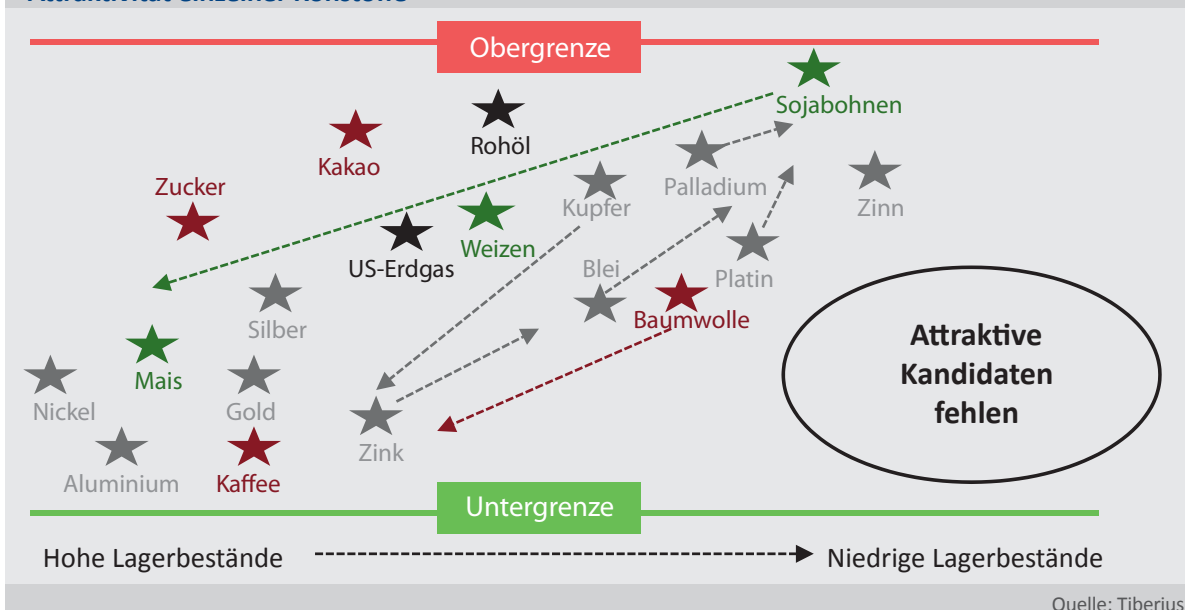
bereits angelegt und entsprechend gross ist das Abwärtspotenzial. Zu den Short-Kandidaten zählen für uns Sojabohnen, Kupfer und Baumwolle, denen wir unter unseren Top 5 Commodity Trades 2014 jeweils ein eigenes Kapitel gewidmet haben. Und schließlich bleiben als vierte Gruppe die Long-Kandidaten, die sich durch Angebotsdefizite und geringe Lagerbestände auszeichnen und noch genügend Preispotenzial eröffnen, da der Preis unterhalb oder in der Mitte zwischen Untergrenze und Obergrenze notiert. Zu dieser Gruppe zählen Blei und Platin. Zink dürfte im Jahr 2015 in diese Kategorie fallen. Bei Platin liefert jedoch die Tatsache, dass der Preis im Frühjahr 2013 um 20% gefallen ist, exakt zu der Zeit, als der neu aufgelegte südafrikanische Platin-ETF hohe Zuflüsse verzeichnete, einen hinreichend großes Verdachtsmoment, dass es entweder hohe Bestände gibt, die sich in verkaufswilligen Händen befinden oder dass das von den meisten unterstellte Angebotsdefizit in Wirklichkeit nicht existiert. Gleiches gilt für Palladium, bei dem russische Exporte (vorwiegend in die Schweiz) in schöner Regelmäßigkeit zunehmen, wenn der Preis sich der Grenze von 760 US-Dollar je Feinunze nähert. Nun mag das Jahr 2014 den Beleg der oft geäußerten These bringen, dass die staatlichen Palladiumbestände erschöpft sind und die Preisobergrenze sich von 760 US-Dollar auf über 850 US-Dollar je Feinunze verschieben

mag. Mit großer Sicherheit kann dies aber nicht prognostiziert werden. Deswegen ist lediglich für Blei ein eigenes Kapitel unter den Top 5 Commodity Trades 2014 vorgesehen. Richtig attraktiv gepreiste Rohstoffe mit Angebotsdefiziten und hohem Preispotenzial sind außer Blei für 2014 nicht auf dem Radar. Der zweite bearische Faktor für Rohstoffe – ein hohes Angebotswachstum – ist für einen guten Teil der Rohstoffe, insbesondere Agrarrohstoffe, noch nicht weggefallen.

Positive Konjunkturüberraschung möglich

Mit den wenig attraktiven Mikro-Fundamentaldaten ergibt sich derselbe Widerspruch, der bereits die Jahre 2012 und 2013 gekennzeichnet hat. Die Makrodaten sehen vernünftig aus und legen eine spätzuklische Hausse von Rohstoffen nahe. Auf der Mikroseite lassen sich aber nur wenig attraktive Kandidaten finden, die die Rohstoffindizes nach oben ziehen können. In den Vorjahren haben die auf Mikrodaten fokussierten Marktteilnehmer Recht behalten. Es mehren sich aber 2014 die Anzeichen, dass ein Regimewechsel bei Industrierohstoffen durch eine positive Konjunkturüberraschung möglich ist. Industrierohstoffe sind Spätzukler, die ihre beste Performance im

Attraktivität einzelner Rohstoffe



späten Boom erzielen, wenn gleichlaufende und nachlaufende Konjunkturindikatoren wie z. B. die Industrieproduktion und Lagerbestände ein zyklisches Hoch erreichen. Der Konjunkturzyklus lässt sich unserer Meinung nach in vier Phasen einteilen: Die Phase des Konjunkturaufschwungs, in der die vorlaufenden Indikatoren wie z.B. Neuaufträge sich auf ein überdurchschnittliches Niveau bewegt haben, die aktuelle Lageeinschätzung und die nachlaufenden Indikatoren aber noch auf unterdurchschnittlichem Niveau zurückgeblieben sind. In der zweiten Phase, dem Boom, befinden sich Frühindikatoren und nachlaufende Indikatoren auf überdurchschnittlichem Niveau, bis die Frühindikatoren in Phase drei, dem Konjunkturabschwung, unter ihren mittleren Wert fallen, während die nachlaufenden Indikatoren auf überhöhtem Niveau verharren. In der vierten Phase, der Rezession, weisen vorlaufende und nachlaufende Indikatoren unterdurchschnittliche Werte auf.

Nach dieser Systematik befinden sich die USA unseres Erachtens an der Schwelle zwischen Aufschwung und Boom. Das US Conference Board veröffentlicht Zeitreihen zu Früh- und Spätindikatoren. In die Frühindikatorenzeitreihe gehen einige vorlaufende Komponenten, wie z. B. der Neuaufträge der Einkaufsmanagerindizes und nicht militärischer Güter, aber auch einige, unserer Ansicht nach tendenziell nachlaufende Indikatoren wie registrierte Arbeitslose, durchschnittliche Wochenarbeitsstunden und das Verbrauchervertrauen, das im Vergleich zu früheren Zyklen sehr verhalten ausfällt, ein. Besser für die zyklische Einschätzung der Rohstoffpreise geeignet scheinen uns daher die vor- und nachlaufenden Komponenten des Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe. Das Ratio zwischen Neuaufträgen (vorlaufend) und Lagerbeständen (nachlaufend) zeigte in den letzten Monaten einen Anstieg, der von der vorlaufenden Komponente getragen war. In den nächsten Monaten sollten die nachlaufenden Komponenten nachziehen. Aufgrund der oben beschriebenen strukturellen Probleme, vor allem der geringen Partizipation kleiner und mittlerer Einkommen, ist das reale Wachstumspotenzial auch in 2014 mit 2% bis 2,5% gedeckelt.

Andererseits gibt es momentan keine Anzeichen, die einen zyklischen Abschwung der US-Wirtschaft andeuten. Das Jahr 2014 wird mit großer Wahrscheinlichkeit das sechste, wenngleich unterdurchschnittliche, Wachstumsjahr in Folge.

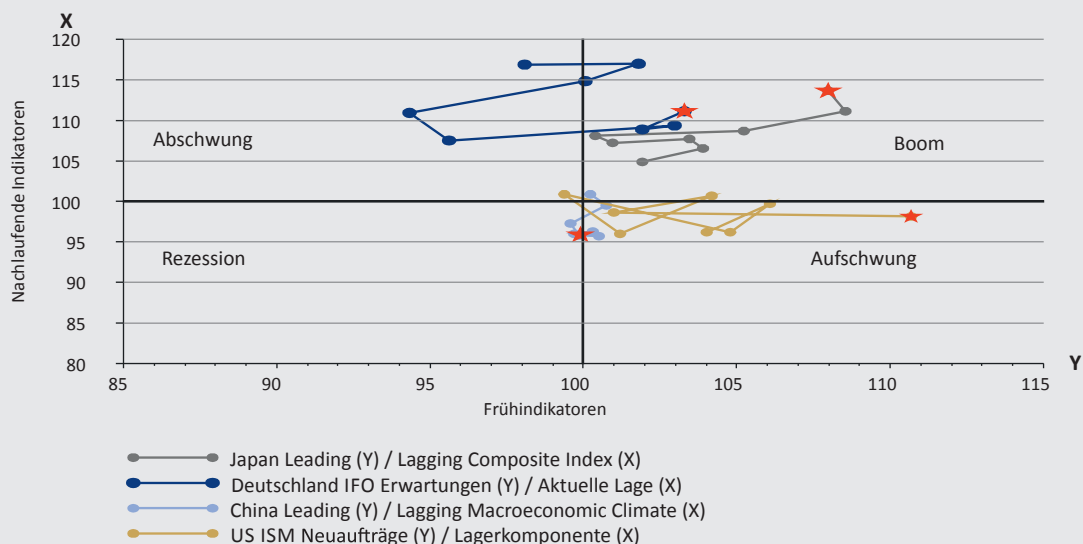
Für die Rohstoffmärkte bedeutet dies keine neuen Nachrichten. Anders sieht dies in Europa aus: Seit den Aussagen des Notenbankpräsidenten Draghi im Sommer 2012, dass die EZB alles dafür tun werde, um die Krise bei den europäischen Staatsfinanzen abzuwenden, haben sich die Zinsaufschläge der Krisenkandidaten zu deutschen Bundesanleihen tatsächlich beruhigt. Italien und Spanien, die beiden wichtigsten Volkswirtschaften unter den unter Druck geratenen Ländern zahlen heute nur noch einen Aufschlag von 1,58% bzw 1,56% bei dreijährigen und 2,36% und 2,38% bei 10-jährigen Staatsanleihen zu deutschen Bundesanleihen gleicher Laufzeit. Beide Länder können sich wieder über die Finanzmärkte refinanzieren. Die europäischen Banken, die als Sicherheitspolster über die LTRO-Tranchen über 1.000 Mrd. Euro an Zentralbankgeld aufgenommen hatten, sehen sich heute in der Lage, ihre Überschussreserven allmählich abzubauen, was zu einem sukzessiven Rückgang der Euro-Zentralbankgeldmenge in den letzten Monaten geführt hat und teilweise die Stärke des Euro gegenüber Währungszonen mit steigenden Zentralbankgeldmengen wie Japan und USA erklären kann. Dies ist einer der seltenen Fälle, in denen ein Interventionsversprechen einer Notenbank nicht beim Wort genommen wurde, sondern die Märkte ohne weiteren Druck von der Eurozone abgelassen haben. Seit Frühjahr 2013 verbessern sich auch die vorlaufenden Indikatoren der europäischen Staaten, während die gleichlaufenden Indikatoren wie Industrieproduktion noch hinterherhinken. Die gesamte Eurozone bewegt sich aus dem Rezessionsquadranten in den Aufschwungquadranten. Die international stark vernetzte, deutsche Volkswirtschaft spürt die verbesserte, globale Großwetterlage am stärksten. Die vorlaufende Erwartungskomponente des vom Münchner IFO-Institut ermittelten Geschäftsklimaindex ist zwar wieder über ihren Mittelwert angestiegen, liegt aber mit 103,6 Punkten etwas tiefer als die aktuelle

Lageeinschätzung mit 111,5 Punkten. Auch die Geschäftsklimaindizes der übrigen Staaten sind zuletzt deutlich angestiegen. Die Einkaufsmangerindizes liegen mit Ausnahme Frankreichs wieder über der Expansionsschwelle von 50 Punkten. Durch das verbesserte Konjunkturfeld ist die Wahrscheinlichkeit, dass die einzelnen Eurostaaten ihre fiskalischen Ziele erreichen, ebenfalls angestiegen. Die Industrieproduktions- und die physische Rohstoffnachfrage dürften 2014 wesentlich besser ausfallen als in 2013. Ein Faktor, der angesichts der vielen Euro-skeptiker unseres Erachtens noch nicht an den Rohstoffmärkten eingepreist ist. Um nicht falsch verstanden zu werden: Wir sind uns sicher, dass die echte Bewährungsprobe für die Eurozone noch aussteht, wenn im Zuge eines erneuten globalen Konjunkturabschwungs die Staatsfinanzen erneut aus dem Ruder laufen. In dieser Situation werden die Sprengkräfte vermutlich so groß sein, dass die Märkte nicht nur auf ein Wort des EZB-Notenbankpräsidenten zu beruhigen sind. Dieser Abschwung wird aber vermutlich nicht von Europa ausgehen und mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht in 2014 stattfinden.

Vordergründig ebenfalls positiv hat sich die japanische Volkswirtschaft in den letzten Monaten entwickelt. Wir hatten Ministerpräsident Abe vor einem Jahr nicht zugetraut, dass

er die Notenbank in derart hohem Maße für seine Politik zu instrumentalisieren vermag. Die japanische Notenbank hat das Programm für Staatsanleihenkäufe noch einmal ausgeweitet und die Zentralbankbilanz seit Amtsantritt Abes um weitere 549 Mrd. US-Dollar verlängert. Die expansive Geldpolitik hat den Außenwert des Yen von 80 Yen auf 100 Yen je US-Dollar und von 100 Yen auf 135 Yen je Euro abgeschwächt, was die Währungen der asiatischen Schwellenländer unter Abwertungsdruck setzt, um den verbesserten Exportchancen Japans zu begegnen. Die Situation erinnert ein wenig an Abwertungswettlauf zwischen Yen und US-Dollar in 2002ff, als die Geldschöpfung in Yen eine der monetären Triebfedern der weltweiten Aktienhausse ab 2003 war. Die japanische Wirtschaft ist in den letzten 12 Monaten real um 2,64% gewachsen, nach durchschnittlich 0,80% realen Wirtschaftswachstums in den Jahren 2009 bis 2012. Langfristig könnte die Politik am ehesten in Japan außer Kontrolle geraten. Das Land ist aus unserer Sicht am gefährdetsten für eine große Staatsschuldenkrise, wie sie einzelne Eurostaaten erlebt haben. In Nippon stellt die ungünstige Demographie ein kaum lösbares Problem dar. Einer wachsenden alten Generation, die im Rentenalter auf direkt oder indirekt in Staatsanleihen gebunkerte Ersparnisse zurückgreifen muss, stehen immer weniger

Konjunkturphasen USA, BRD, Japan und China



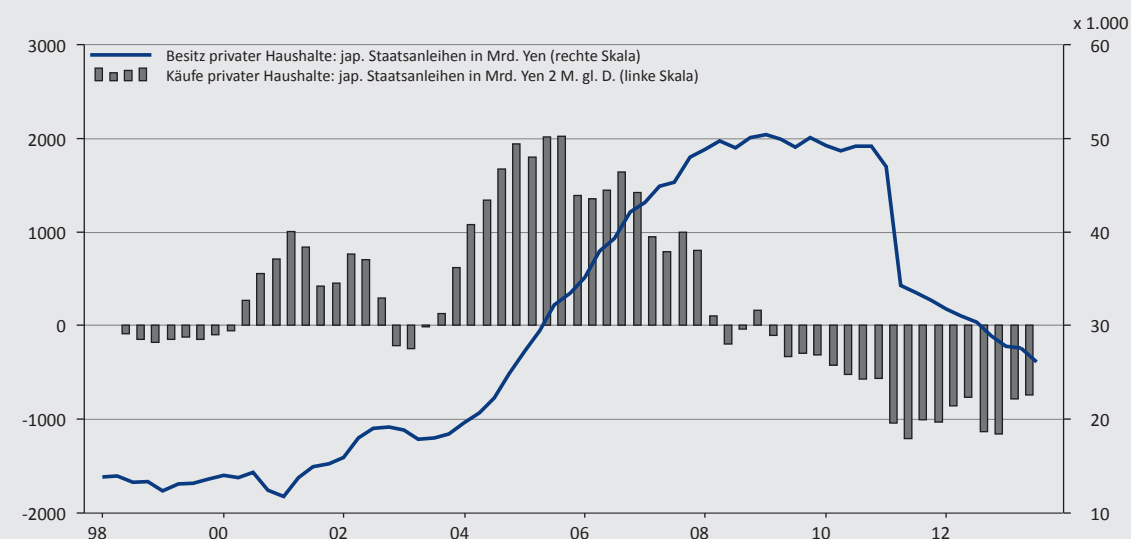
Quelle: Thomson Reuters Datastream

junge Leute gegenüber, die diese Staatsanleihen übernehmen können. Die Privathaushalte werden über viele Jahre Nettoverkäufer von japanischen Staatsanleihen sein – eine Entwicklung, die in jüngster Zeit bereits begonnen hat. Auf der anderen Seite bemühen sich auch die japanischen Finanzintermediäre, ihr Engagement in japanischen Staatsanleihen zurückzufahren. Es ist kaum anzunehmen, dass das Ausland angesichts einer Staatsverschuldung von mehr als dem zweieinhalbfachen des Bruttosozialprodukts und hohen Regierungsdefiziten bei gleichzeitig niedrigen Risikoprämien willig in die Bresche springen wird. Bleibt als letzter logischer Käufer lediglich die Bank of Japan, die einen steigenden Anteil von Neuemissionen (aktuell schon mehr als die Hälfte) von Staatspapieren auf das Buch nehmen muss, um einen allfälligen Zinsanstieg weiter hinauszuzögern. Die Situation wird derzeit nur noch von dem Vertrauen, dass mit einer Abwertung des Yen, Wachstum und Zeit gekauft werden kann, gehalten. Wie schnell Vertrauen in unkontrollierbare Panik umschlagen kann, zeigt jedoch der Fall Griechenlands. In der Retrospektive mag ein 10-Jahres-Zins für japanische Staatsanleihen unter einem Prozent ebenso absurd vorkommen, wie der geringe Renditeaufschlag von weniger als 50 Basispunkten von griechischen Staatsanleihen zu deutschen Bundesanleihen vor der Griechenlandkrise 2010.

Das Szenario eines japanischen Finanzkollapses ist bereits vor einem Jahrzehnt aufgezeigt worden. Eingetreten ist es bis heute nicht, was nichts an der grundsätzlich hohen Wahrscheinlichkeit eines Eintritts ändert. Momentan gibt es aber keine Anzeichen, dass bereits 2014 eine zugespitzte japanische Schuldenkrise auf der Agenda steht. Die Zinsmärkte und die Inflationserwartungen in Japan stehen noch unter der Kontrolle der Bank of Japan. Anders als in der Eurozone fehlt aufgrund der geringen Auslandsverschuldung Japans ein Hebel, der diesen Prozess von außen anstoßen könnte.

In China haben sich die realen Wachstumszahlen auf einem Niveau zwischen 7,5% und 8% stabilisiert. Die wichtigsten Frühindikatoren bewegen sich richtungslos seit zwei Jahren. Von der fiskal- und geldpolitischen Seite kommen weder negative noch positive Impulse. Die Geldpolitik verfügt angesichts einer stabilen Entwicklung der heimischen Währung und rückläufiger Inflationspreise über ausreichend Spielraum im Krisenfall, was aber die Verschuldungsprobleme der Provinzen und einzelner, ineffizienter Staatsbetriebe nicht zu lösen vermag. Die im dritten Plenum beschlossene Politikrichtung – Aufweichung der Ein-Kind-Politik, Privatisierung von Staatsbetrieben, die Erhöhung der Ausschüttungsquote staatlich kontrollierter

Japan: Staatsanleihenbesitz der privaten Haushalte



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Unternehmen – sind struktureller Natur und haben wenig Einfluss auf die konjunkturelle Entwicklung in 2014. Was bleibt ist das Bild einer Volkswirtschaft, die in einzelnen Teilbereichen, u. a. in der Metallproduktion, Überkapazitäten aufgebaut hat, die nur sehr zögerlich abgebaut werden, aber immer noch von steigenden Immobilienpreisen und einer soliden Baukonjunktur getragen wird. Dieser Mix dürfte sich auch in 2014 nicht ändern, sodass von China keine Impulse für die Rohstoffmärkte ausgehen.

Bezüglich der Konjunktur in den Schwellenländern wird an den Kapitalmärkten seit Sommer 2013 verstärkt die Möglichkeit von Zahlungsbilanzkrisen aufgrund der Repatriierung von Anlagevermögen in den US-Dollar-Raum gehandelt. Betroffen sind vor allem Schwellenländer mit hohen Leistungsbilanzdefiziten wie Indien, Brasilien, Indonesien oder die Türkei, deren langfristige Refinanzierbarkeit an den Kapitalmärkten in Frage steht. Der Abwertungsdruck auf einzelne Schwellenländerwährungen wurde durch die schwache Entwicklung des Yen zum US-Dollar verstärkt. Die Spekulation auf Krisen in einzelnen Schwellenländern beruht auf der Annahme, dass es eine Renaissance der US-Währung im Zuge einer restriktiveren US-Geldpolitik und ansteigender US-Zinsen geben wird.

Höheres Zinsumfeld war historisch positiv für Rohstoffe!

Die Furcht vor Leitzinserhöhungen in den USA nahm im Jahr 2013 zwischenzeitlich paradoxe Züge an. Schlechte Wirtschaftsdaten wurden an Kapital- und Rohstoffmärkten gefeiert und gute Wirtschaftsdaten gefürchtet, da sie ein schnelleres Auslaufen der expansiven Geldpolitik implizieren könnten. Historisch war das Gegenteil richtig. In Phasen von US-Leitzinserhöhungen wiesen Rohstoffe, gemessen am GSCI, jeweils eine positive Performance auf, während in Phasen von Leitzinssenkungen Rohstoffanleger in den letzten beiden Zyklen deutliche Verluste hinnehmen mussten. Der Grund liegt auf der Hand: Leitzinserhöhungen werden in der Regel

spät im Konjunkturzyklus vorgenommen, wenn Notenbanken davon überzeugt sind, dass ein selbsttragender Boom eingesetzt hat, der die Rücknahme geldpolitischer Stimuli erlaubt. Und sie erfolgen auch nur dann, wenn realisierte Inflationsraten und Inflationserwartungen dauerhaft über den Inflationszielen der Notenbank liegen, was in der Regel ebenfalls spät im Boom gegeben ist, wenn die Kapazitätsauslastung auf hohe Werte angestiegen ist.

Nach diesen Maßstäben ist in den USA kaum von einer drastischen Zinswende auszugehen. Die Geldpolitik der Fed kam, wie oben dargelegt, nicht beim US-Verbraucher an. Die Fortschritte am Arbeitsmarkt und die reale Kaufkraft der Verbraucher sind zu gering, um eine Auslastung der Kapazitäten zu erzeugen und Inflationsdruck hervorzurufen. Von der Seite der Güterpreis-inflation besteht wenig Anlass zu handeln. Ein allmählicher Impuls zum Abbau der Überschussreserven dürfte wie in Europa nicht zuletzt von den Geschäftsbanken ausgehen. Neben einer graduellen Rückführung des Anstieges der Zentralbankgeldmenge, die noch im Dezember 2013 einsetzen dürfte, sind mittelfristig auch erste Leitzinsmaßnahmen wahrscheinlich. Die US-Notenbank hat mit einer Arbeitslosenquote von 6,5% eine Vorbedingung dafür definiert. Wir gehen davon aus, dass ein zögerlicher Zinsanstieg in denselben Trippelschritten (measured) wie im vorangegangenen Zyklus erfolgen wird. In einem extrem positiven Konjunkturszenario könnte bis zum Jahresende 2014 ein Leitzins von maximal 1% resultieren. Realistischer ist aus unserer Sicht, dass erste Leitzinsschritte in den USA im ersten Quartal 2015 beginnen. Zu wenig, um eine größere US-Dollar-Aufwertung zu rechtfertigen und um einen Belastungsfaktor für Aktien- und Rohstoffpreise darzustellen. Zudem dürften Zinsschritte nur erfolgen, wenn Rohstoff- und Güterpreise anziehen. Wir können uns momentan kaum vorstellen, dass die Zentralbanken angesichts der weltweit hohen staatlichen und privaten Schuldenlasten am vorderen Ende der Zinskurve einen positiven Realzins anpeilen.

US-Leitzinsmaßnahmen seit 1972 und Performance Aktien- und Rohstoffindizes

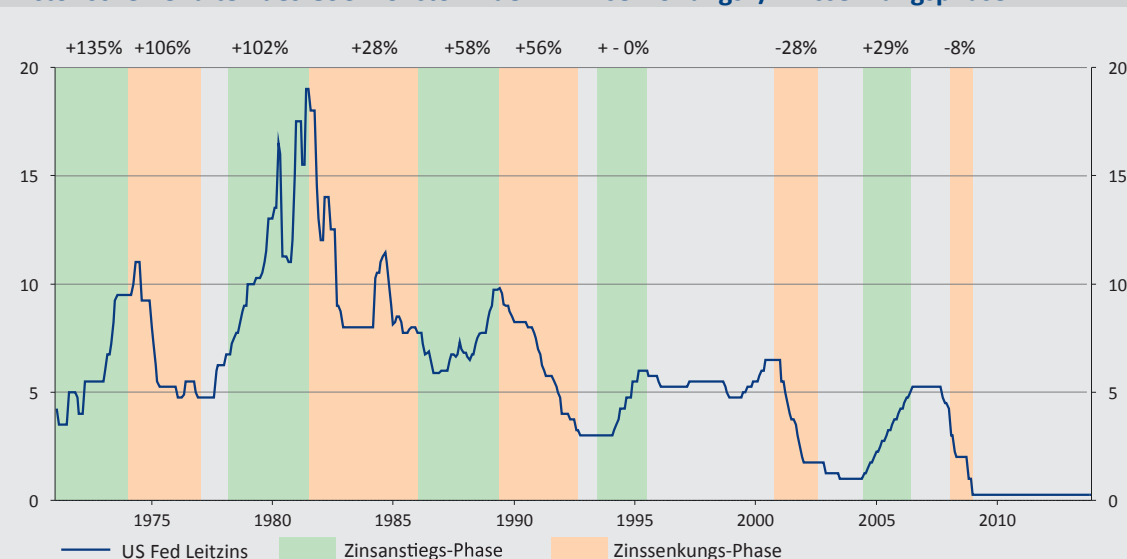
Historische Zinsanstiege						
	Von Bis	Mrz 72 Mai 74	Aug 77 Mai 81	Dez 86 Feb 89	Feb 94 Feb 95	Jul 04 Jun 06
Leitzins Start		3,50%	5,875%	5,875%	3,00%	1,00%
Leitzins Ende		13,00%	20,00%	9,75%	6,00%	5,25%
Zinsänderung gesamt		9,50%	14,125%	3,875%	3,00%	4,25%
Performance GSCI TR		134,86%	102,22%	57,77%	0,24%	28,66%
Performance S&P 500		-15,43%	35,02%	16,93%	-2,09%	10,27%

Historische Zinssenkungen						
	Von Bis	Jun 74 Jan 76	Mai 81 Aug 86	Jun 89 Sep 92	Jan 01 Jan 02	Sep 07 Dez 08
Leitzins Start		13,00%	20,00%	9,75%	6,50%	5,25%
Leitzins Ende		4,75%	5,875%	3,00%	1,75%	0,25%
Zinsänderung gesamt		-8,25%	-14,125%	-6,75%	-4,75%	-5,00%
Performance GSCI TR		105,75%	28,44%	55,54%	-28,60%	-8,15%
Performance S&P 500		115,75%	89,29%	29,00%	-12,75%	-35,29%

Historische Zinsplateaus						
	Von Bis	Sep 92 Jan 94	Feb 95 Dez 00	Dez 01 Jun 04	Jul 06 Sep 07	Dez 08 heute
Durchschnittlicher Zins		3,00%	5,52%	1,32%	5,25%	0,25%
Performance GSCI TR		-9,47%	88,63%	85,67%	-9,86%	-9,35%
Performance S&P 500		14,48%	178,95%	-1,89%	18,44%	101,95%

Quelle: Bloomberg, Tiberius

Historische Renditen des GSCI Rohstoffindex in Zinserhöhungs- / Zinssenkungsphasen



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Rohstoffe sind relativ attraktiv gegenüber anderen Anlageklassen gepreist

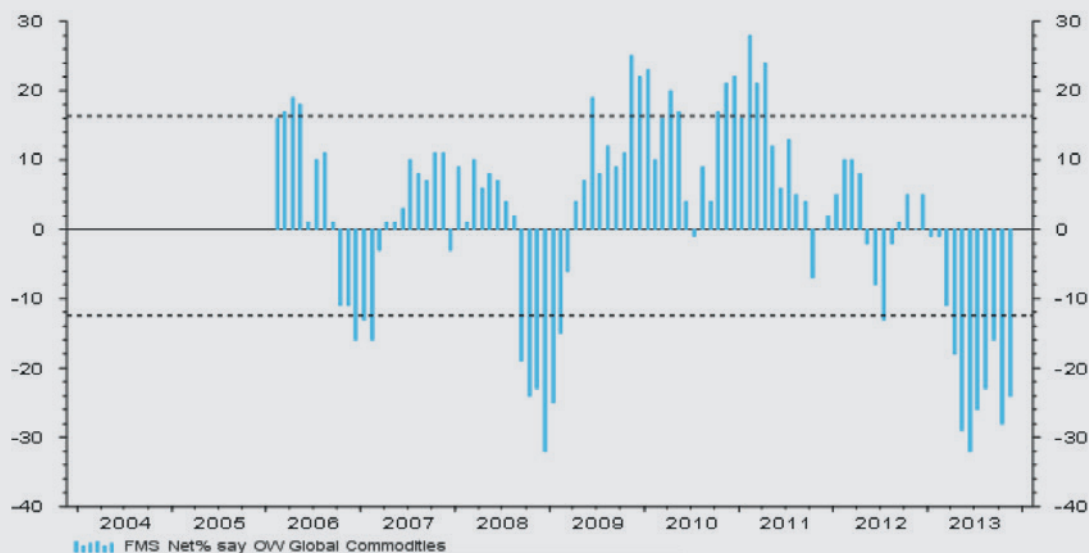
Das Grundsatzthema Asset Inflation und Anlage-notstand dürfte den Kapitalmärkten im Jahr 2014 also vermutlich in Grundzügen erhalten bleiben. Im Jahr 2013 hat sich der Fokus eindeutig auf die Aktienmärkte verlagert, die aufgrund der positiven Performance Trendfolgestrategien anziehen. Die Bewertungen sind allerdings bereits am oberen Ende angekommen. Zudem ist der Anteil der Unternehmensgewinne am Volkseinkommen in den USA angestiegen. Eine weitere Steigerung ginge zu Lasten der Kaufkraft und schränkt damit die Wachstums- und Gewinnperspektiven wieder ein. Das Rendite-Risikoprofil der internationalen Aktienmärkte ist, selbst wenn man nur einen moderaten Zinsanstieg annimmt, nicht mehr attraktiv. Opportunitäten finden sich unserer Ansicht nach vor allem in Märkten, die ein höheres Risiko (Schwellenländer, Rohstoffaktien) aufweisen.

Staatsanleihen werden auch in 2014 ihren Markt finden. Mit begrenztem Spielraum auf der Realzinsseite und abschätzbaren Leitzinsschritten ist auch das Abwertungspotenzial der länger laufenden Staatsanleihen begrenzt. Aus unserer Sicht ist die US-Zinsstrukturkurve

zwischen zweijährigen und 10-jährigen Anleihen bereits so steil, dass eine robuste Konjunktur und erste Leitzinsschritte eingepreist sind. In dieser Situation sehen wir gute Chancen, dass sich institutionelle Anleger auch wieder bei Rohstoffen umsehen. Zum Jahresende 2013 ist davon wenig zu spüren. Das Sentiment an den Rohstoffmärkten ist angesichts eines definierten technischen Abwärtstrends bei gleichzeitigen technischen Kaufsignalen an den internationalen Aktienmärkten auf die negative Seite geneigt. Die von Merrill Lynch erhobene Fondsmanagerumfrage belegt diese Einschätzung. Rohstoffe sind in den Fondsportfolien seit vielen Monaten stark untergewichtet, die Allokation befindet sich auf ähnlich tiefem Niveau wie im Herbst 2008.

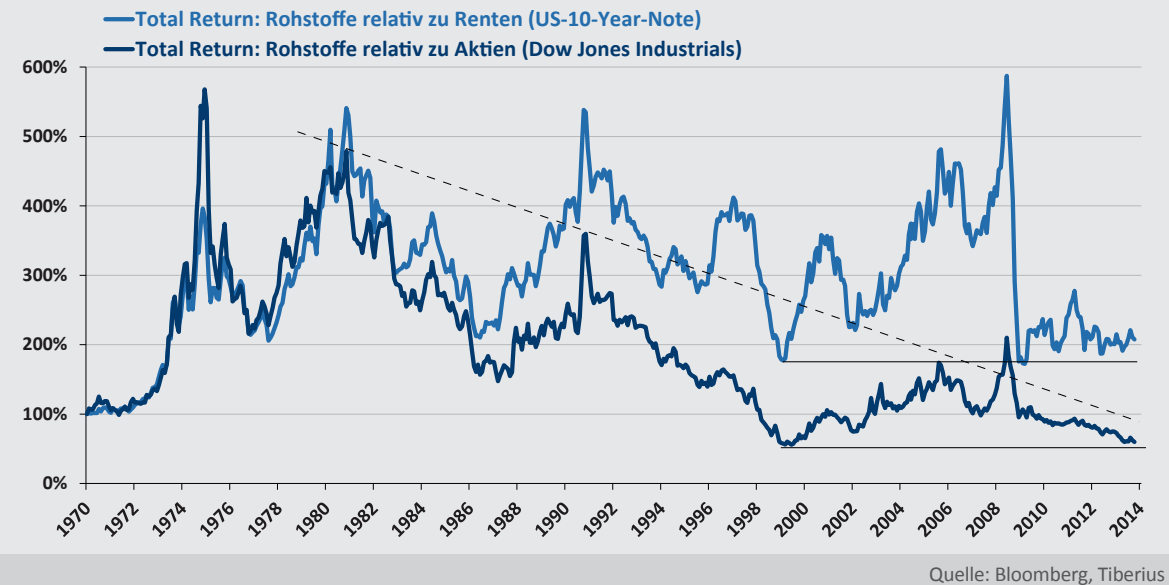
Im langfristigen absoluten (vgl. Seite 3 dieses Beitrags), als auch im relativen Chart zu Aktien und US-Staatsanleihen sind Rohstoffe an einem attraktiven Einstiegspunkt angekommen. Relativ zu US-Aktien notieren Rohstoffe in der Nähe der Tiefpunkte des Jahres 1998, als im Zuge der Asien- und LTCM-Krise Rohöl im Kassapreis zwischenzeitlich auf 10 US-Dollar je Fass abstürzte. Neben konjunkturpolitischen Erwägungen sollten auch die geopolitischen Risiken nicht ausgeblendet werden. Das Eskalationspotenzial der Syrienkrise hat aufgezeigt, wie schnell ein politischer Stellvertreterkonflikt zwischen den

Über- / Untergewichtung von aktiven Fondmanagern in Rohstoffen



Quelle: Merrill Lynch Fondsmanagerumfrage

Rohstoffe relativ zu Renten und Aktien



USA und Russland auf die Agenda der Finanzmärkte kommen kann, wenn Russland seine strategischen Interessen bedroht sieht. Es ist nicht auszuschließen, dass ein derartiger Konflikt auf dem Feld der Energiemärkte ausgetragen wird. Das wären bad news für die Aktien und good news für die Rohstoffe, bei denen Russland zu den wichtigsten Produzenten zählt.

Fazit

Die Rohstoffmärkte haben in den letzten zwei Jahren einen Bärenmarkt durchlaufen, der durch rohstoffspezifische Faktoren – negative Roll-Renditen, hohes Angebotswachstum und verhaltene Nachfrage – bedingt war. Diese Faktoren wirken auch in 2014, ihr Einfluss schwächt sich aber ab, da negative Roll-Renditen weitgehend der Vergangenheit angehören, die Angebotsanpassungen allmählich einsetzen und für 2014, wenn auch in limitierten Maße, eine weitere Konjunkturerholung zu erwarten ist. Dennoch gibt es aus rein fundamentaler Perspektive der Einzelrohstoffe nur wenig „Crying Buys“. Die Phantasie kommt von der Anlagenrotation in einer Welt der Asset Inflation. Relativ zu anderen Anlageklassen sind Rohstoffe attraktiv gepreist und das Sentiment gegenüber Rohstoffen ist so negativ eingefärbt, dass großes Erholungspotenzial besteht, wenn erste technische Kaufsignale gegeben sind. Wir gehen von moderaten Kursgewinnen in 2014 aus. Bezüglich des Dow Jones UBS Index erwarten wir einen Anstieg von 5 bis 10%.

TOP 5 ROHSTOFF-TRADES 2014

TRADE 1: SHORT SOJABOHNEN

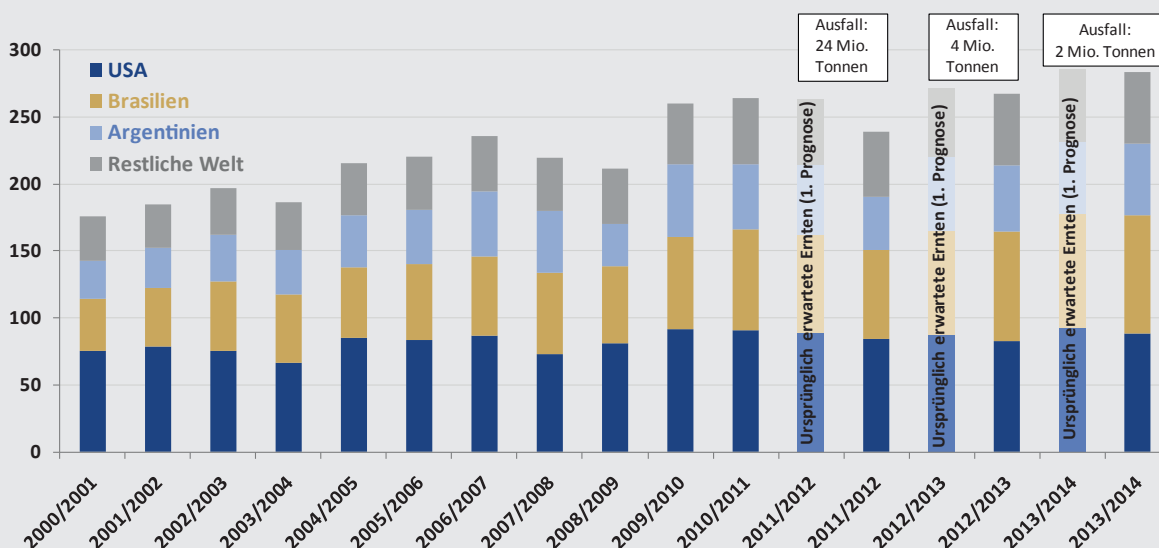
2014 IST SCHLUSS MIT BEANS IN DEN TEENS

Schlechte Ernten begründeten die Sojabohnenstärke der Vergangenheit

Sojabohnen waren der Outperformer unter den Agrarrohstoffen in den letzten beiden Jahren. Der Dow Jones UBS Sojabohnenindex weist seit Jahresbeginn 2012 eine Gesamttrendite von rund 33% auf, während der Dow Jones UBS Getreideindex und der Dow Jones UBS Subindex für landwirtschaftliche Rohstoffe (jeweils inklusive Sojabohnen) im gleichen Zeitraum nur eine Gesamttrendite von 3% bzw. -7,5% erzielten. Der Haupttreiber der überdurchschnittlichen Entwicklung bei Sojabohnen waren positive Roll-Renditen im Juni 2012 und Juni 2013, als der Roll vom auslaufenden Juli-Kontrakt in den backwardateten November-Kontrakt zusammengekommen knapp 25% Rollgewinn erbrachte. Terminkurven in Backwardation sind grundsätzlich Ausdruck einer unterliegenden Knappheit, da Verbraucher für sofort verfügbare Ware eine

Preisprämie zu bezahlen bereit sind. Bei Sojabohnen lässt sich die knappere Versorgungslage auf die globalen Ernten in den Marketingjahren 2011/12 und 2012/13 zurückführen, die unter den ursprünglichen Erwartungen blieben. Die globalen Daten des US-Landwirtschaftsministeriums (USDA) basieren auf den einzelnen lokalen Marketingjahren. Lediglich Argentinien und Brasilien werden auf den Zeitraum Oktober bis September angepasst. Dies bedeutet, dass ein Marketingjahr bei Sojabohnen die Ernte in den USA im Herbst und die Ernten in Brasilien und Argentinien im Frühjahr des folgenden Jahres umfasst. Im Marketingjahr 2011/12 waren alle drei großen Produzentennationen (USA, Brasilien und Argentinien), die zusammen rund 80% des globalen Sojabohnenangebots anbauen, von Ernteaussfällen betroffen. Im Vergleich zur ursprünglichen Schätzung des USDA fehlten am Ende rund 24 Mio. Tonnen oder 9% des globalen Angebots. Im Marketingjahr 2012/13 wurde die ursprüngliche globale Schätzung ebenfalls um rund 4 Mio. Tonnen verfehlt, da neben Argentinien auch die USA aufgrund der Dürre im

Sojabohnenproduktion in Millionen Tonnen



Quelle: USDA, Tiberius

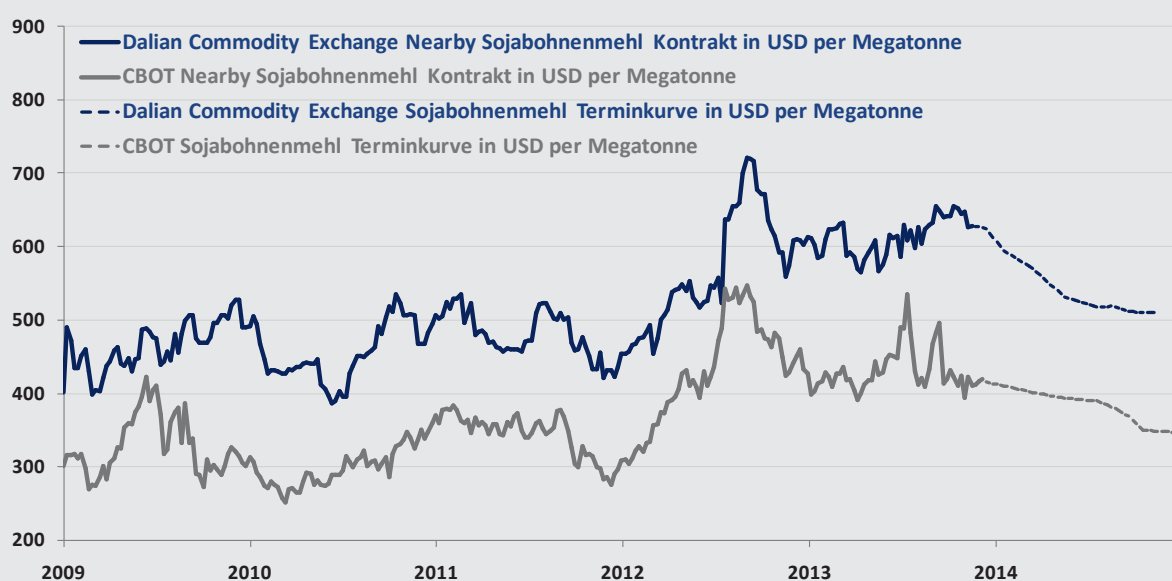
Sommer 2012 unvorhergesehene Produktions-einbußen hinzunehmen hatten. Die globale Ernte fiel jedoch erheblich höher als im Vorjahr aus, da Brasilien im Frühjahr 2013 seine Produktion deutlich steigern konnte. Es war deshalb nicht verwunderlich, dass die Märkte mit einer Kaufpanik reagierten, als das USDA die Prognose für die US-Ernte im Sommer 2013 erneut kürzte. Gemäß dem im September 2013 veröffentlichten Bericht zur Einschätzung der globalen Versorgungslage im Agrarbereich (WASDE) ging das USDA von einem Rückgang der Sojabohnenernte in den USA um rund 6,5 Millionen Tonnen aus – bezogen auf die ursprüngliche Prognose vom Mai 2013. Diese Einschätzung ließ sich jedoch aufgrund der günstigen Wetterentwicklung im Herbst 2013 nicht halten und wurde im November 2013 auf 3,6 Millionen Tonnen revidiert.

Sojabohnenmehlknappheit in China neigt sich dem Ende zu

„Sojabohnenbullmärkte sind Sojabohnenmehlbullmärkte“. Dies ist eines der Sprichwörter von Trading-Veteranen der Chicagoer Börse, an der Sojabohnen- und Sojabohnenmehlkontrakte seit vielen Jahrzehnten gehandelt werden. In 2012

und 2013 hat sich dieses Sprichwort bewahrheitet. Die Kassapreise für US-Sojabohnenmehl verteuerten sich 2012 in der Spitze um mehr als 70%, in 2013 waren es im zweiten Quartal etwas mehr als 25%, gleichwohl die Hochpunkte aus dem Jahr 2012 nicht mehr ganz erreicht wurden. Die Preishaussie wurde von den Bedürfnissen Chinas angetrieben, wo der lokale Sojabohnenmehlpreis bis in den Herbst 2013 hinein Stärke zeigte, während die Sojabohnenmehlpreise in den USA bereits zurückfielen. Die Backwardation der Sojabohnenmehlkontrakte in den USA und China indiziert ebenfalls Knappheit, die durch die wachsenden Bedürfnisse Chinas bei der Produktion von Schweinefleisch hervorgerufen wurden. Chinesische Verbraucher sind für rund die Hälfte des globalen Schweinefleischkonsums verantwortlich. In der Schweinezucht sind proteinhaltige Mehle, und hier vorwiegend Sojabohnenmehl integraler Bestandteil der Tierfütterung. In 2014 dürfte der Schweinefleischkonsum auf ca. 55 Mio. Tonnen um rund 2% zu 2013 zulegen, wodurch der Verbrauch proteinhaltiger Mehle (davon rund drei Viertel Sojabohnenmehl) im Marketingjahr 2013/14 um 2,6% auf 70,3 Millionen Tonnen anwachsen dürfte. Die im Herbst 2013 genehmigte Übernahme des grössten US-Schweinefleischproduzenten Smithfield Foods durch Shuanghui International – die mit einem

Dalian Commodity Exchange und Chicago Board of Trade Sojabohnenmehlfutures



Quelle: Bloomberg, Tiberius

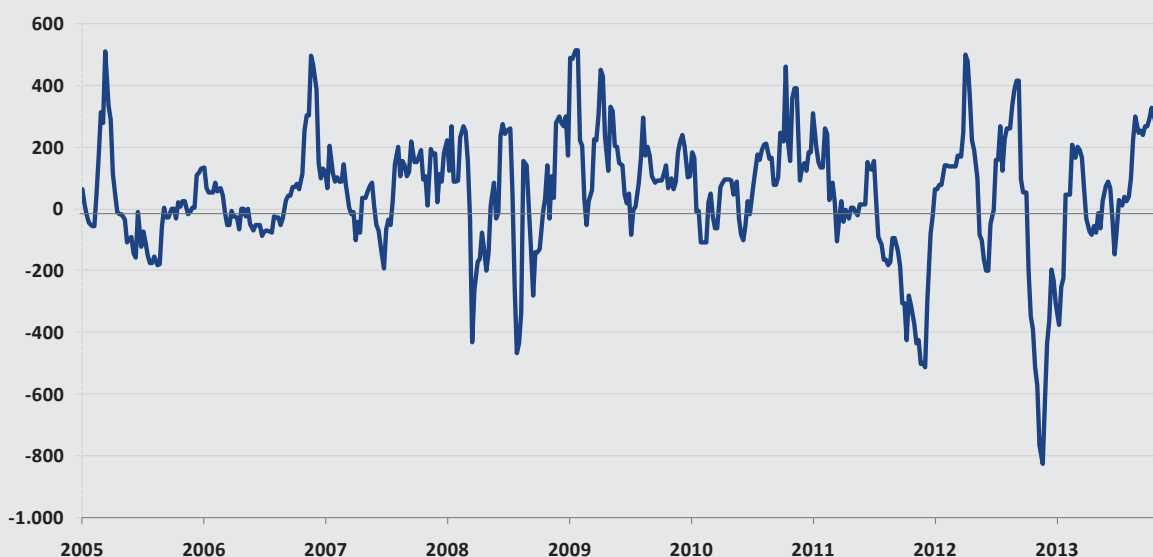
Gegenwert von 7,1 Mrd. USD größte Akquisition eines chinesischen Unternehmens in den USA – zeigt, dass China für die Bewältigung dieses Wachstums auch zunehmend auf ausländisches Know-how und Ressourcen zurückgreift.

Bei Sojabohnenmehl zählt China nicht zu den größten Importeuren, da das Reich der Mitte überwiegend importierte Sojabohnen in eigenen Mühlen selbst verarbeitet. Die Marge für die Sojabohnenverarbeitung in Sojabohnenmehl (rund drei Viertel der Produktion) und Sojabohnenöl (ein Viertel der Produktion) ist seit dem Einbruch im vierten Quartal 2012 kontinuierlich angestiegen und befindet sich noch in der Nähe der Hochpunkte der vergangenen Jahre. Auch wenn die Sojabohnenmühlen diese Gewinnspanne aufgrund der Backwardation bei Sojabohnenmehl sich nicht auf Termin sichern können, liegt der kurzfristige Produktionsanreiz hoch genug, um die Knappheit aus dem Sommer 2013 allmählich abzumildern.

China verfügt über ausreichend Sojabohnenreserven, um die Sojabohnenmühlen künftig stärker auszulasten. Das Reich der Mitte ist mit einer Quote von zwei Drittel der globalen Einfuhren der mit Abstand größte

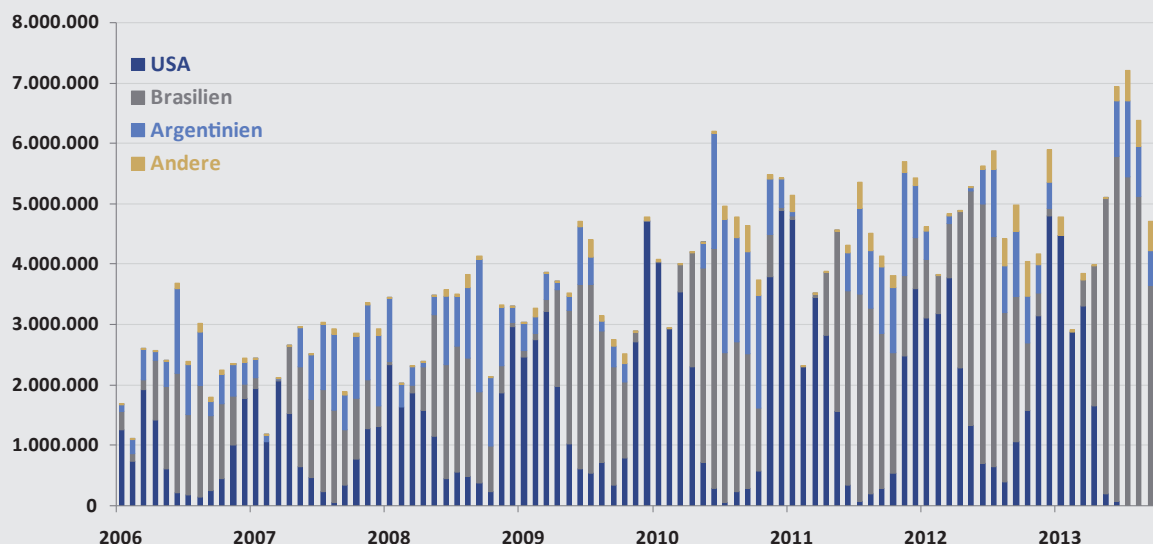
Sojabohnenimporteur. Dabei wird der Bedarf in den Wintermonaten überwiegend durch Importe aus den USA und ab dem Frühjahr, wenn die südamerikanischen Ernten verfügbar sind, vor allem durch brasilianische und argentinische Exporte gedeckt. Im Jahr 2013 sind die chinesischen Sojabohnenimporte gegenüber dem Vorjahr deutlich angestiegen. Vor allen Dingen in den Sommermonaten konnten hohe Importe aus Brasilien, das im Frühjahr 2013 eine gute Ernte verzeichnete, realisiert werden. Die Sojabohnenbullen setzen darauf, dass der Trend steigender Importe aus den USA in den Wintermonaten weiter fortgeschrieben wird. Und in der Tat deuten die Exportvereinbarungen zwischen den USA und China zu Beginn des Marketingjahres 2013/14 auf ein anhaltend hohes Kaufinteresse hin. Aufgrund der Höhe der bereits getätigten Importe und der deutlich besseren globalen Versorgungslage ist jedoch nicht davon auszugehen, dass sich diese Tendenz im weiteren Verlauf des aktuellen Marketingjahrs fortsetzen wird.

Chinesische Sojabohnen Crush Marge in Yuan je Tonne



Quelle: Bloomberg, Shanghai JCI Intelligence, Tiberius

Chinesische Sojabohnenimporte in Tonnen



Quelle: China Census, Tiberius

US-Ernte deutlich besser als im Sommer 2013 befürchtet

Im Sommer entfachte zu trockenes und kurzzeitig zu heißes Wetter Befürchtungen, die Ernteeinbußen der Vorjahre würden sich wiederholen. Das USDA setzte den durchschnittlichen Ertrag von 44,5 Scheffel pro Acre im Juli-WASDE-Bericht auf 41,2 Scheffel je Acre im September-Bericht herab. Einige Marktbeobachter gingen im September von einem Ertrag von unter 41 Scheffel je Acre aus. Zwei Umstände hätten aber eine Warnung sein müssen, dass sich die Märkte nach der Konditionierung der Vorjahre auf eine zu negative Ernteprognose festgelegt hatten. Erstens sind Abwärtsrevisionen des USDA in den Sommermonaten und anschließende Aufwärtsrevisionen des durchschnittlichen Ertrags in den Oktober- und Novemberberichten des USDA nicht die Ausnahme, sondern die Regel. Und zweitens lag der finale Ertrag je Acre bereits im Jahr 2012 deutlich über den Sommer-Schätzungen, da spät im Reifezyklus fallender Regen die Verfassung der Sojabohnenpflanzen noch deutlich zu verbessern vermochte. Ebenso war es 2013, als Regenfälle Mitte September die Einstufung des Zustands der Sojabohnenpflanzen noch einmal anhoben. Gemäß dem finalen Bericht des USDA wurden 57% der

Sojabohnenpflanzen in die Kategorie „Good/Excellent“ eingruppiert, 1% mehr als im Durchschnitt der vergangenen 10 Jahre. Ein Ertrag von 43 Scheffel je Acre, wie in der November-WASDE berichtet, war daher absehbar.

Starker Start überzeichnet US-Exporte

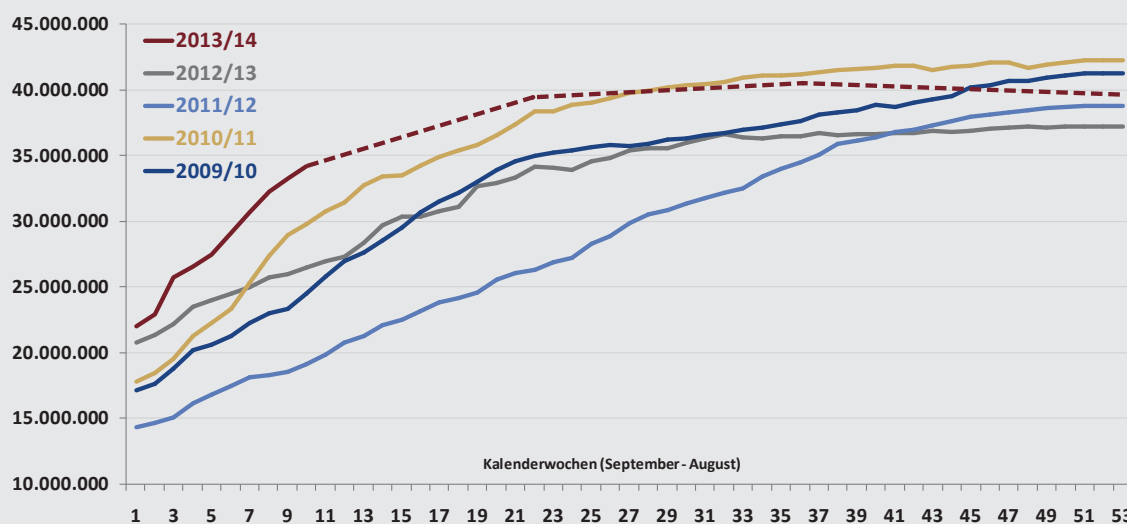
Dieses US-Mehrangebot drückte bisher nicht auf die Preise, da gleichzeitig die Exportvereinbarungen für US-Sojabohnen seit Beginn des Marketingjahres 2013/14 sehr stark angestiegen sind. Gemäß Angaben des USDA waren Anfang September 2013 zum Beginn des Marketingjahres 2013/14 bereits Exporte von mehr als 20 Mio. Tonnen vereinbart, mehr als in den Vorjahren. Bis Ende Oktober 2013 waren Exportverträge von über 33 Mio. Tonnen geschlossen, ein steiler Anstieg im Vergleich zu den Vorjahren. Die hohe ausländische Nachfrage nach US-Sojabohnen hat das USDA veranlasst, im November-WASDE-Bericht die US-Exporte von zuvor 1.370 Mio. Scheffel auf 1.450 Mio. Scheffel nach oben zu revidieren, was zum Ende des Marketingjahres 2013/14 am 31. August 2014 erneut ein kritisch tiefes Niveau der US-Stocks to Use Ratio von 5,2% implizieren würde. Diese Prognose des

USDA halten wir jedoch für überzeichnet. Erstens ist, wie oben dargelegt, kaum anzunehmen, dass China und die anderen Importeure auf Dauer ein derart hohes Importtempo beibehalten werden, nachdem bereits eine gute Versorgungslage durch die vorangegangenen brasilianischen Exporte gegeben ist. Und zweitens handelt es sich bei den Exportvereinbarungen zunächst einmal um Absichtserklärungen, und nicht um tatsächliche Auslieferungen. Wahrscheinlich sichern sich einige Importeure aufgrund des nun doch größeren US-Angebots ab, bis Klarheit über die Höhe der kommenden Ernten in Südamerika besteht. Sollte es jedoch keine Probleme beim Anbau auf der Südhalbkugel geben, könnte es zur teilweisen Auflösung derartiger Absicherungsvereinbarungen kommen (cancellations), sodass die tatsächliche Menge der verschifften Sojabohnen letztendlich unter den ursprünglichen Exportindikationen läge. Aufgrund der erwarteten Rekordernte in Brasilien sehen wir den US-Sojabohnenmarkt bei Exporten von 1.400 Mio. Scheffel und einer Stocks to Use Ratio von 6,4% deutlich besser versorgt als das USDA.

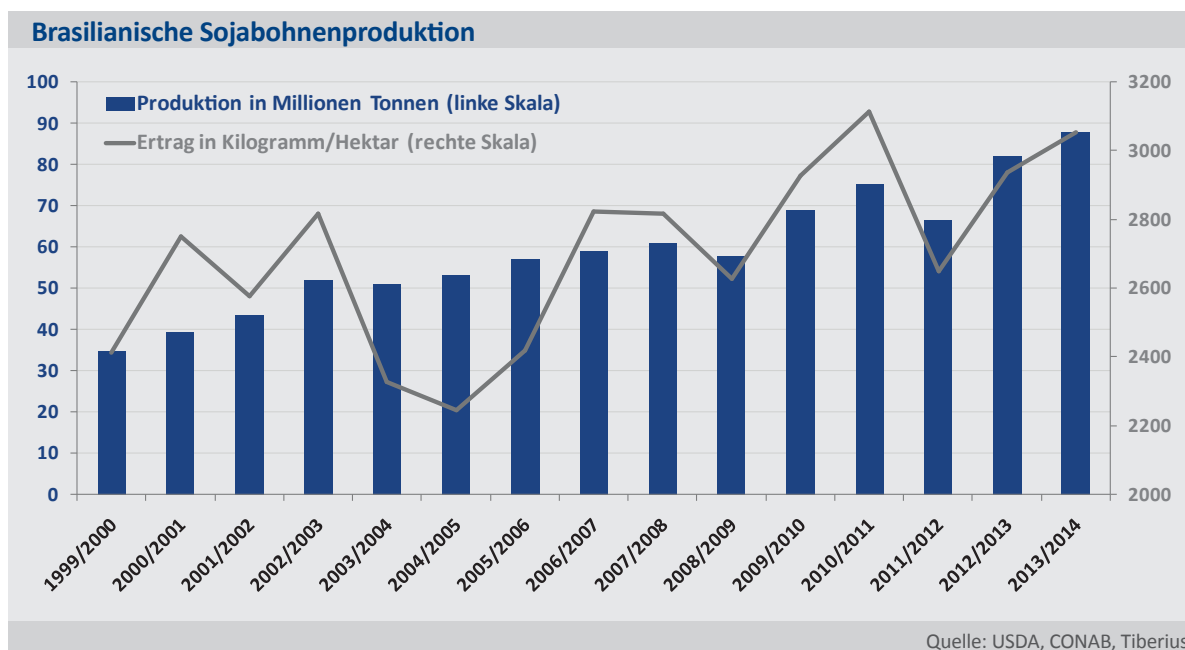
Brasilien auf dem Weg zu einer zweiten Rekordernte in Folge

Das globale Angebot dürfte ab April 2014 weiter zunehmen, wenn Brasilien mit hoher Wahrscheinlichkeit erneut eine Rekordernte ausweisen wird. Das USDA schätzt die neue Ernte auf 88 Mio. Tonnen, und damit 6 Mio. Tonnen höher als im Vorjahr ein. Die brasilianische Regierungsorganisation CONAB gibt mit einer Spanne von 87,9 bis 90,2 Mio. Tonnen eine ähnliche Prognose ab. Die starke Angebotsausweitung wird vor allem von zwei Faktoren angetrieben. Zum einen haben sich die Margen für den Sojabohnenanbau durch den gestiegenen Sojabohnenpreis in Dollar und den gleichzeitigen Wertverfall des brasilianischen Real deutlich verbessert, sodass vor allem Weideland dem Sojabohnenanbau umgewidmet wurde. Zum anderen konnte der durchschnittliche Ernteertrag pro Hektar in den letzten Jahren stetig gesteigert werden. Dies ist vor allem dem vermehrten Einsatz von neuen, gentechnisch veränderten Sojabohnensorten geschuldet. China hat im Juni 2013 die Importe neuer, biotechnisch „verbesserter“ Sojabohnensorten genehmigt, sodass Brasilien ab April 2014 erneut hohe Ausfuhren nach China (s. o.) vermelden dürfte. Selbstverständlich ist die Ernte, die momentan ausgebracht wird, längst noch nicht eingebracht. Die jüngsten Daten

US Sojabohnen Exportvereinbarungen (kumuliert in Tonnen)



Quelle: USDA, Tiberius



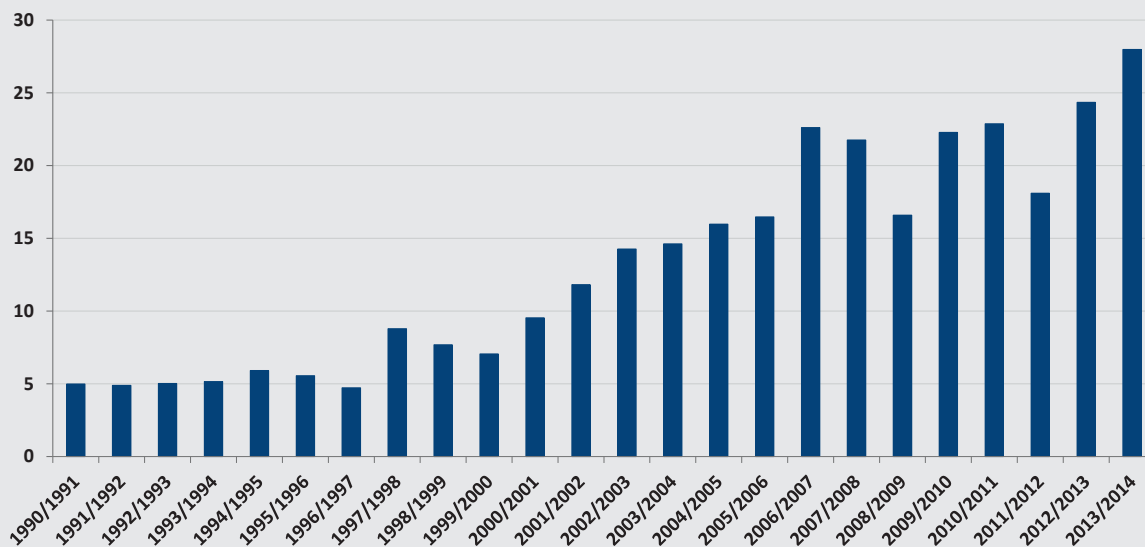
deuten jedoch darauf hin, dass ursprüngliche Befürchtungen über einen zu geringen Feuchtigkeitsgehalt der Ackerflächen sich durch rechtzeitige Regenfälle relativiert haben. Der nationale Pflanzfortschritt liegt in einem saisonal üblichen Rahmen. Gemäß diverser Langfristwettervorhersagen sind die Risiken einer El Niño Klima-anomalie derzeit nicht besonders hoch. Kurzfristige Verzögerungen bei den Exporten könnten durch die Transportlogistik Brasiliens entstehen, das auf hohe Produktionszuwächse bei landwirtschaftlichen Produkten noch nicht ausgerichtet ist. Alles in allem dürfte die Welt bei normalem Wetter ab April 2014 mehr als ausreichend mit Sojabohnen versorgt sein.

Argentinien wird Lagerbestände nicht dauerhaft zurückhalten können

Eine neue Rekordernte in Brasilien wird vor allem die argentinischen Exporteure unter Druck setzen. Argentinien wird in diesem Herbst vermutlich erneut eine Rekordfläche von 20,65 Mio. Hektar (Vorjahr 20 Mio. Hektar) für den Sojabohnenanbau einsetzen. Im Gegensatz zum brasilianischen Sojabohnenanbau gehen die durchschnittlichen Ernteerträge tendenziell aber zurück, da die Fokussierung auf den Sojabohnenanbau und der fehlende Wechsel bei der

Fruchtfolge die Böden in den letzten Jahren zunehmend ausgelaugt hat. Die argentinischen Bauern befinden sich in einem permanenten Disput mit Staatspräsidentin Cristina Fernández de Kirchner. Die argentinische Regierung hat für Weizen und Mais Exportquoten festgelegt, die je nach Bedarf geändert werden. Für Sojabohnen gibt es keine Exportquoten, sondern eine Exportsteuer von 35%. Aufgrund der höheren Planungssicherheit bevorzugen die argentinischen Bauern den Sojabohnenanbau. Die Exporte fielen in den letzten Monaten dennoch unter den Erwartungen aus. Durch die hohe inländische Inflation und den Wertverfall des argentinischen Peso halten die Exporteure in US-Dollar bewertete Realgüter wie Sojabohnen zurück. Auf Dauer führt dies die argentinische Exportindustrie jedoch in einen kaum zu lösenden Zielkonflikt. Die Zurückhaltung von Exporten bewirkte, dass vor allem Brasilien Marktanteile im globalen Handel hinzugewinnen kann. Der Angebotsüberschuss im globalen Sojabohnenmarkt wird unseres Erachtens zu einem stetigen Preisverfall des Sojabohnen-USD-Preises führen, der den Wertverlust des Peso überkompensieren könnte. Insofern gehen wir davon aus, dass mit zunehmendem Preisdruck auch argentinisches Angebot auf den Markt kommt – spätestens wenn die neue Ernte im April/Mai 2014 eingebracht wird.

Argentinische Sojabohnenlagerbestände am Ende des Marketingjahres in Millionen Tonnen



Quelle: USDA, Tiberius

Der eigentliche Baissefaktor wird die US-Ernte in 2014 sein

Zu allem Überfluss wird nach derzeitigem Stand auch die US-Ernte in 2014 markant höher ausfallen. Aufgrund der aktuell prognostizierten Margen für den Anbau der bedeutenden US-Agrarrohstoffe Weizen, Mais, Sojabohnen und Baumwolle zeichnet sich derzeit kein dramatischer Rückgang bei deren Gesamtanbaufläche in 2014 ab. Die Sojabohnenpreise haben relativ zu Mais und Weizen in 2013 kräftig hinzugewonnen, sodass die Margen für den US-Sojabohnenanbau trotz einer backwardierten Terminkurve relativ attraktiv sind. Das Preisverhältnis zwischen den neuen Erntekontrakten November 2014 Sojabohnen (1.151,25 US-Cent je Scheffel) und Dezember 2014 Mais (451,25 US-Cent je Scheffel) liegt derzeit in einem Bereich, der eine Anbauflächenrotation von Mais zu Sojabohnen begünstigt. Der Maismarkt dürfte dadurch in ein Angebotsdefizit zurückfallen, das aber nach der hohen Ernte in 2013 nicht groß genug ausfällt, um die Lagerbestände in Relation zur Nachfrage erneut unter die Schwelle von 10% zu treiben. Das Risiko für diese Prognose ist ein zu schnell und zu stark fallender Sojabohnenpreis (absolut und relativ zu Mais) bis zur Pflanzperiode im Mai 2014. Selbst konservative Grundannahmen

für das Marketingjahr 2014/15 – ein erhöhter inländischer Sojabohnencrush und trotz des hohen internationalen Wettbewerbs (s. o.) eine nochmalige Steigerung der Exporte – führen bei einem „normalen“ Wetterverlauf mit durchschnittlichen Ernteerträgen zu einem hohen US-Angebotsüberschuss von rund 200 Mio. Scheffel. Die US-Lagerbestände in Relation zur Nachfrage dürften dadurch von rund 6% auf etwas über 12% ansteigen. Analog zu Mais im Jahr 2013 wird in diesem Szenario die Terminkurve von Backwardation auf Contango drehen. Der größte Druck dürfte bei komplikationsfreiem Pflanzverlauf im Mai 2014 auf dem Sojabohnenpreis liegen, wenn die Erntefläche und die Pflanzfortschritte eine besser definierte Abschätzung der US-Ernte in 2014 erlauben. Das Wetter bleibt ein zentrales Risiko für die Prognose eines hohen US-Sojabohnenmarktüberschusses, zunächst für die südamerikanischen Ernten und ab Sommer 2014 für die US-Ernte. Aus unserer Sicht ähnelt eine Long-Position in Sojabohnen einer Option, die weit aus dem Geld ist und bei annähernd normalem Wetterverlauf einen hohen Zeitwertverlust aufweist.

USDA Sojabohnen USA (in Millionen Scheffel)						
Marketingjahr	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14		2014/15
Quelle	USDA	USDA	USDA	USDA	Tiberius	Tiberius
1. Angebot	3495	3325	3239	3413	3411	3684
Lagerbestand (Beginn)	151	215	169	141	141	204
Bepflanzte Fläche (Mio. Acres)	77,4	75,0	77,2	76,5	76,5	80,9
Geerntete Fläche (Mio. Acres)	76,6	73,8	76,2	75,7	75,7	79,8
Ertrag (Scheffel je geernteter Fläche)	43,5	41,9	39,8	43,0	43,0	43,4
Produktion	3329	3094	3034	3258	3255	3465
Importe	14	16	36	15	15	15
2. Nachfrage	3280	3155	3098	3243	3207	3277
Inländische Nachfrage	1778	1791	1779	1794	1807	1852
Crushings	1648	1703	1689	1685	1690	1750
Saatgut	87	90	89	87	95	82
Restgröße	43	-2	1	22	22	20
Exporte	1501	1365	1320	1450	1400	1425
3. Überschuss/Defizit	63	-45	-28	30	63	203
4. Lagerbestand (Ende)	215	169	141	170	204	407
Stocks to Use Ratio	6,6%	5,4%	4,6%	5,2%	6,4%	12,4%

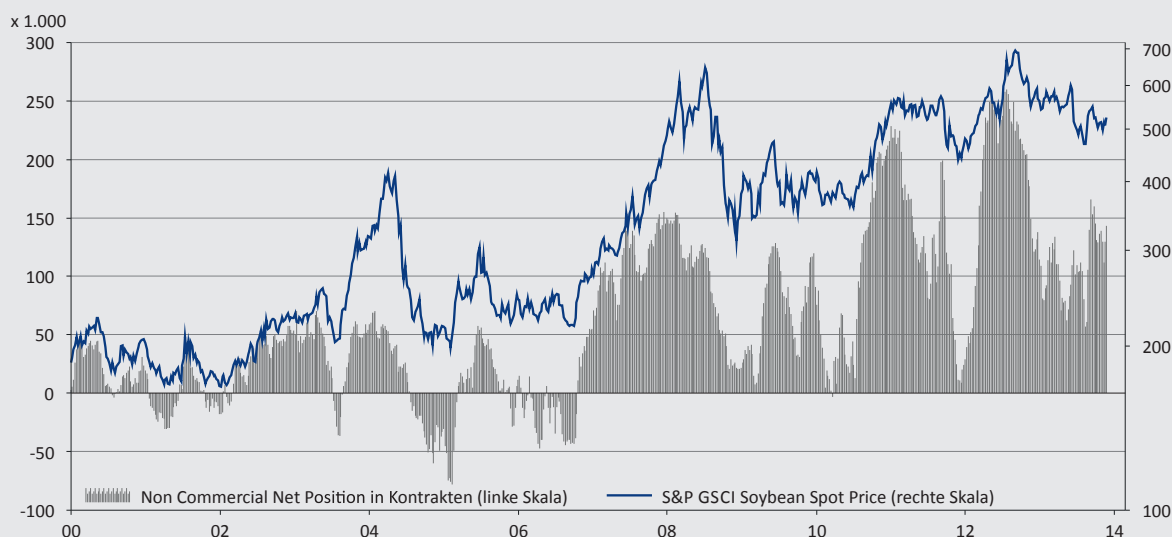
Quelle: USDA, Tiberius

Marktteilnehmer sind falsch positioniert

Sojabohnen sind für viele Marktteilnehmer das letzte Refugium eines Investments bei Agrarrohstoffen. Auf Basis der kurzfristig vermeintlich

noch attraktiven Fundamentaldaten besteht immer noch eine CFTC Netto Long Position spekulativer Marktteilnehmer (Non Commercial) von mehr als 100.000 Kontrakten. Der Sell-Off im August 2013 erwies sich im Gegensatz zum Maismarkt, der von einer Netto Long Position in

CFTC Sojabohnen Netto Position der Non Commercial und Sojabohnen-Spotpreis



Quelle: Thomson Reuters Datastream

eine Netto Short Position der Non Commercial wechselte, nur als vorübergehend. Dies deckt sich mit der Konsensmeinung der großen Marktteilnehmer, die Sojabohnen für die kommenden Monate zumeist als Outperformer im Agrarbereich einstufen. Die einseitige Marktpositionierung birgt aus unserer Sicht die Gefahr eines scharfen Preiseinbruchs, wenn sich im Laufe des ersten Quartals 2014 die von uns prognostizierte globale Überversorgung deutlicher abzeichnen sollte. Der Übergang von einer Netto Long Position in eine Netto Short Position der Non Commercial dürfte spätestens im Frühjahr 2014 erfolgen, wenn die südamerikanischen Ernten bekannt sind und sich die US-Sojabohnenernte 2014 durch den Bericht über die bepflanzte Fläche einigermaßen abschätzen lässt.

Backwardation wird die Kassapreisverluste ab Q2 2014 nicht mehr aufwiegen

Die Terminkurve bei Sojabohnen befindetet sich in Übereinstimmung mit der für das Marketingjahr 2013/14 im historischen Maßstab noch relativ niedrigen US-Stocks to Use Ratio in einer durchgehenden Backwardation. Die neue US-Sojabohnenernte (November 2014) wird

aktuell mit 1.151,25 US-Cent gegenüber 1.287,50 US-Cent im aktiven Spot-Kontrakt (Januar 2014) gepreist. Wir gehen von einem sehr ähnlichen Verlauf der prognostizierten Sojabohnenbaisse wie bei Mais im Jahr 2013 aus. In den nächsten ein bis drei Monaten dürfte der Preisverfall moderat ausfallen und entlang der Terminkurve verlaufen. Die Roll-Verluste einer Short-Position dürften die Gewinne durch den Preisrückgang im Spot-Kontrakt weitgehend aufzehren. In dieser Phase dürfte die Netto Long Position der Non Commercial nur in geringem Maße abgebaut werden. Ab dem zweiten Quartal 2014 sollte dann eine zunehmende Beschleunigung nach unten einsetzen. Zu diesem Zeitpunkt sind die südamerikanischen Ernten bekannt, das Importinteresse an US-Sojabohnen abgeflaut und die US-Ernte 2014 abschätzbar. Sollte die US-Stocks to Use Ratio im Marketingjahr 2014/15 tatsächlich über 12% liegen, dürfte die Position der Non Commercial von Netto Long auf Netto Short überwechseln und der Kalender 2015 in Relation zum Kalender 2014 von Backwardation auf Contango drehen. Dies wird höchstwahrscheinlich über sehr starke Verluste im dann aktiven Spot-Kontrakt ablaufen. Die 1.000 US-Cent-Marke wird nach unserer Einschätzung nicht halten. Beens in the Teens werden zum Jahresende 2014 (vorläufig) Geschichte sein.

Preisprognose Sojabohnen

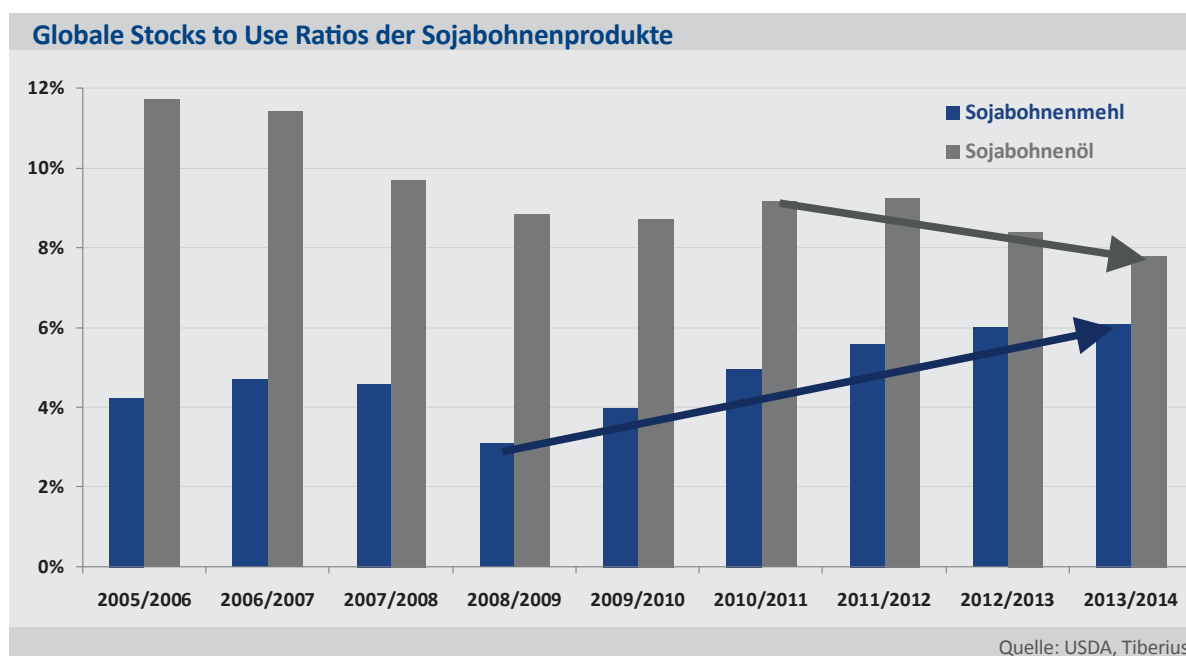


Quelle: Bloomberg, Tiberius

Unter den Sojabohnenprodukten dürfte Sojabohnenöl sich besser entwickeln als Sojabohnenmehl

Bei den Sojabohnenprodukten hat sich Sojabohnenmehl in den letzten Jahren deutlich besser entwickelt als Sojabohnenöl. Dabei hat das weltweite Angebot bei beiden Sojabohnenprodukten die Nachfrage in den letzten Jahren übertroffen. Bei Sojabohnenöl hat sich der Trend jedoch seit dem Marketingjahr 2011/12 umgekehrt. Unter anderem bedingt durch die Nachfragesteigerung

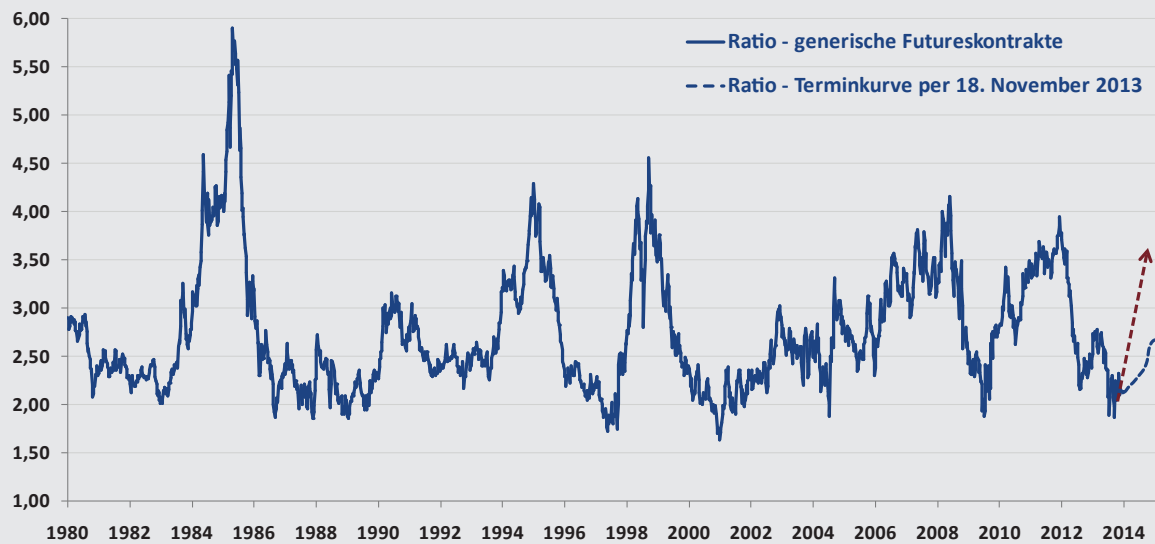
Die Marktteilnehmer sind aufgrund der kurzfristigen Knappheit von Sojabohnenmehl aus unserer Sicht in dem Spread Sojabohnenöl-Sojabohnenmehl fehlpositioniert. Ähnlich wie bei Sojabohnen gibt es eine Netto Long Position der Non Commercial bei US-Sojabohnenmehl, die trotz charttechnischer Verkaufssignale bisher nur in geringem Maße abgebaut wurde. Auf der anderen Seite wurde bei Sojabohnenöl eine Netto Short Position eingenommen. Der Preis von Sojabohnenöl fiel von 54 US-Cent je Pfund auf unter 40 US-Cent je Pfund, wodurch



durch Biodiesel ist die globale Stocks to Use Ratio von 11,4% im Marketingjahr 2006/07 auf schätzungsweise 7,8% im Marketingjahr 2013/14 zurückgekommen, während im gleichen Zeitraum die globale Stocks to Use Ratio von Sojabohnenmehl von 4,7% auf 6,1% angestiegen ist. Ein ähnliches Bild zeigt sich in den USA, wo die monatlich berichteten Lagerbestände für Sojabohnenöl sich deutlich unter dem saisonalen Durchschnitt der Vorjahre befinden.

das Preis-Ratio zwischen Sojabohnenöl und Sojabohnenmehl in die Nähe langjähriger Unterstützungsniveaus gedrückt wurde. In 2014 gehen wir von einem deutlichen Anstieg des Sojabohnenöl-Sojabohnenmehl-Ratios aus, der die Roll-Verluste in diesem Trade bei Weitem überkompensieren wird.

Ratio Sojabohnenöl vs. Sojabohnenmehl



Quelle: Bloomberg, Tiberius

TRADE 2: LONG BLEI

ANGEBOTSDEFIZITE VORAUSS

Eine stabil wachsende Nachfrage...

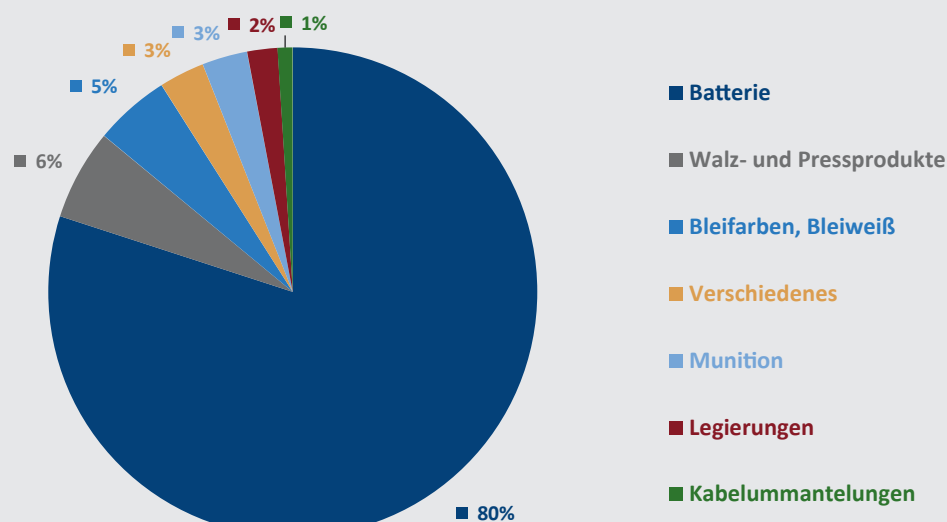
Blei hat in der Industrie vor allem eine Anwendung: Das Metall wird zu 80% in Batterien eingesetzt. Unter den Batterien hat die Starterbatterie (SLI) in Kraftfahrzeugen mit rund 60% den größten Anteil an der Bleinachfrage, gefolgt von der Nachfrage nach Batterien, welche in der Industrie verwendet werden, mit 20%. Der Rest der Weltnachfrage wird hauptsächlich für die Herstellung von Teilen oder Farbe verwendet. Eines der am schnellsten wachsenden Nachfrage-segmente sind Bleibatterien für elektro-motorisierte Zweiräder (E-Bikes) in China. Mittlerweile ist die Nachfrage an Bleibatterien für E-Bikes etwa so groß wie jene, die für die Industrie und Fahrzeuge benötigt wird. Die anderen Nachfragebereiche neben der Batterieherstellung sind relativ kleine und wenig zyklische Anwendungen.

Aufgrund der geringen Energiedichte von Blei und der dadurch bedingten relativ hohen Masse finden Blei-Säure-Batterien in der Entwicklung von Elektrofahrzeugen keine Anwendung. Hier sind leichtere Batterien mit einer hohen Energiedichte, wie z. B. Lithium-Ionen-Batterien, gefragt.

In Hybridfahrzeugen kommen vor allem Nickel-Metallhydrid-Batterien zum Einsatz. Die beiden letztgenannten Batteriesysteme könnten auch in Starterbatterien verwendet werden. Die Vorteile von Bleibatterien sind die hohe Startsicherheit bei tiefen Temperaturen und niedrigere Kosten, sodass in den nächsten Jahren eine Substitution von Blei durch alternative Batteriesysteme nicht in nennenswertem Umfang stattfinden wird. Das gilt auch für die chinesischen E-Bikes, für die Bleibatterien die mit Abstand kostengünstigste Alternative sind. Die für den westlichen Markt konzipierten Elektro-Zweiräder dürften hingegen auf Lithium-Ionen-Basis angeboten werden.

Bleibatterien altern durch Korrosion und Selbstentladung. Die durchschnittliche Haltbarkeit einer Blei-Starterbatterie wird in der Branche auf 4 bis 5 Jahre geschätzt und hat sich aufgrund des Wachstums elektrischer Anwendungen im Auto und der dadurch bedingten Entladung zuletzt tendenziell verkürzt. Der Austausch von Starterbatterien sorgt für eine stabile Basisnachfrage, die mit dem Bestand der weltweiten Fahrzeugflotte korreliert. Nach Angaben der Ward's Automativ Group wurden im Jahr 2000

Blei Nachfragesegmente



Quelle: International Lead and Zinc Study Group (ILZSG)

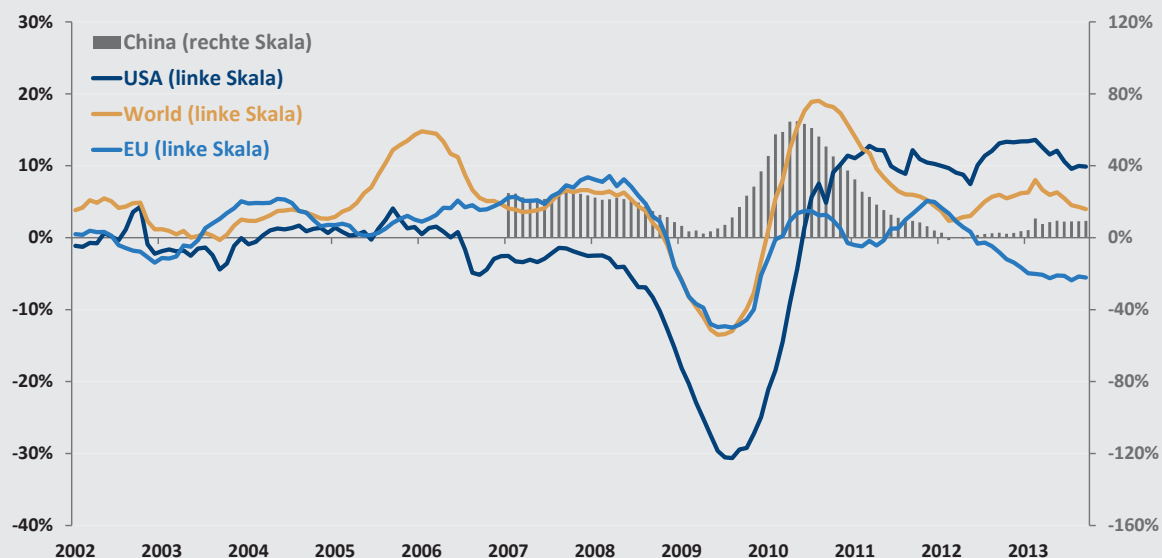
weltweit rund 750 Mio. Kraftfahrzeuge betrieben. Bis zum Jahr 2011 ist diese Zahl durch ein relativ gleichmäßiges Wachstum von etwas über 3% p. a. auf über 1 Mrd. Fahrzeuge angestiegen. Die Nachfrage nach Blei-Austauschbatterien dieser Fahrzeugflotte ist in den Wintermonaten saisonal stärker, da wegen der niedrigeren Außentemperaturen mehr Starterbatterien ausgetauscht werden müssen. Als stärker zyklisches Nachfrageelement kommen die Kraftfahrzeugneuzulassungen hinzu. Die globale Autokonjunktur präsentierte sich in den letzten Jahren relativ robust. Die Wachstumszahlen für die weltweiten Verkäufe von Neufahrzeugen haben sich nach der Krise des Jahre 2008/09 wieder relativ stabil um 5% eingependelt. Die globale Autokonjunktur ist jedoch zweigeteilt. Die USA weisen mit einer der höchsten Wachstumsraten (+10%) bei den Kraftfahrzeugneuverkäufen auf. Aufgrund des starken Einbruchs im Jahr 2008/09 liegen die Neuverkäufe absolut jedoch immer noch unter dem Rekordniveau des Jahres 2007. Dies ist in China nicht der Fall. Die Neuverkäufe wachsen hier mit rund 11% zwar nicht mehr so dynamisch wie im Jahr 2010, da jedoch die absoluten Absatzzahlen nicht rückläufig waren, berichtet Peking immer neue Rekordwerte. In Europa hingegen schlug die Staatsschuldenkrise in den Peripheriestaaten ab 2011 auf den Absatz von Neufahrzeugen durch. Die Anzahl neu verkaufter

Kraftfahrzeuge schrumpfte in den letzten beiden Jahren. Im Jahr 2013 läuft dieser Abwärtstrend allmählich aus und die Verkaufszahlen haben sich auf das saisonale Niveau des Vorjahres eingependelt. Noch fehlt aber die Dynamik, um zu positiven Wachstumsraten zurückzukehren.

Auch bei den E-Bikes in China sorgt der hohe Bestand für eine wachsende Basisnachfrage. Bleibatterien werden bei E-Bikes im 1- bis 2-Jahresturnus ausgetauscht. Der Bestand an E-Bikes dürfte heute etwas über 200 Mio. betragen. Das schnelle Wachstum der Vergangenheit neigt sich aufgrund gegebener Wegeinfrastruktur jedoch allmählich dem Ende zu. Es häufen sich Berichte über Unfälle mit E-Bikes, die im Volksmund auch „stumme Killer“ bezeichnet werden. Einzelne Städte (z. B. Shenzhen) haben die Zweiräder bereits ganz verboten. Allein aus REPLATZIERUNGSBEDARF von E-Bike-Batterien dürfte die Bleinachfrage in 2014 und 2015 um jeweils 35 Kilotonnen zulegen.

Aus dem explosionsartigen Wachstum der Automobil- und E-Bike-Nachfrage leitet sich die dominante Stellung Chinas unter den Blei-Verbrauchern her. Das Reich der Mitte zeichnet heute für knapp die Hälfte der globalen Bleinachfrage verantwortlich, nachdem es im Jahr 2000 noch wenig mehr als ein Zehntel waren. Das

Wachstumsraten von Kraftfahrzeugneuverkäufen



Quelle: Bloomberg

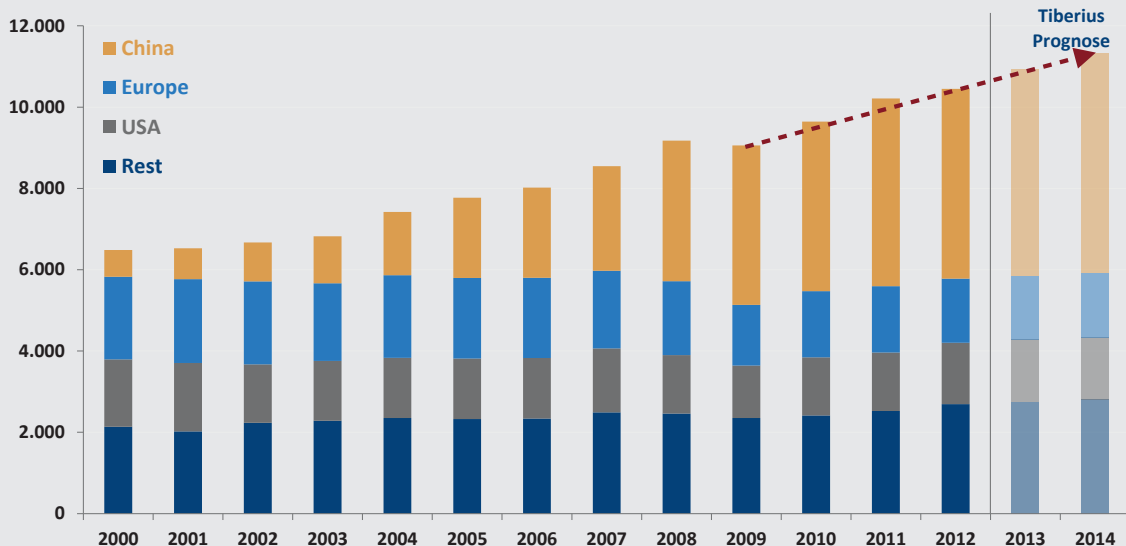
gesamte Nachfragewachstum der vergangenen Jahre ist China zuzuschreiben, während die restliche Welt im Jahr 2014 erstmalig wieder das Niveau des Jahres 2000 übertreffen dürfte. In unseren Wachstumsannahmen für 2014 unterstellen wir eine robuste Autokonjunktur bei normalen Witterungsbedingungen in den wichtigsten Verbraucherländern. Unter diesen Voraussetzungen dürfte die Bleinachfrage in Europa und USA marginal wachsen, während China noch einmal ein Nachfragewachstum von knapp 6% verzeichnen sollte.

Der langfristige Nachfragetrend für Blei ist nur schwer abzuschätzen. Sollten Elektrofahrzeuge in Serienreife entwickelt werden und Fahrzeuge mit Verbrennungsmotoren in höherem Maße Marktanteile abnehmen, so würde dies für eine ganze Reihe von Rohstoffen einen dramatischen Nachfrageeinbruch bedeuten. Neben Blei wären vorwiegend Benzin und die Platinmetalle betroffen. Nach den heutigen Schätzungen wird der Marktanteil von Elektrofahrzeugen bis 2020 über 10% steigen. In den nächsten zwei bis vier Jahren, dem für diesen Beitrag maßgeblichen Zeitraum, wird sich aber an der dominanten Stellung von Blei in der Batterietechnologie wenig ändern.

...trifft auf eine außerhalb Chinas fallende Minen- und eine steigende Metallproduktion

China ist nicht nur der größte Nachfrager, sondern seit vielen Jahren auch der größte Bleiproduzent. Die Wertschöpfungskette der Bleiproduktion besteht aus drei Ebenen: Im ersten Schritt wird Bleikonzentrat in den Minen gewonnen. Das Konzentrat wird im zweiten Schritt, der Primärproduktion, in Schmelzhütten zusammen mit Altblei zum raffinierten Metall weiterverarbeitet. Die dritte Ebene der Bleiproduktion ist das Recycling von Blei aus Altbatterien zu raffiniertem Metall (Sekundärproduktion). Über 97% des in Batterien verarbeiteten Metalls können auf diese Weise wiedergewonnen werden. China nimmt auf allen drei Ebenen des Bleimarkts eine dominante Stellung ein. Die Minenproduktion von Bleikonzentrat ist in China von knapp 700 Kilotonnen im Jahr 2000 auf 2.484 Kilotonnen im Jahr 2012 angestiegen. In den Jahren 2013 bis 2015 kalkulieren wir mit einem weiteren Wachstum bis auf knapp 2.700 Kilotonnen. Demgegenüber wächst die Bleiproduktion im Rest der Welt seit Jahren kaum noch. Die Fördermenge liegt mit knapp 2.464 Kilotonnen im Jahr 2012 in etwa auf dem Niveau des Jahres 1992. In den nächsten zwei

Bleinachfrage in Kilotonnen



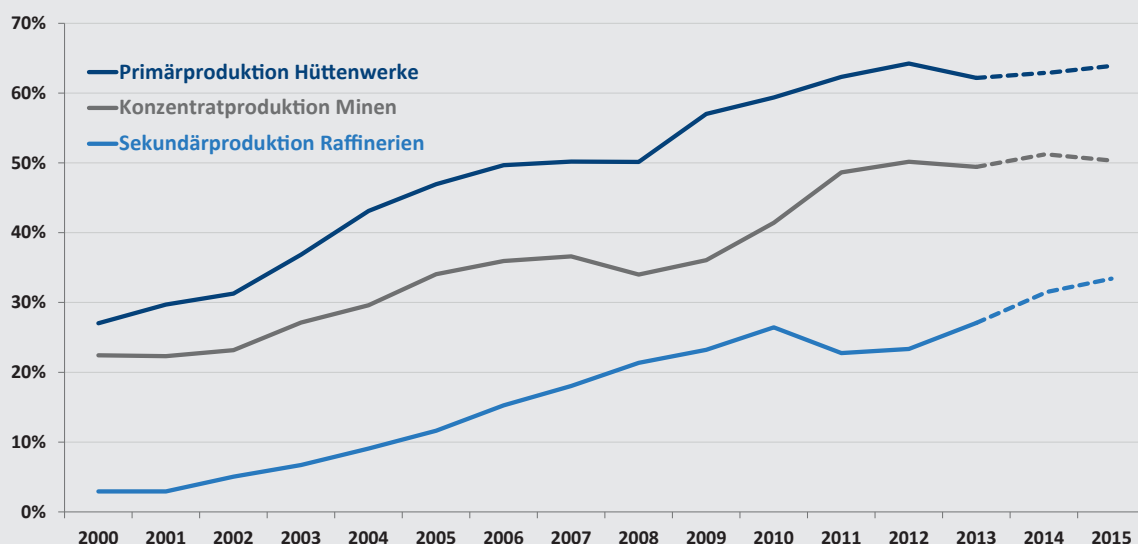
Quelle: World Bureau of Metal Statistics (WBMS), Tiberius

Jahren sind noch moderate Zuwächse modelliert, Chinas Marktanteil an der Minenproduktion wird aber über 50% bleiben. Die Situation wird sich voraussichtlich im Jahr 2016 verschärfen, wenn die Fördermengen in den großen Bleimineralen außerhalb Chinas (Cannington Mine und Mount Isa in Australien) zurückgehen bzw. ihr Fördermaximum erreichen. Neue Minen werden in Nordamerika und Europa, die zusammen für rund 600 Kilotonnen jährliche Konzentratproduktion verantwortlich sind, kaum noch in Produktion genommen. Die langfristige Replatzierbarkeit der Reserven ist außerhalb Chinas nicht gesichert.

Auch bei der Erzeugung des raffinierten Metalls hat China seinen Marktanteil rasant ausgebaut, um den schnell steigenden Bedarf im Inland zu decken, ohne zu sehr von Importen abzuhängen. Die Primärproduktion in chinesischen Schmelzhütten wird zum Ende des Jahres vermutlich knapp 3.800 Kilotonnen betragen, nach rund 1.000 Kilotonnen im Jahr 2000. Die eigene Minenproduktion und die Zumischung von Altblei reichen seit vielen Jahren nicht aus, um die Produktionskapazitäten der Bleihütten auszulasten. Nach unseren Berechnungen fehlen China im Jahr 2013 rund 500 Tonnen Konzentrat, die das Land durch Importe deckt.

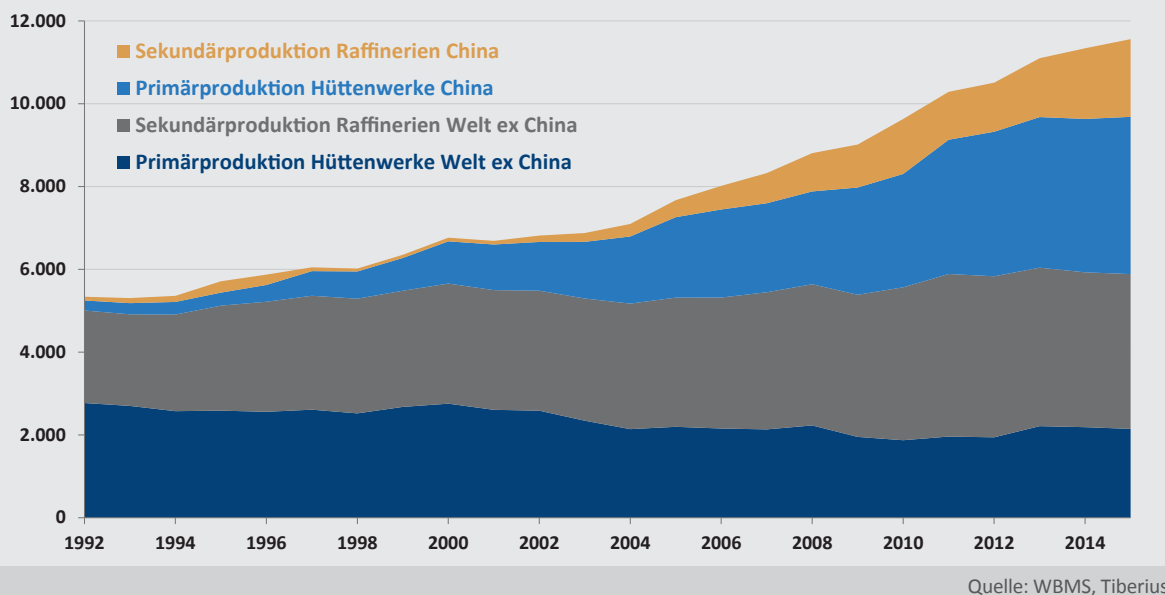
Das Defizit an Bleikonzentraten bleibt nach unserer Schätzung relativ konstant zwischen 450 und 500 Kilotonnen. Nachdem der Hochpunkt hier bereits im Jahr 2012 markiert wurde, zeigen Chinas Importe von Bleikonzentrat in 2013 eine leicht rückläufige Tendenz. Und auch auf der dritten Angebotsebene, dem Recycling von Blei aus Batterien, hat China die Produktion stark ausgeweitet. Aufgrund des zunehmenden Bestands ausgedienter Batterien von E-Bikes und Kraftfahrzeugen steht aus dieser Quelle immer mehr Blei zur Verfügung. Das Blei-Recycling in China zählt aus unserer Sicht zu den oft unterschätzten Angebotsfaktoren. Die geschaffenen Kapazitäten reichen selbst bei konservativer Schätzung von Produktionsausfällen aus, um die Produktion von 1.185 Kilotonnen im Jahr 2012 auf knapp 1.880 Kilotonnen im Jahr 2015 auszuweiten. Ganz anders hingegen ist die Situation im Rest der Welt, in dem die Sekundärproduktion stagniert. Nach 3.920 Kilotonnen im Jahr 2011 liefern die Raffinerien im Jahr 2015 nur noch rund 3.740 Kilotonnen.

Marktanteile Chinas an der Bleiproduktion



Quelle: Tiberius

Raffinierte Bleiproduktion in Kilotonnen

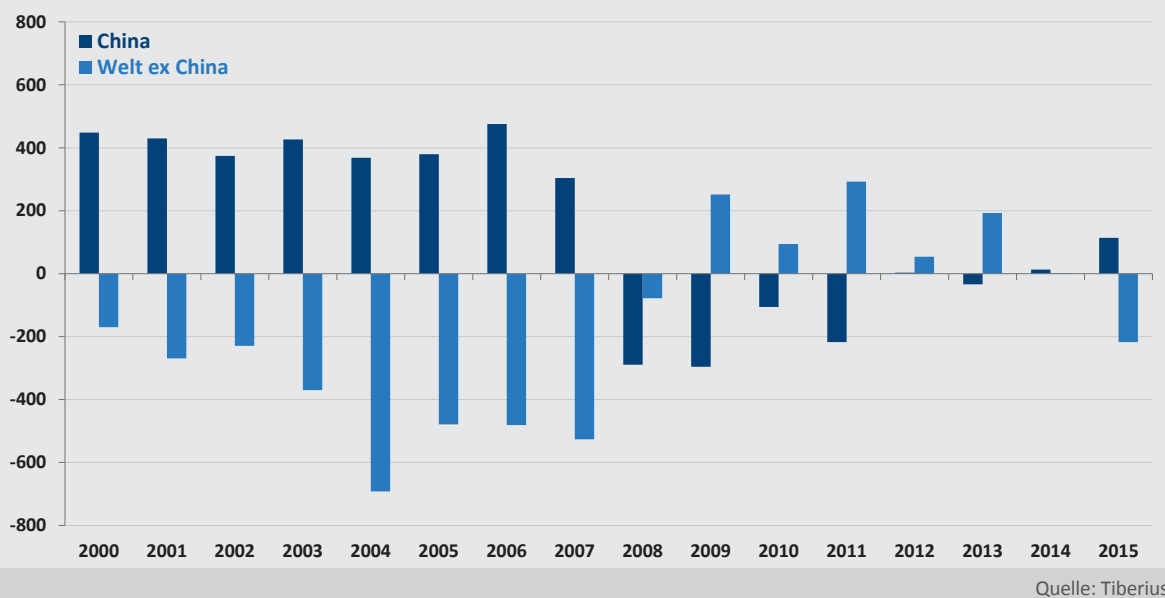


Raffinierter Metallüberschuss in China versus Defizite im Rest der Welt

Die Produktionsverlagerungen nach China haben am Markt für raffiniertes Metall eine spannende Marktkonstellation herbeigeführt. In China scheinen die Marktdefizite Geschichte zu sein. Nachdem in den Jahren 2008 bis 2011 hohe Angebotsdefizite von zeitweise mehr als 200 Kilotonnen auf der Tagesordnung standen, war in den Jahren 2012 und 2013 bereits ein

nahezu ausgeglichener Markt zu beobachten. Für das Jahr 2014 sehen wir in China erstmalig nach 2007 einen leichten Überschuss, in 2015 ist mit einem Angebotsüberhang an raffiniertem Metall von über 100 Kilotonnen zu rechnen. China wird mit hoher Wahrscheinlichkeit zum Nettoexporteur von raffinierten Bleiprodukten. Die Überschussituation spiegelt sich bereits heute in einem Abschlag der Futures-Preise in Shanghai zur LME und in einer Terminkurve in Contango wider. Im Rest der Welt fehlt hingegen

Angebots-Nachfrage-Saldo von Blei in Kilotonnen

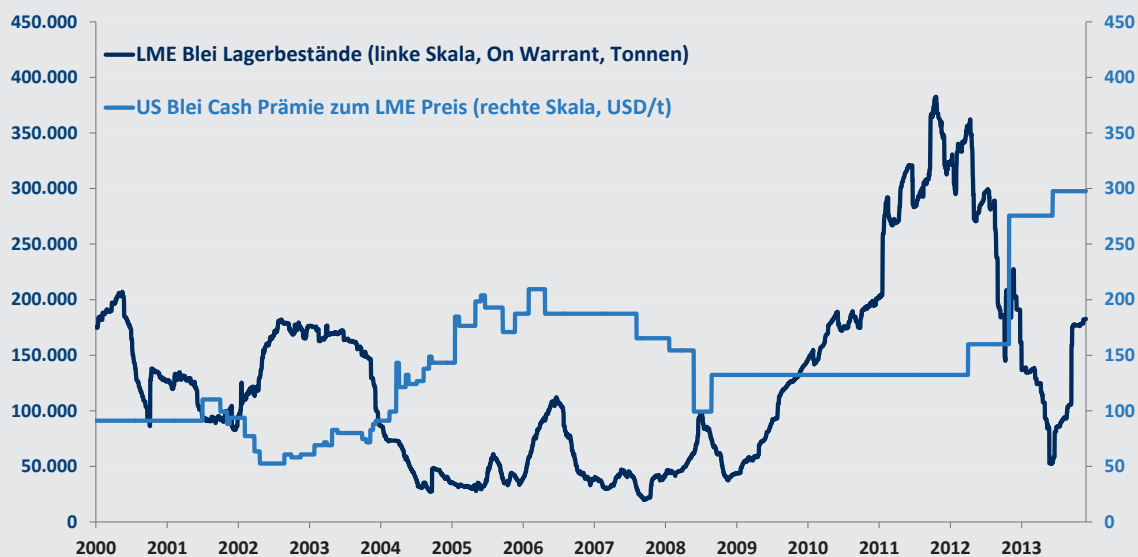


das raffinierte Metall. In 2013 kalkulieren wir hier nochmals mit einem Überschuss, aber bereits in 2014 sollte maximal noch ein ausgeglichener Markt zu beobachten sein. Im Jahr 2015 beträgt das Angebotsdefizit dann nach unserer Schätzung mehr als 200 Kilotonnen.

Nach unserer Interpretation wird sich das Spannungsfeld aus einem Bleiüberschuss in China und höheren Bleidefiziten im Rest der Welt durch steigende Anreize für chinesische Exporte auflösen müssen. Die Differenz zwischen LME- und Shanghai-Quotierung dürfte tendenziell ansteigen. Die Börsenlagerbestände der LME weisen eine fallende Tendenz auf. Seit Anfang 2013 sind sie um 129 Kilotonnen (ca. 35%) auf 234 Kilotonnen gefallen, wenngleich die Einlieferung von knapp 50 Kilotonnen im LME-Lagerhaus in Vlissingen (Niederlande) im September 2013 ein Beleg dafür ist, dass der Markt im Jahr 2013 noch nicht von einer starken Knappheit gekennzeichnet ist. Die Situation für Verbraucher außerhalb Chinas wird aber durch die Regelungen für LME-Lagerhäuser nicht gerade erleichtert. Bleibestände, die ihren Weg in LME-Lagerhäuser gefunden haben, können nur nach einem zeitlich gestaffelten Prozedere und nur in bestimmter Höhe aus den LME-Lagerhäusern wieder entnommen werden.

Die Situation verschärft sich zusätzlich, weil physisches Blei nur an wenigen Standorten vorhanden ist. Ein Blick auf die Lagerstätten der LME offenbart, dass fast 90% des Materials auf genau vier Standorte verteilt ist. Die LME schreibt den einzelnen Lagerstätten genau vor, wie viel Material sie mindestens ein- bzw. ausführen müssen. Um möglichst wenig Einnahmen zu verlieren, haben die Lagerhäuser in der Vergangenheit lediglich die Mindestrate aus dem Lager ausgeführt. Das führte dazu, dass sich an den Warenhäusern teilweise lange Warteschlangen gebildet haben. Im November 2013 hat die LME erste Maßnahmen gegen diese Missstände beschlossen. Sollte ein Lagerhaus eine Wartezeit von über 50 Tagen für Auslieferungen haben, dann muss diese Stätte mehr ausliefern als sie einführt. Dies muss solange geschehen, bis die Wartezeit wieder auf maximal 50 Tage reduziert ist. Zeitgleich hat das Komitee der LME angekündigt, entschlossener gegen Marktmanipulationen – speziell gegen eine künstliche Verlängerung der Wartezeiten – einzutreten und mehr Transparenz zu schaffen. Eine Auskunft über weitere Details blieb das Gremium den Marktteilnehmern schuldig. Die Reduktion der Warteschlangen von 100 auf 50 Tage soll jedoch ab 1. April 2014 in Kraft treten. Kurzfristig könnten Endverbraucher, die keinen

LME-Lagerbestände und US Blei Cash Prämie



Quelle: Bloomberg, Reuters, Tiberius

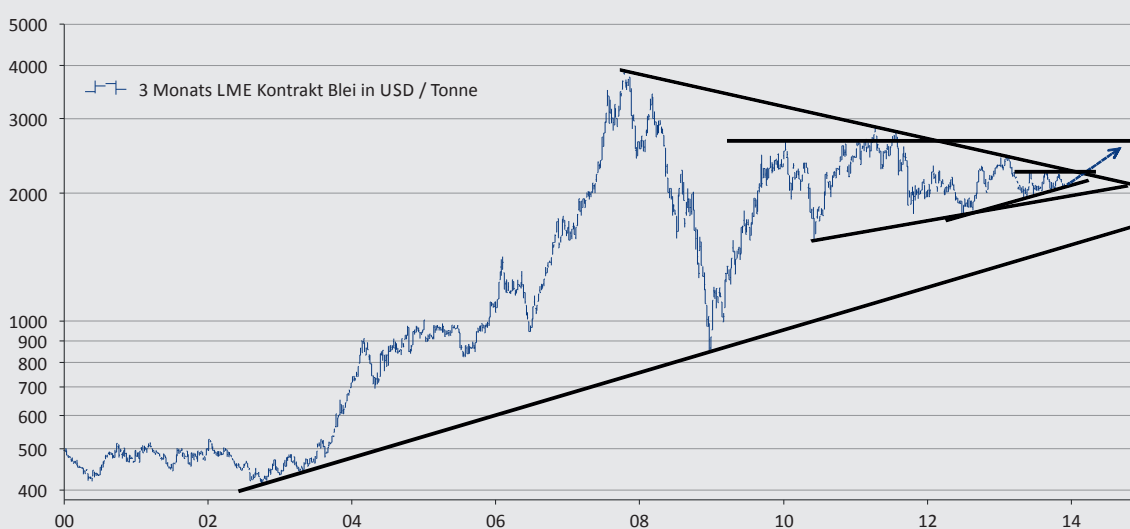
direkten Zugang zu dem Rohstoff haben, erneut auf Märkte außerhalb des LME-Preissystems ausweichen. Auf den LME-Preis werden im US Kassamarkt physische Prämien bis 300 US-Dollar je Tonne bezahlt, Tendenz weiter steigend.

Fazit: Beginnender Aufwärtstrend in 2014

Blei weist in unserem Anlageuniversum mit die besten Fundamentaldaten auf: Eine stabil wachsende Nachfrage trifft auf ein nur noch in China wachsendes Angebot. Außerhalb Chinas ist die Minenproduktion auf wenige Anbieter konzentriert, die ihr Produktionsmaximum in Einzelfällen schon überschritten haben und deren Reserven nur teilweise replaziert werden. Die Grenzkostenkurve für neue Projekte verläuft relativ steil zwischen 2.000 US-Dollar und 2.500 US-Dollar je Tonne. Das Resultat sind Angebotsdefizite außerhalb Chinas, die aus den Überschüssen im Reich der Mitte nur bedient werden, wenn der LME-Preis Anreize für Exporte bietet. Die Knappheit wird durch einen eingeschränkten

Marktzugang westlicher Endverbraucher zu dem, in LME-Lagerhäusern eingelagerten Metall verschärft. Vor diesem Hintergrund sehen wir den LME-Bleipreis zum Jahresende 2014 bei 2.500 US-Dollar je Tonne. Die Nachfrage nach Blei ist in den Wintermonaten saisonal stärker, die saisonal stärkste Performance wurde im Durchschnitt der letzten zehn Jahre aber bereits im Vorfeld, im dritten Quartal eines Jahres, verzeichnet. Die fundamentale Einschätzung und Marktmeinung zu Blei ist überwiegend positiv. Insofern handelt es sich nicht um einen Contrarian Trade. Allerdings fallen die durchschnittlichen Preisprognosen zwischen 2.200 US-Dollar und 2.300 US-Dollar je Tonne relativ verhalten aus. Wir sehen aus charttechnischer Perspektive größeres Potenzial, wenn der wichtige Widerstand bei 2.250 US-Dollar je Tonne einmal überwunden ist. Die Bewegung könnte sich ab der Jahresmitte 2014 beschleunigen, wenn sich das von uns für das Jahr 2015 prognostizierte globale Angebotsdefizit deutlicher abzeichnet. Einen Test des oberen Widerstandes bei 2.660 US-Dollar je Tonne dürfte aber dem Jahr 2015 vorbehalten sein.

Bleipreis-Prognose



Quelle: Thomson Reuters Datastream

TRADE 3: SHORT KUPFER

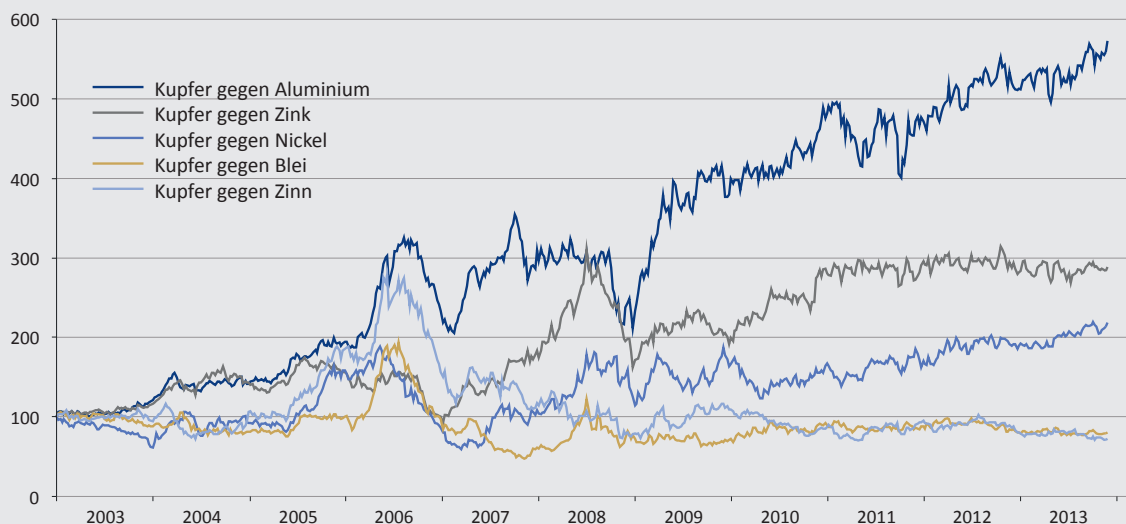
DIE FETTEN JAHRE SIND VORBEI

Fehlende Angebotsreaktion als Ausgangspunkt der relativen Stärke von Kupfer

Kupfer zählte in den vergangenen Jahren zu den stärksten Industriemetallen. „King Copper“ konnte gemäß den Dow Jones UBS Metall-Subindizes seit dem Jahr 2003 relativ zu Aluminium um mehr als 400%, zu Zink annähernd 200% und gegenüber Nickel um mehr als 100% zulegen. Lediglich gegen die marktengen Metalle Blei und Zinn gelang keine Outperformance. Ausgangspunkt dieser relativen Stärke war ein zwischen Angebot und Nachfrage relativ ausbalancierter Markt in den letzten zehn Jahren, während Aluminium, Nickel und mit Abstrichen auch Zink seit 2008 einen chronischen Angebotsüberhang aufwiesen. Dieses Überangebot wurde von mehreren Faktoren angetrieben, auf die wir im Kapitel Rohstoffmarktperspektiven näher eingehen. Durch die knappere Versorgung und niedrige Lagerbestände fielen die Roll-Renditen bei Kupfer wesentlich besser aus als bei Aluminium, Nickel oder Zink.

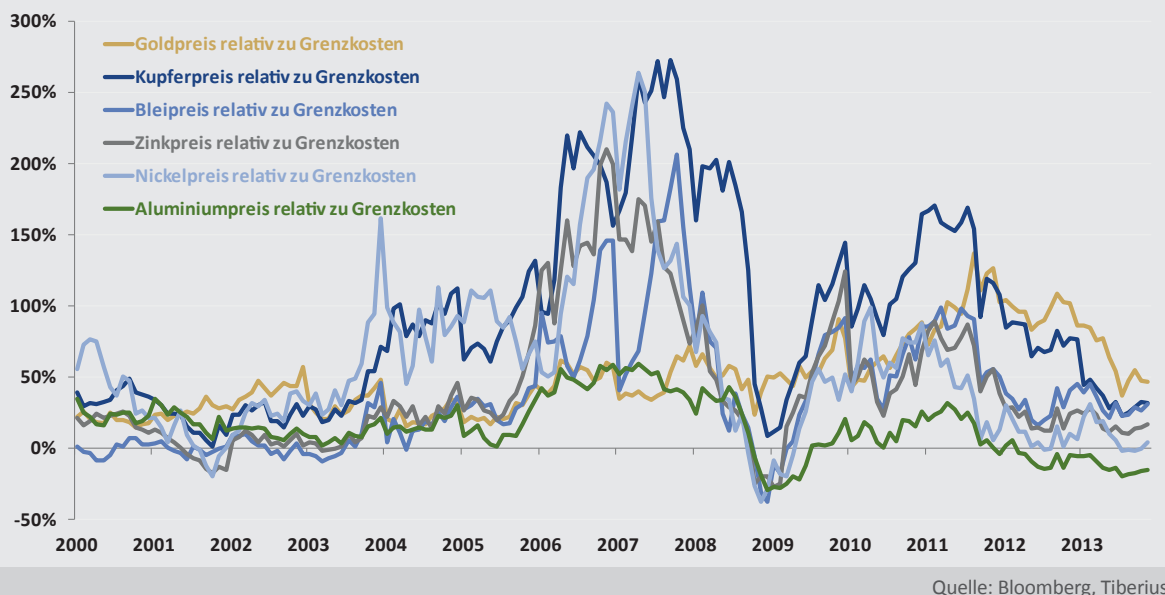
Eine starke Angebotsreaktion ist bei Kupfer bisher trotz relativ hoher Produzentenmargen ausgeblieben. Bezogen auf die Cash-Grenzkosten für neue Minenprojekte liegen die Produktionsmargen bei Kupfer markant im positiven Bereich. Das einzige Metall, bei dem die Produzenten in der Vergangenheit ähnlich hohe Margen einnehmen konnten, war Gold. Bei Letzterem spielt die physische Balance aus Angebot und Nachfrage jedoch eine geringere Rolle, da das Edelmetall vorwiegend von Investoren als financial asset nachgefragt und gepreist wird. Im Gegensatz dazu sind die Marktpreise bei Aluminium und Nickel aufgrund des Überangebots seit einiger Zeit an oder unter die Grenzkosten der Produktion gefallen. Die Situation wird bei Nickel noch dadurch verschärft, dass die Grenzkosten im Bereich der Nickellateritproduktion (Nickel Pig Iron), die in China zunehmend Marktanteile gewinnt, in den letzten Jahren stark gefallen sind und die konventionellen Nickelproduzenten damit unter permanentem Preisdruck stehen. Berücksichtigt man neben den reinen Cash-Costs auch die Overhead-Kosten, fallen die Margen noch geringer aus. Nach Branchenschätzungen

Kupfer relativ zu anderen Basismetallen



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Margenhistorie Grenzkostenproduzenten



befindet sich die Goldminenindustrie, die zuletzt dazu übergegangen ist, die Gesamtkosten (All in Cost) zu berichten, bei einem Goldpreis von 1.200 US-Dollar je Feinunze im Durchschnitt an der Profitabilitätsschwelle. Bei Kupfer ist dies nicht so: Die Durchschnitts- (4.500 US-Dollar je Tonne) und die Grenzkostenproduktion (5.500 US-Dollar je Tonne) werfen noch hohe Margen ab. In letzter Zeit bröckeln die Margen aber auch bei Kupfer ab. Einerseits, weil Produktion mit höheren Kosten online gekommen ist und die Durchschnitts- und Grenzkosten angestiegen sind, andererseits, weil der Kupferpreis von seinem Hoch von rund 10.000 US-Dollar je Tonne im Februar 2011 etwa 30% abgegeben hat. Ein erstes Zeichen, dass die fetten Jahre für die Kupferproduzenten sich dem Ende zuneigen.

Kupferkonzentrat-Markt im Übergang zu anhaltenden Marktüberschüssen

Die Minen- und Konzentratproduktion bei Kupfer blieb in den letzten Jahren stetig unter den Erwartungen. Ein Beispiel sind die Prognosen der International Copper Study Group (ICSG). Ende des Jahres 2010 ging die ICSG von einer Konzentratproduktion von 17.076 Kilotonnen für das Jahr 2011 aus. Am Ende des Jahres

waren es laut ICSG dann nur 16.076 Kilotonnen. In den letzten beiden Jahren wiederholte sich das gleiche Spiel. Für 2012 lautete die ursprüngliche Prognose 17.612 Kilotonnen, realisiert wurden nur 16.697 Tonnen. Und auch für dieses Jahr waren viele Marktbeobachter (wir eingeschlossen) zu optimistisch für die Konzentratproduktion. Das ICSG sagte im Herbst 2012 eine 2013-Produktion von 17.533-Tonnen voraus. Laut Angaben des World Bureau of Metal Statistics (WBMS) wurden in den ersten 9 Monaten rund 13.300 Kilotonnen Kupferkonzentrat produziert, was unsere Schätzung für das Jahr 2013 auf 17.800 Kilotonnen herunterbringt. Die Ursachen waren Verschiebungen von Projekten und operative Zwischenfälle (bspw. Bingham Canyon, Grasberg). Dennoch hat die Angebotsreaktion der Kupferminen längst eingesetzt. Für 2014 ist, unter Berücksichtigung einer Ausfalltoleranz von 400 Kilotonnen, ein weiteres Wachstum von etwas mehr als 1.000 Kilotonnen modelliert. Und auch in 2015 dürfte es noch einmal eine Förderungsausweitung in ähnlicher Höhe geben, sofern es nicht zu einem dramatischen Preisverfall unter die aktuellen Grenzkosten der Produktion kommt.

Kupferkonzentrat-Produktion in Kilotonnen



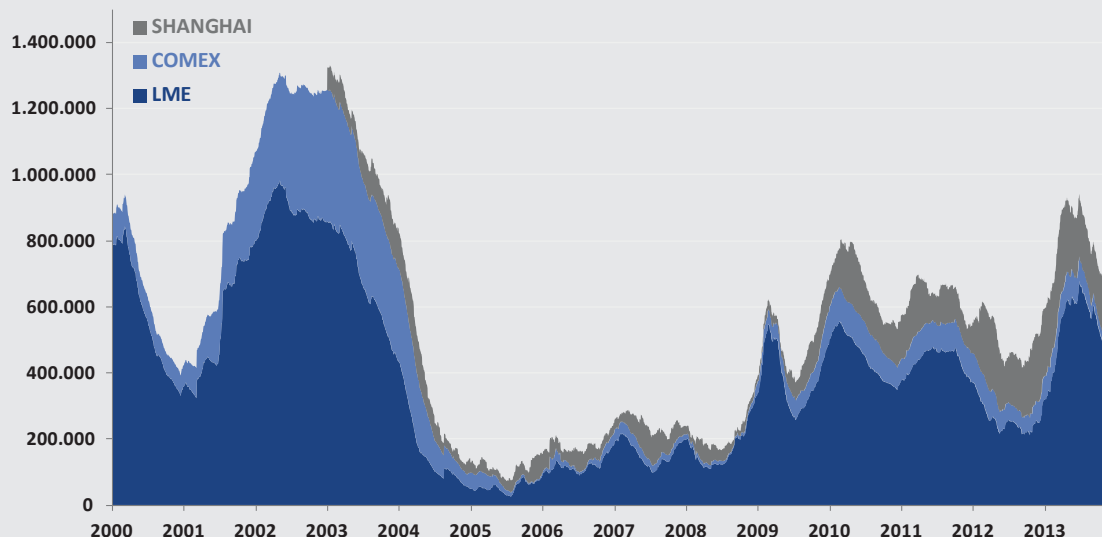
Quelle: WBMS, Tiberius

Der Kupferkonzentrat-Überschuss kommt 2014 auch am Markt für raffiniertes Kupfer an

Der Überschuss bei Kupferkonzentraten zeigt sich bisher noch nicht im Markt für das raffinierte Metall. Im Gegenteil: Viele Indikatoren senden immer noch Knappheitssignale. Die Nachfrage nach raffiniertem Kupfer präsentiert sich in China relativ robust. Kupfer wird in Shanghai

seit Frühjahr 2013 mit einer Prämie zu den Preisen an der London Metal Exchange (LME) gehandelt. Die Backwardation in der Shanghai-Kupfer-Terminkurve deutet immer noch auf eine immanente Knappheit hin. Aufgrund der über mehrere Monate offenen Arbitrage, begannen vor einigen Wochen die in LME-Lagerhäusern gehaltenen Bestände zu fallen. Nach einem kurzen steilen Anstieg der LME-Bestände im Frühjahr, der durch eine Auflösung von

Kupfer Börsenlagerbestände in Tonnen



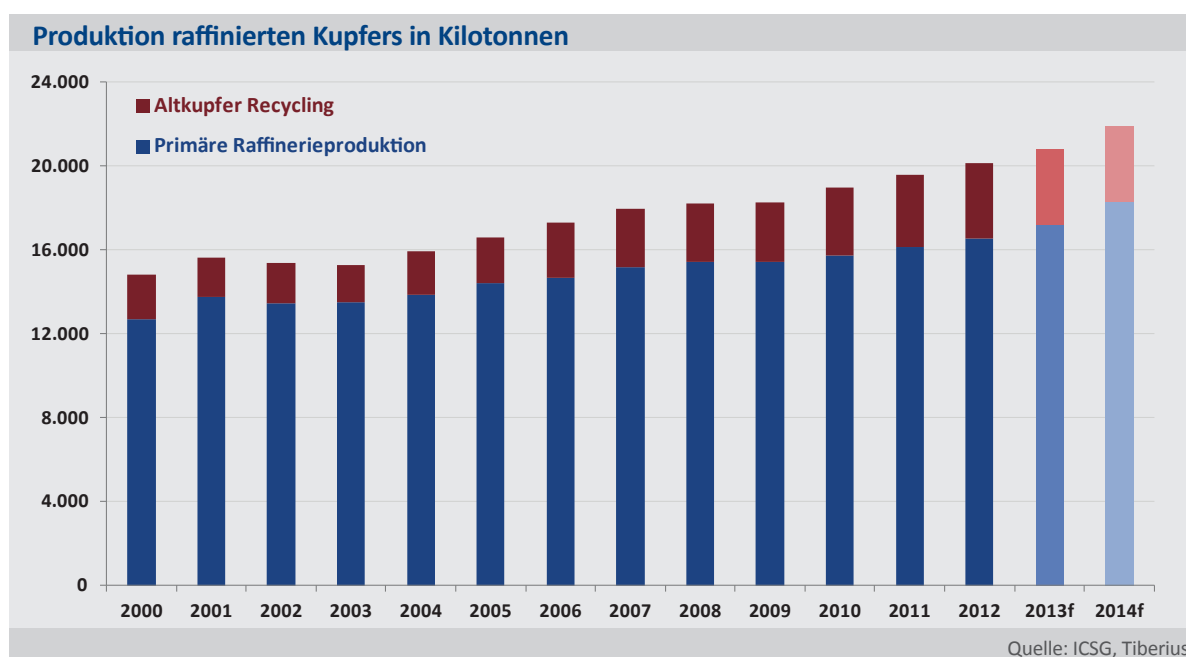
Quelle: Bloomberg, Tiberius

Kupfer-Lagerbeständen resultierte, die in chinesischen bonded warehouses als Sicherheit für Kreditfinanzierungen gehalten wurden. Seit dem sind die Börsenlagerbestände der LME, der Shanghai-Futures-Exchange (SHFE) und der Comex in einem stabilen Abwärtstrend. Gleichzeitig sind die Vormerkungen für Auslieferungen von Börsenlagerbeständen an der LME (cancelled warrants) angestiegen, was einige Marktteilnehmer in den letzten Wochen wieder für eine optimistischere Kupfer-Prognose eingestimmt hat.

Wir halten diese Entwicklung jedoch für ein kurzfristiges, transitorisches Phänomen. Die jüngsten Verhandlungen und Geschäfte zwischen Raffinerien und Konzentratanbietern zeichnen unseres Erachtens ein realistischeres Bild des kommenden Angebotstrends. Die Treatment und Refining Charges (TC/RC) sind die Marge, die Raffinerien für die Verarbeitung von Kupferkonzentrat in raffiniertes Kupfer erhalten. Hohe Margen deuten darauf hin, dass es einen Überschuss am Konzentratmarkt gibt, der den Raffinerien eine gute Verhandlungsposition einräumt. Die Treatment und Refining Charges waren in den Jahren 2007 bis Mitte 2012 relativ niedrig, da die Konzentratproduktion unter den Erwartungen blieb. Im Jahr 2013 scheint sich die Balance zwischen Raffinerien und Minen

allmählich verschoben zu haben. Die TC/RC steigen seit einigen Monaten kontinuierlich an. Im November wurde ein Geschäft zwischen Freeport Mc Roan, eines der größten US-Bergbauunternehmen, und der Jiangxi Copper Company, einer der größten Kupfer-Raffinerien in China, bekannt. Dem Vernehmen nach wurden die TC/RC um 31% erhöht, was den Aufwärtstrend der Raffineriemargen bestätigt.

Die Vorzeichen für ein stark wachsendes Angebot an raffiniertem Kupfer in 2014 sind also gegeben. Wir rechnen mit einem Anstieg der Produktion von 20.800 Kilotonnen im Jahr 2013 auf 21.920 Kilotonnen im Jahr 2014. Das entspricht einer Wachstumsrate von knapp 5,4% nach 2,7% durchschnittlichem Angebotswachstum im Zeitraum 2009 bis 2013, das im Wesentlichen auf Altkupferrecycling (sekundäre Kupferproduktion) beruhte. Das Angebot an recyceltem Kupfer ist wesentlich preissensitiver als die primäre Kupferproduktion der Raffinerien. Da wir von einem markanten Preisverfall ausgehen, sehen wir in 2014 bei Kupferrecycling praktisch kein Wachstum mehr. Das Mehrangebot von Kupfer von rund 1.100 Kilotonnen wird komplett von der primären Raffinerieproduktion kommen.



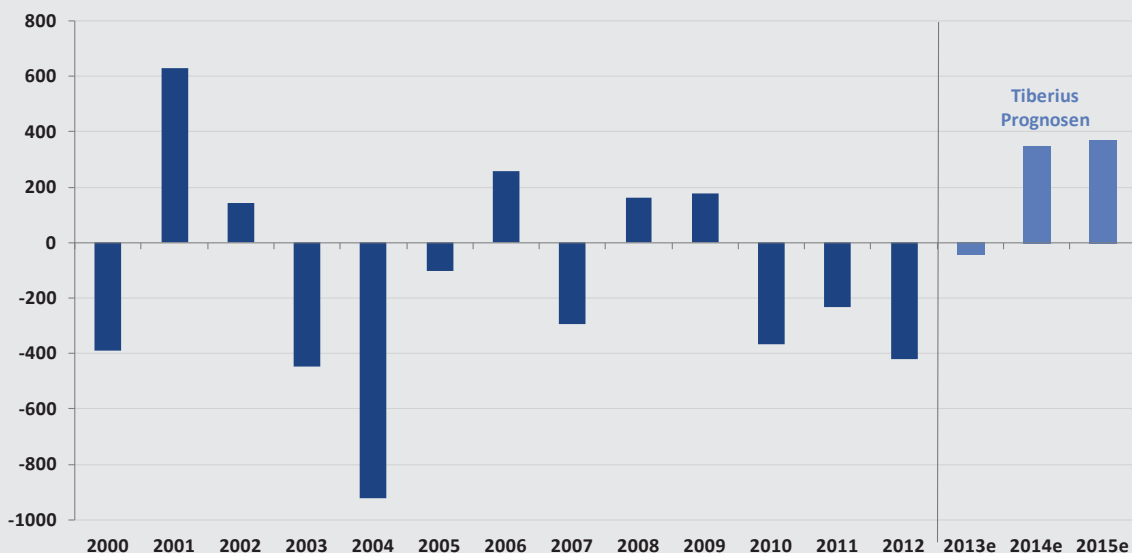
Überschussmärkte waren historisch Bärenmärkte

Ein derart starkes Angebotswachstum kann die Nachfrageseite nicht ausgleichen. Dabei prognostizieren wir eine höhere Wachstumsrate der globalen Kupfernachfrage als in den Vorjahren. Nach unseren Schätzungen wird die Kupfernachfrage im Jahr 2013 um 2,4%, im Jahr 2014 um 3,5% und 2015 um knapp 4% wachsen. Wie in dem Kapitel Rohstoffmarktperspektiven ausgeführt, sehen wir die Weltwirtschaft im Übergang von einem Aufschwung zu einem späten Boom. Wir sehen keine großen Kapitalabflüsse aus Schwellenländern und keine allgemeine US-Dollar-Stärke. Wir erwarten keine signifikante geldpolitische Straffung, die den Finanzmärkten und der Konjunktur Sorgen bereiten sollte. Trotz dieser optimistischen Einschätzung der Nachfrage landen wir für 2014 und 2015 bei einem Angebotsüberschuss von 350 bzw. 370 Kilotonnen, nachdem in diesem Jahr vermutlich noch einmal ein kleines Angebotsdefizit verzeichnet werden wird. Damit endet mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Reihe von Angebotsdefiziten, die die Kupferstärke der Vergangenheit begründet haben. Die Schätzungen der ICSG in den Jahren 2010 und 2012 überzeichnen diese Defizite, da die Kupferimporte Chinas voll dem

Kupferkonsum zugeschrieben werden und der Lageraufbau, der in dieser Zeit im Reich der Mitte stattgefunden hat, unter den Tisch fällt.

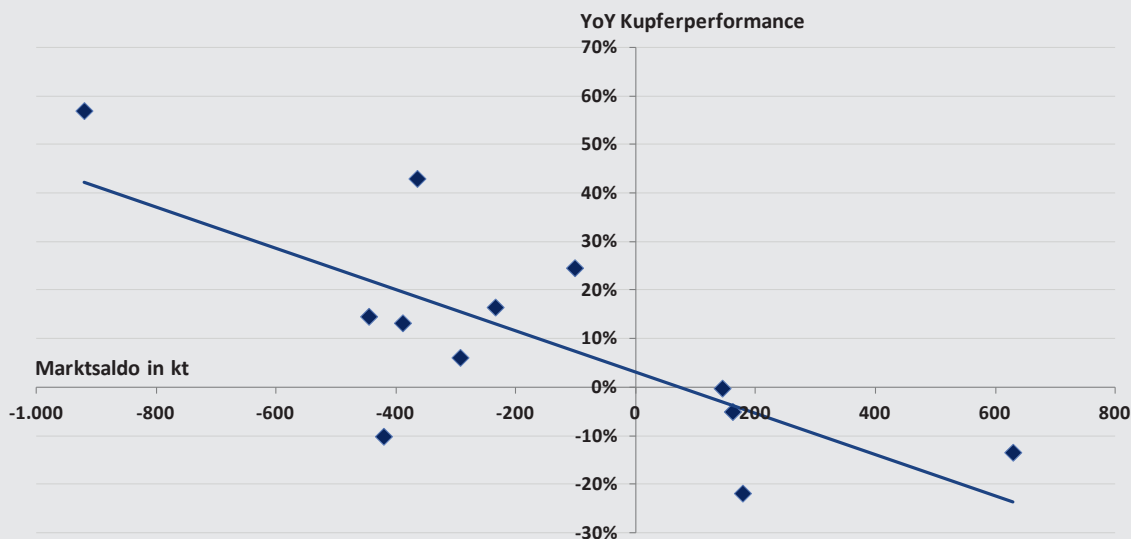
Nun lässt sich sicher nicht direkt aus einem Angebotsüberschuss auf einen Preisverfall bei Kupfer schließen. Dies würde alle anderen Faktoren, die für Kupfer preisbildend sein können (u. a. US-Dollar-Entwicklung, Beta-Entwicklung der Rohstoffindizes, Marktsektiment und Positionierung bei Rohstoffen allgemein und bei den Metallen im Besonderen) ausblenden. Dennoch lässt sich historisch ein signifikanter Zusammenhang zwischen Marktbalance und Preisperformance feststellen, lässt man das Ausnahmejahr 2006 beiseite. In diesem Jahr legte der Kupferpreis um mehr als 90% zu, während die ICSG einen Marktüberschuss von 257 Kilotonnen berichtete. Im Jahr 2006 verzeichneten auch viele andere Metalle starke Kurszuwächse. Das Sentiment gegenüber Rohstoffen und Metallen war von einem spekulativen Überschwang gekennzeichnet. Bei Kupfer wurde die Situation durch die Eindeckung einer spekulativen Short-Position eines chinesischen Händlers noch verschärft. Ex 2006 liegt das Bestimmtheitsmaß von Marktbalance und Kupferpreisperformance bei 0,54. Die durchschnittliche Kupferpreisperformance in einem Überschussjahr beträgt -7,6%.

Kupfer Angebots-Nachfragesaldo in Kilotonnen



Quelle: ICSG, Tiberius

Kupferperformance und Marktsaldo ex 2006



Quelle: ICSG, Tiberius

Fazit: Kupfer steht am Beginn eines mehrjährigen Abwärtstrends

Der Bärenmarkt bei Kupfer hat aus unserer Sicht schon begonnen. Der Kupferpreis konnte zuletzt den wichtigen Widerstand bei 7.350 US-Dollar je Tonne nicht mehr überwinden und nähert sich wieder der entscheidenden Marke von 6.700 US-Dollar je Tonne. Die spekulativen Marktteilnehmer haben sich unseres Erachtens noch nicht auf einen langjährigen Abwärtstrend vorbereitet. Gemäß den Daten der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) waren spekulative Marktteilnehmer (Non Commercials) 19.018 Kontrakte Kupfer an der Comex netto short. Der Markt ist weniger short als im Frühjahr 2013 (-27.344 Kontrakte), als die Vorzeichen für das Metall noch besser waren. Zu diesem Zeitpunkt hatten die Befürchtungen über einen Konjunkturerinbruch in China wieder einen Höhepunkt erreicht (wie in jedem Frühjahr in den letzten drei Jahren) und der zwischenzeitliche Lageranstieg an den Börsen durch die Auflösung von nicht offiziell berichteten Lagerbeständen in China (bonded warehouses) verstellte den Blick für das damalige Angebotsdefizit. Heute scheint es umgekehrt zu sein: Das Sentiment gegenüber Kupfer ist aufgrund der auslaufenden Knappheit und fallender LME-Bestände nicht so schlecht

wie es unsere Überschussschätzung für 2014/15, die im Vergleich zum Konsens eher konservativ ist, nahelegen würde. Wir gehen davon aus, dass sich die Kupferbaisse beschleunigt, wenn die Marke bei 6.700 US-Dollar je Tonne gerissen wird und technisch orientierte Marktteilnehmer auf den Zug aufspringen. Unser Kursziel für das Jahresende 2014 liegt bei 6.000 US-Dollar je Tonne. Die Grenzkosten der Kupferproduktion dürften bis Ende 2014 nahe an diese Schwelle kommen. Um das strukturelle Überangebot zu bereinigen, wird wie bei anderen Metallen Angebot ausgepreist werden müssen. Dies würde voraussetzen, dass ein guter Teil des Angebots über einen längeren Zeitraum nicht mehr profitabel ist. Dies dürfte erst bei 5.500 US-Dollar je Tonne, die aber vermutlich nicht in 2014 tangiert werden, der Fall sein. Die Risiken für diese Prognose sind jedoch recht hoch. Die Kostenkurve von Kupfer verläuft sehr steil, je näher sie der maximalen Produktionskapazität kommt. Schon ein unerwarteter, über die übliche Ausfalltoleranz hinausgehender Angebotsausfall von 300 Kilotonnen könnte den Gleichgewichtspreis um mehrere hundert US-Dollar je Tonne nach oben verschieben. Dies brächte in einem Bärenmarkt allerdings nur temporär Erleichterung bis die Angebotsstörung behoben ist.

Kupfer-Preis-Prognose



Quelle: Thomson Reuters Datastream

TRADE 4: LONG ROHSTOFFAKTIEN

BESSER ALS DER GESAMTMARKT IN 2014

Der Blick in den Rückspiegel

Rohstoffaktien entwickelten sich schlechter als die Gesamtaktienmärkte

Bei Rohstoffaktien konnte man in den letzten beiden Jahren kaum glauben, dass es sich auch um Aktien handelt. Zu weit lagen die Performance des MSCI-Weltaktienindex und von Rohstoffaktien, gemessen am S&P Global Natural Resources Index, in dieser Zeit auseinander. Rohstoffaktien profitierten nicht von der Asset

Inflation, die die internationalen Aktienmärkte in 2013 fortwährend neue Höchststände markieren ließen. Der Performancevergleich der letzten Jahre weist Rohstoffaktien innerhalb der Aktienmärkte die letzten Plätze zu. Offensichtlich konnten sie sich der Baisse bei Rohstoffen nicht entziehen und haben in Einzelfällen noch eine deutlich schwächere Entwicklung genommen als der Rohstoff, den sie produzieren (z.B. Goldminen). In den letzten Jahren sind vermehrt Trendfolgestrategien aufgekommen, die – abhängig von der Performance – die

Performance von Aktien, Rohstoffaktien und Rohstoffen

Index		Performance in %					Volatilität in %	Ertrag/ Risiko
		YTD	1Y	2Y	3Y	5Y		
Länder	MSCI World	21,2	26,7	40,2	31,4	97,5	10,0	2,7
	S&P 500	25,6	29,2	47,4	49,3	122,1	11,6	2,5
	Nikkei 225	45,5	65,3	80,6	50,9	82,8	26,8	2,4
	STOXX 600	15,5	20,3	39,1	19,9	66,7	12,0	1,7
	DAX 30	20,9	29,2	58,7	34,5	111,4	14,5	2,0
Sektoren	MSCI World Financials	22,2	30,6	57,4	25,4	84,9	11,9	2,6
	MSCI World Industrials	25,4	33,3	46,3	35,4	124,4	10,7	3,1
	MSCI World Energy	13,4	15,5	15,2	17,9	58,5	12,2	1,3
	MSCI Consumer Discretionary	32,9	40,7	65,5	56,8	195,4	10,9	3,7
	MSCI Healthcare	30,5	34,4	58,8	63,2	105,4	10,0	3,4
	MSCI Consumer Staples	19,0	21,1	36,4	41,3	93,2	9,9	2,1
	MSCI Materials	0,2	7,9	8,1	-7,1	97,1	14,0	0,6
	MSCI Metals&Mining	-15,7	-9,8	-20,3	-35,6	67,5	21,1	-0,5
	MSCI Telecommunication	24,7	26,7	28,4	21,6	59,5	10,9	2,5
	MSCI Information Technology	19,8	23,6	33,9	35,1	137,8	11,7	2,0
MSCI Utilities	11,1	15,0	10,1	1,2	6,1	10,4	1,4	
Themen	S&P Global Natural Resources (GNR)	-2,0	3,2	0,7	-8,6	40,7	12,7	0,3
	Euromoney Mining, Gold & Energy	-17,2	-12,1	-20,2	-24,6	80,1	19,2	-0,6
	S&P GNR Energie	9,7	12,3	10,2	12,5	53,4	11,9	1,0
	S&P GNR Metals&Mining	-16,7	-10,6	-22,4	-39,1	58,8	19,7	-0,5
	S&P GNR Agriculture	2,1	8,5	17,4	8,4	107,9	12,7	0,7
	Philadelphia Gold&Silver	-45,2	-46,8	-53,7	-57,3	26,2	42,5	-1,1
Rohstoffe	Dow Jones UBS Commodity Index	-11,9	-14,1	-15,4	-15,4	1,1	10,2	-1,4
	DJUBS Industriemetalle	-17,6	-14,2	-18,4	-29,0	15,8	17,3	-0,8
	Rohöl (WTI)	1,0	3,8	-4,8	13,7	72,9	19,1	0,2
	Rohöl (Brent)	-2,8	-3,3	0,4	28,1	108,9	17,3	-0,2
	Erdgas	8,4	-2,3	9,6	-12,7	-46,1	32,8	-0,1
	Aluminium	-14,1	-9,9	-15,6	-21,2	-5,1	18,3	-0,5
	Kupfer	-12,1	-10,7	-7,4	-17,1	94,2	19,1	-0,6
	Gold	-24,0	-26,4	-26,1	-5,9	73,4	21,2	-1,2
	Silber	-32,9	-38,5	-37,1	-25,4	119,9	32,5	-1,2
	Weizen	-16,9	-23,2	8,1	0,3	22,7	21,0	-1,1
	Mais	-40,7	-43,9	-32,1	-20,5	9,4	37,9	-1,2

Quelle: Bloomberg, Tiberius

Gewinner kaufen und die Verlierer verkaufen. Bei Rohstoffen hat sich diese Strategie lange Jahre als gewinnträchtig erwiesen. Bei Aktien war jedoch oft das Gegenteil richtig. Ziel dieses Beitrags ist es, aufzuzeigen, dass die fundamentalen Bedingungen für eine Sektorrotation hin zu Rohstoffaktien in 2014 bereits gegeben sind.

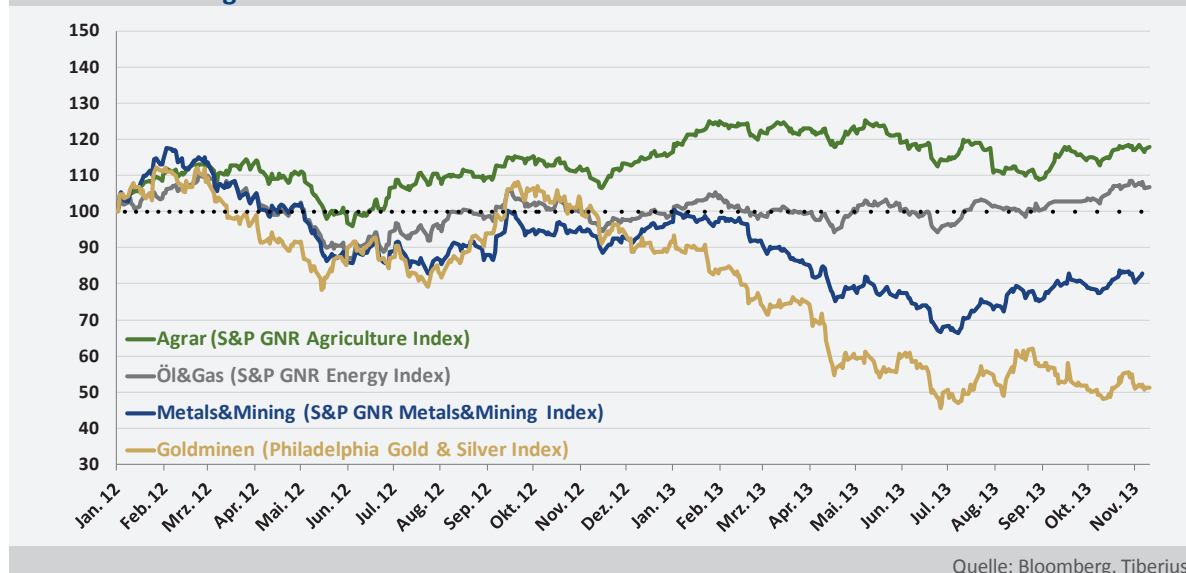
Rohstoffaktien sind nicht gleich Rohstoffaktien: Starke Performancedivergenzen der Sektoren

Je nach Teilsegment unterscheidet sich die Wertentwicklung der Rohstoffaktien erheblich: Unternehmen des Bereiches Öl & Gas und des Agrarsektors entwickelten sich positiv, die Minenindustrie und hier insbesondere das Segment der Goldminen musste hingegen deutliche Kursverluste hinnehmen. Der MSCI World Energy Index, der die großen Ölgesellschaften wie Exxon Mobil, Chevron, BP oder Royal Dutch Shell enthält, verzeichnete in einem Umfeld hoher Rohölpreise – die Rohölsorten WTI und Brent handelten lange Zeit über dem Niveau des Vorjahres – im Jahresverlauf 2013 Kursgewinne um 16%. Damit blieb dieses Aktienmarktsegment nur wenig hinter dem Gesamtindex MSCI World zurück.

Die Ertragslage der Gesellschaften wurde durch steigende Investitionsausgaben, ein Rückgang der Förderung aus bestehenden Ölfeldern, steigende Kosten der Suche und Entwicklung neuer Ölfelder, eine Verschlechterung der Bedingungen von Production Sharing Contracts (PSCs) sowie negative Effekte anderer Geschäftsbereiche wie z. B. des Raffineriesegments belastet.

Nach einem guten Start gerieten die Aktienpreise von Unternehmen des Agrarsektors, dazu zählen Saatguthersteller (Monsanto, Syngenta), Produzenten von landwirtschaftlichen Chemikalien und Düngemitteln (Potash Corp, Agrium, K+S) sowie Agrarunternehmen wie Archer-Daniels, Bunge oder Conagra, unter Druck. Eine der Ursachen waren rückläufige Getreidepreise in den USA. Im Sommer 2013 versetzte die Branche die Nachricht über das Zerschlagen des Düngemittel-Kartells für Pottasche in Aufruhr. Der Markt für Pottasche, neben Stickstoff und Phosphat ein wichtiges Düngemittel zur Steigerung der Ernteerträge, war bislang ein Duopol der kanadischen Canpotex und der Belarusian Potash Company (BPC), die zusammen mehr als zwei Drittel der weltweiten Förderung kontrollierten. Im globalen Vergleich zu überdurchschnittlichen Kosten produzierende Unternehmen wie Intrepid Potash oder K+S verloren innerhalb weniger Handelstage rund 40% ihrer Marktkapitalisierung. Aber auch der Marktführer,

Wertentwicklung von Rohstoffaktien 2012 und 2013



Quelle: Bloomberg, Tiberius

die kanadische Potash Corp of Saskatchewan, verlor deutlich in Erwartung sinkender Weltmarktpreise als Folge der nun wegfallenden Kartellpreisdiziplin. In der Summe entwickelten sich Unternehmen, die im S&P Global Natural Resources Agrar-Subindex zusammengefasst sind, mit +2,1% noch moderat positiv in 2013.

Besonders enttäuschend, sowohl absolut als auch relativ gegenüber den Aktien- und Rohstoffmärkten, verlief 2013 die Wertentwicklung von Bergbaukonzernen (Metals & Mining). Hier sticht nochmals die desaströse Wertentwicklung des Teilsegmentes der börsennotierten Goldminen heraus. Die im Philadelphia Gold and Silver Index vertretenen 30 Gold- und Silberminen büßten 2013 durchschnittlich über 40% ihrer Börsenkapitalisierung ein, nachdem sie bereits in 2012 ein Minus von knapp 10% und in 2011 einen Kursrückgang von rund 20% verkraften mussten. Und dies, obwohl die Industrie lange Jahre Rückenwind von einem hohen Goldpreis hatte. Im Goldsegment führten sinkende Grade der Förderung und steigende Kosten insbesondere für Energie, Verbrauchsgüter und Arbeitskräfte in den vergangenen Jahren zu einem deutlichen Anstieg der Kosten. Nach der 2013 vom World Gold Council eingeführten "All-In-Sustaining-Cost" (AISC)-Methode, die neben den bislang üblichen Cash Costs auch die Ausgaben für den Erhalt und die Erweiterung der Förderung sowie allgemeine Unternehmenskosten enthält, erwirtschaftet der überwiegende Teil der Goldindustrie bei Goldpreisen unter 1.200 US-Dollar keinen positiven freien Cash flow. Aus diesem Grund war um das Niveau von 1.200 US-Dollar, das 2013 vier Mal getestet wurde, jedes Mal ein deutlicher Anstieg der Volatilität der Preisentwicklung von Goldminen zu beobachten.

Unter ähnlichen Problemen – wenn auch in geringerem Ausmaß – litt die Bergbauindustrie. Metall- und Schüttgüterpreise wie zum Beispiel Aluminium, Kupfer, Eisenerz und Kohle standen das ganze Jahr 2013 unter Druck. Die Ursachen der enttäuschenden Rohstoffperformance werden in dem Kapitel zu Rohstoffen ausführlich dargelegt. Die Aktien von Minenkonzernen wie Rio Tinto, BHP Billiton,

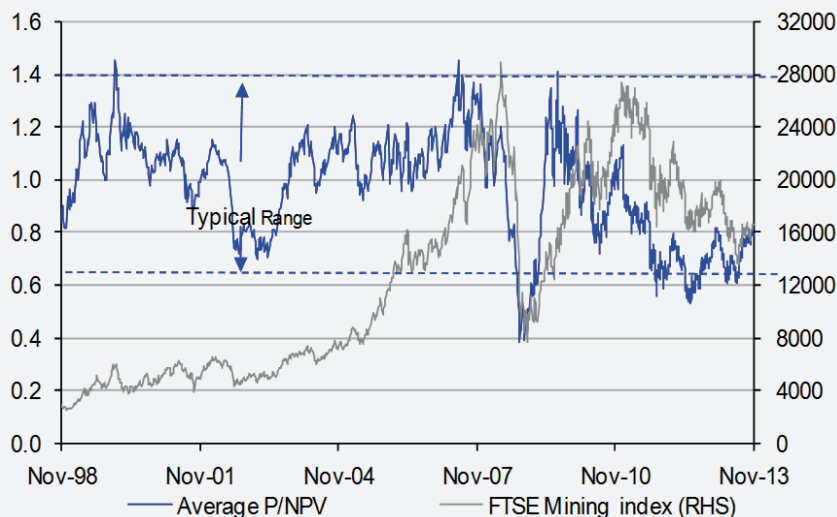
Anglo American oder Glencore-Xstrata, die im MSCI World Metals & Mining Index vertreten sind, verloren 2013 rund 14% an Wert und zeigten eine Underperformance nicht nur zum Aktien- sondern auch zum Rohstoffmarkt.

Rohstoffaktienbewertungen

Substanzwertbetrachtung zeigt attraktive Bewertung

Die Kursentwicklung von Unternehmen der Sektoren Energie und Metals & Mining spiegelt sich derzeit in einer im historischen Kontext niedrigen Aktienbewertung wider. Einer der wichtigsten Bewertungsmaßstäbe in der Bergbauindustrie ist der Nettoinventarwert (Net Asset Value = NAV). Der Nettoinventarwert ist definiert als die Differenz zwischen der zu Marktpreisen bewerteten, nachweislich abbaubaren Rohstoffreserven und den dafür notwendigen Gesamtkosten (inkl. Schließungskosten). Aus dem Nettoinventarwert lässt sich der Kapitalwert (Net Present Value = NPV) ableiten, indem der über die Zeit gestreckte zukünftige Netto-Cash Flow aus dem Abbau der Reserven mit einem geeigneten Zinssatz (i. d. R. 6%) abdiskontiert wird. Zum NAV/NPV steht nun die Marktkapitalisierung des Unternehmens an der Börse in Relation. Handelt ein Unternehmen unter dem NAV/NPV, so bedeutet dies entweder, dass die Anleger von fallenden Rohstoffpreisen und damit von fallenden Nettoinventarwerten ausgehen, oder aber, dass andere Aktiensegmente im Fokus der Märkte stehen und günstige Bewertungsrelationen bei den Bergbauunternehmen übersehen werden. Wie aus untenstehendem Schaubild hervorgeht, werden die großen Metallproduzenten an der Börse derzeit mit einem Abschlag von 20% zu ihrem NPV gehandelt. Dies ist ein geringerer Abschlag als noch vor ein paar Monaten, das Verhältnis zwischen Marktpreis und NPV befindet sich aber weiterhin am unteren Ende der langjährigen Bewertungsspanne. Wir sehen diese Bewertung nicht als rationale Erwartung künftig fallender Metallpreise, sondern dem geringen Interesse an Metallproduzenten geschuldet.

Preis / NPV Metals & Mining

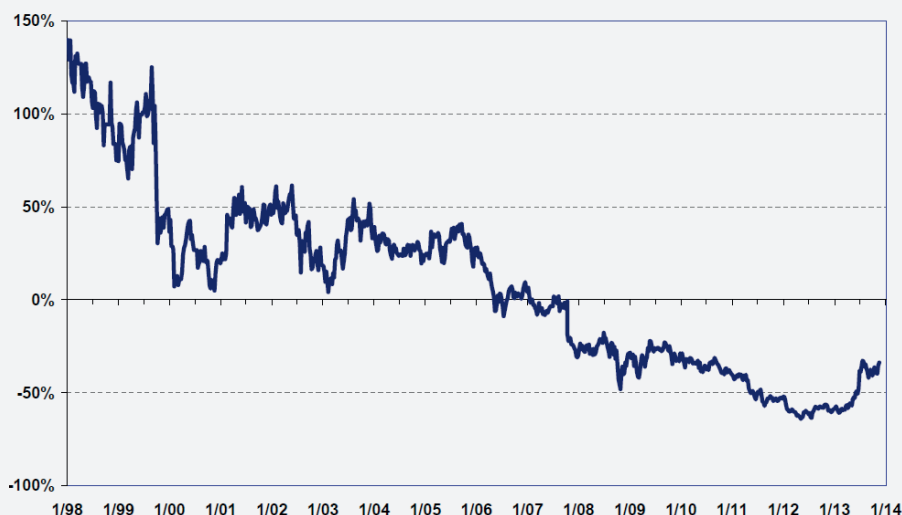


Quelle: Deutsche Bank AG

Einen noch höheren Preisabschlag zum NAV als die allgemeinen Metallproduzenten weisen die Goldminen auf. Die meisten Goldminen haben in den letzten Jahren enttäuscht. Selbst nach einer Versechsfachung des Goldpreises zwischen 2003 und 2011 konnte die Branche in den meisten Fällen keinen entsprechend starken Gewinnanstieg vermelden, der aufgrund der Hebelwirkung eigentlich noch stärker hätte ausfallen sollen. Die Einnahmen wurden zum Teil durch gestiegene Förderkosten aufgezehrt, zum anderen Teil aber in die (nicht erfolgreiche) Exploration von neuen Vorkommen und höheren

Verwaltungskosten inklusive dem Scheck für die Vorstandsetage verpulvert. Dadurch standen die berichteten Cash-Kosten für den reinen Abbau des Goldes, die in die Nettoinventarwertkalkulation eingehen, und die berichteten Gewinne auf Unternehmensebene in einem permanenten Missklang. Das Vertrauen der Anleger wurde aufgebraucht. Die Maßnahme, zukünftig Gesamtkosten zu berichten, ist ein richtiger Schritt in Richtung Shareholder Value. Bei einem Goldpreis unter 1.200 US-Dollar je Unze fällt der Durchschnitt der Nettoinventarwerte der größeren und mittleren Goldproduzenten sehr

Preis / NPV Goldminen



Quelle: BMO Capital Markets

schnell in Richtung Null ab. Bei Goldpreisen unter 1.100 US-Dollar ist der überwiegende Teil der Branche cash-negativ und Angebotsreaktionen würden folgen. An diesem Punkt würde der gleiche verzweifelte Überlebenskampf wie in den Jahren 1999 bis 2002 stattfinden, als Goldproduzenten versuchten, durch Hedging von geringsten, teilweise negativen Margen länger im Markt zu bleiben als die Konkurrenz. Wir sind uns nicht sicher, ob es zu einem derartigen Extrempunkt, der dann eine sehr gute Kaufgelegenheit darstellen würde, kommen wird. Gold hat für 2014 jedoch nicht die besten Perspektiven, da seine Versicherungsfunktion gegen Inflation und gegen deflationäre Schocks in 2014 wenig gefragt sein dürfte und der Wechsel des Goldes hin zu starken, nicht verkaufswilligen Investoren immer noch nicht ganz abgeschlossen scheint. Somit ist es unserer Einschätzung nach – trotz niedriger Preis/NPV-Bewertung – noch zu früh, um aktiv auf den Goldminensektor zu setzen.

Ein ähnliches Bild wie der Börsenpreis zum Nettoinventarwert vermittelt die Betrachtung des Buchwerts. Das aktuelle Preis-/Buchwertverhältnis (P/B) von Rohstofftiteln aller Sektoren liegt mit durchschnittlich 1,8 rund 15% unter dem historischen Mittelwert. Das relative P/B, d. h. das P/B der Rohstoffaktien im Verhältnis zum P/B des

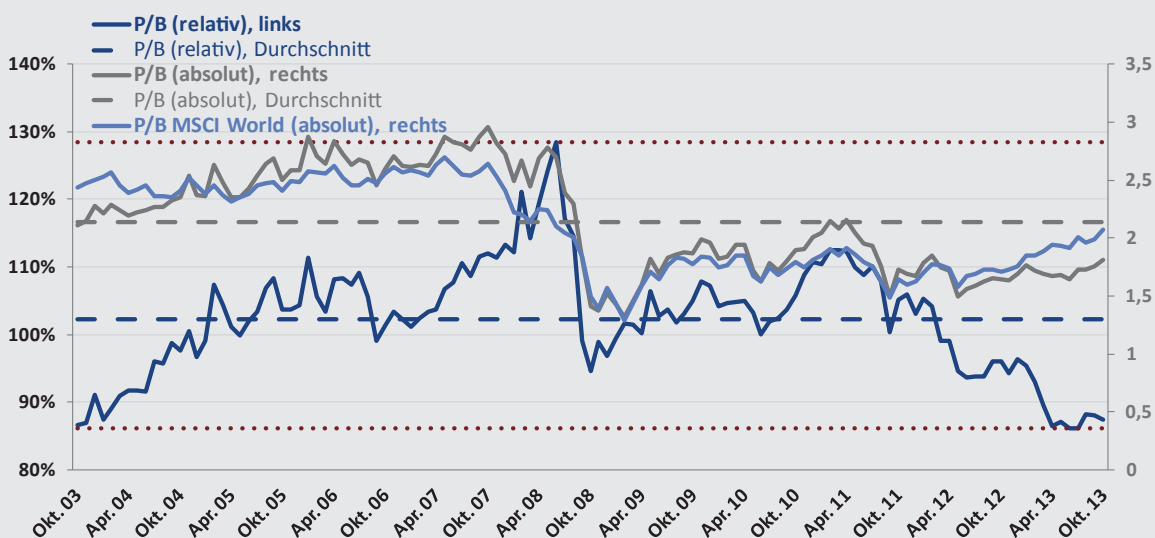
MSCI World Aktienindex, ist sogar auf den tiefsten Stand der letzten 10 Jahre zurückgefallen.

Stabilisierung der Gewinnperspektiven und attraktive Dividenden

Im abgeschlossenen dritten Quartal 2013 wiesen Unternehmen des Basic Material Sektors sowohl in den USA als auch in Europa zum ersten Mal das höchste positive Earnings Surprise auf. Auch das Umsatz- und Ertragswachstum des Sektors verbesserte sich gegenüber dem schwachen Vorquartal. Ausgehend von einer schwachen Ertragslage scheinen die Free Cash Flow-Renditen im ersten und zweiten Quartal ebenfalls einen Boden gefunden zu haben und steigen an. Die Gewinne der Goldminen sind noch im freien Fall, während im Bereich der Energieaktien ein stabiler Gewinnrend ohne große Wachstumsimpulse zu erkennen ist.

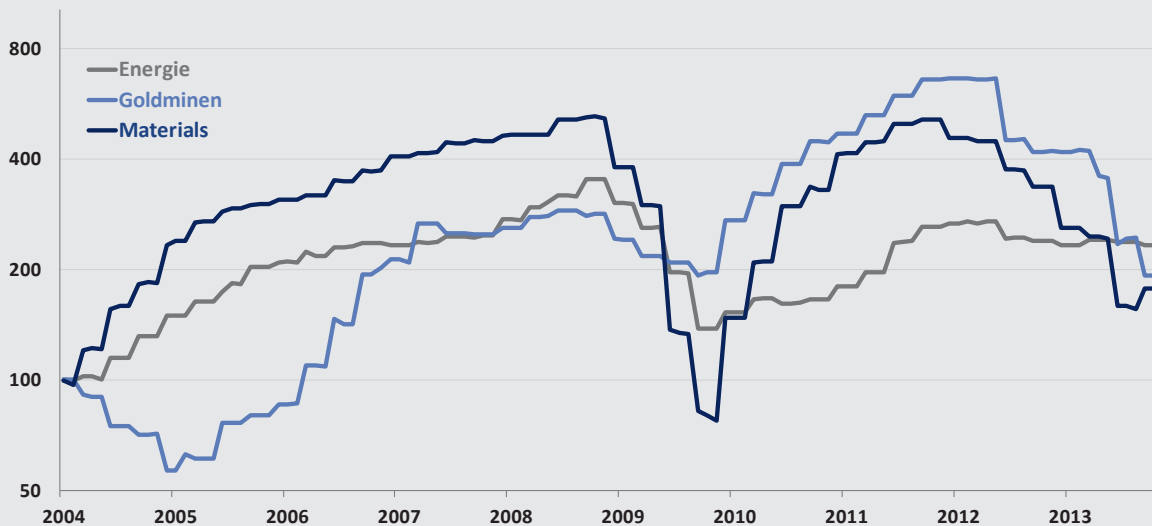
Der wichtigste Faktor der zukünftigen Gewinnentwicklung von Rohstoffunternehmen ist die Veränderung der zugrundeliegenden Rohstoffpreise. Die Aktienpreise spiegeln demnach eine hohe Sensitivität gegenüber Preisveränderungen bei den unterliegenden Rohstoffen wider. Mit

Relatives und absolutes Preis/Buchwertverhältnis von Rohstoffaktien



Quelle: Bloomberg, Tiberius

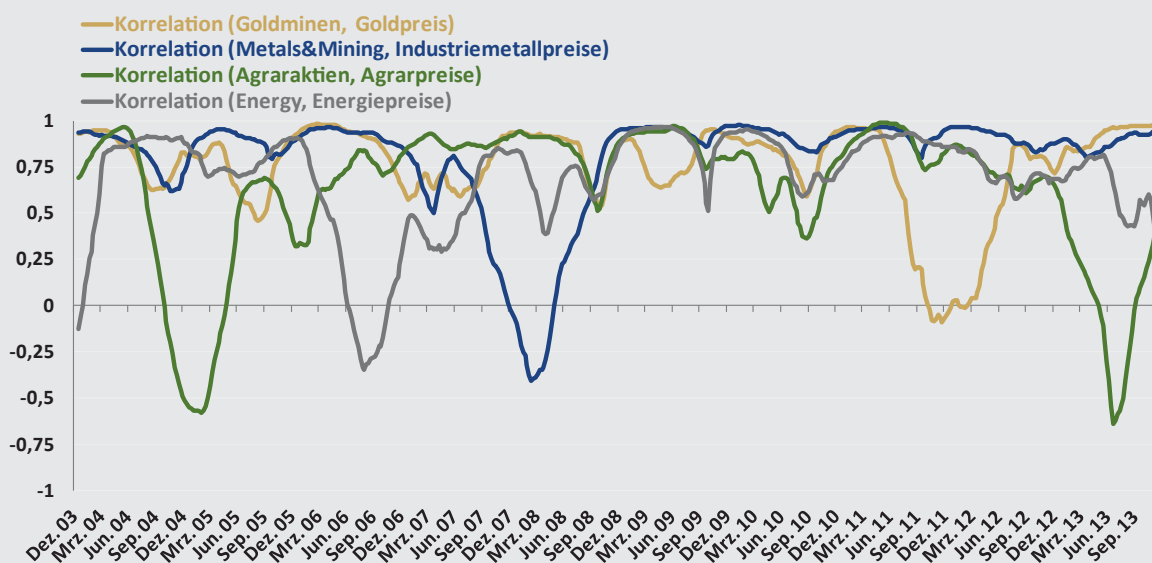
Absolute Gewinnentwicklung auf Indexebene der Sektoren Energie, Metals & Mining und Goldminen



einem durchschnittlichen Korrelationskoeffizienten von 0,80 ist der Zusammenhang des Metals & Mining Aktiensegmentes mit den Preisen von Industriemetallen am höchsten ausgeprägt. Es folgen die Segmente Goldminen und Öl & Gas mit einem hohen durchschnittlichen Wertgleichlauf von 0,75 und 0,69 über die vergangenen zehn Jahre. Am geringsten ist die Korrelation

des Agraraktiensegmentes mit Agrarpreisen ausgeprägt (0,63). Wie wir in den Kapiteln zu den Rohstoffmärkten ausführen, sehen wir in 2014 ein gemischtes, aber kein schlechtes Jahr für die unterliegenden Rohstoffpreise. Die meisten Metalle sind bereits so stark gefallen, dass das Preispotenzial nach unten (mit Ausnahme von Kupfer) sehr eng begrenzt scheint, aber

Korrelation Rohstoffaktien zu Rohstoffen



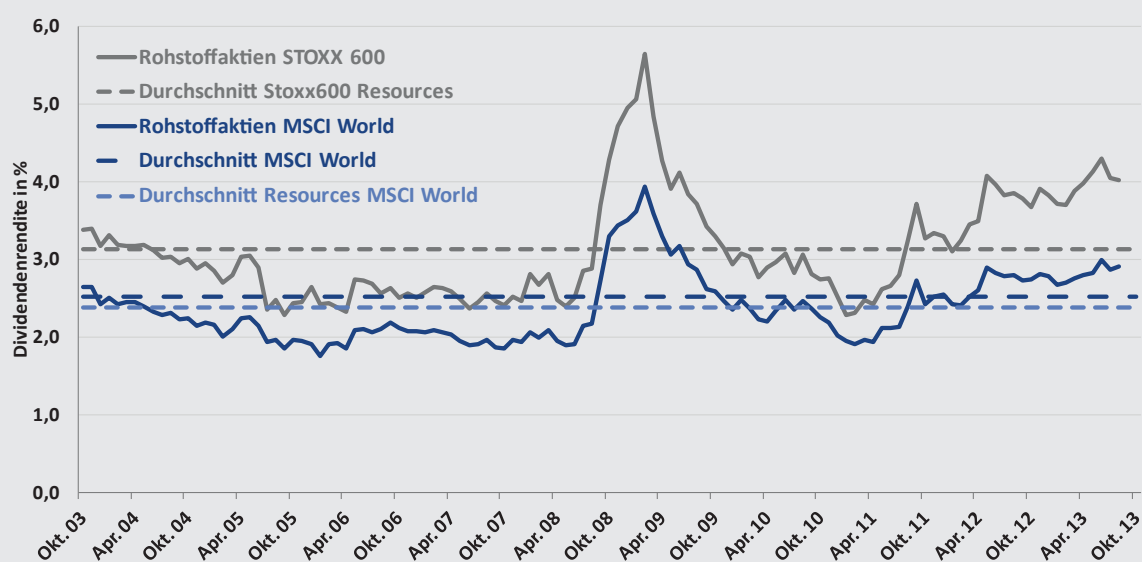
umgekehrt in einzelnen Metallen durchaus Phantasie nach oben besteht. Im Energiebereich sehen wir weitgehend stabile Preise, ebenso wie für den Agrarbereich – mit Ausnahme von Sojabohnen und Baumwolle. Der „Salamicrash“ bei Gold scheint noch nicht ganz vorüber zu sein, insofern könnte Goldminen der maximale Verzweiflungspunkt erst noch bevorstehen.

Viele Rohstoffaktien bieten neben einer ansprechenden Bewertung und soliden Gewinnperspektiven auch relativ attraktive Dividendenrenditen. Aufgrund der Kursentwicklung sind die Dividendenrenditen des Rohstoffaktiensegmentes sowohl im Stoxx 600 als auch im MSCI World Index kontinuierlich gestiegen und mit 3,1% (Stoxx 600) und 2,9% (MSCI World) auf historisch überdurchschnittlichem Niveau. Trotz einer in der Summe seit 2012 rückläufigen Ertragslage sollte die Ausschüttung des bisherigen Dividendeniveaus auch weiter nachhaltig sein.

Seniors sind ausreichend finanziert, Überlebenskampf der Juniors

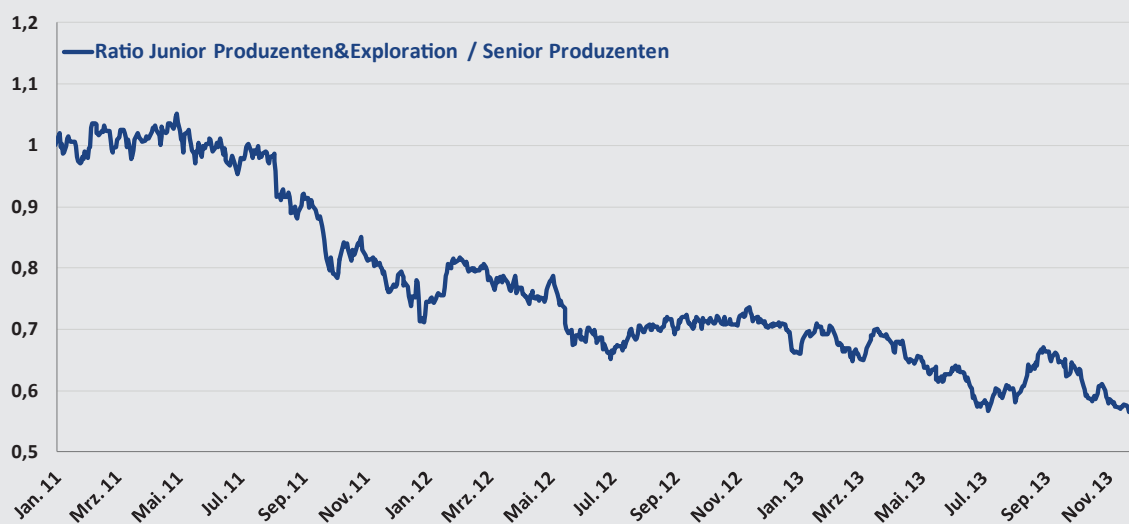
Rückläufige Rohstoff- und damit Absatzpreise haben auch die Finanzierungsbedingungen für kleine und mittlere Unternehmen im Rohstoffsegment deutlich verschlechtert. Bankfinanzierungen sind darüber hinaus seit mehreren Jahren rückläufig. Diese Entwicklung spiegelt sich auch in den M&A- Aktivitäten im Segment Metals & Mining wider: Sowohl die Anzahl als auch das Volumen der M&A- Deals im Sektor sind seit 2011 rückläufig. 2013 ging das Dealvolumen mit kumuliert rund 1.200 Deals und 70 Mrd. US-Dollar erstmalig auf das Niveau von 2003 zurück. Besonders betroffen von dieser Entwicklung ist das Segment der Explorationsgesellschaften, deren Wertentwicklung in Einzelfällen ähnlich desaströs wie das einzelner Goldminen ausfällt.

Dividendenrenditen von Rohstoffaktien im Stoxx 600 und im MSCI World



Quelle: Bloomberg, Tiberius

Wertentwicklung von Senior vs. Junior Produzenten (Beispiel Gold)



Quelle: Bloomberg, Tiberius

Trotz einer vergleichbar tiefen Aktienbewertung ist die Bilanzqualität der großen Produzenten heute deutlich besser als z. B. 2008/2009. Die Debt/Equity Ratio ist nahe ihres historischen Durchschnitts und rund 10% tiefer als während des dramatischen Rückgangs der Rohstoffpreise 2008. Statt auf Produktionswachstum um jeden Preis hat sich der Fokus der meisten Unternehmen zu Profitabilität, Kostenreduzierung und

effizientem Wachstum verschoben. Bereits in 2012 war zu beobachten, dass wenig rentable und riskante Großprojekte verschoben oder ganz abgesagt wurden. Im August 2012 erteilte BHP Billiton der 20 Mrd. US-Dollar teuren Erweiterung des Olympic Dam Projektes eine Absage. Mehr als eine Million Tonnen Kupfer sollten hier zusätzlich gefördert werden. Rio Tinto kündigte Anfang 2013 ein fünf Milliarden schweres

Verschuldungssituation (Debt/Equity) von Rohstoffaktien im MSCI World



Quelle: Bloomberg, Tiberius

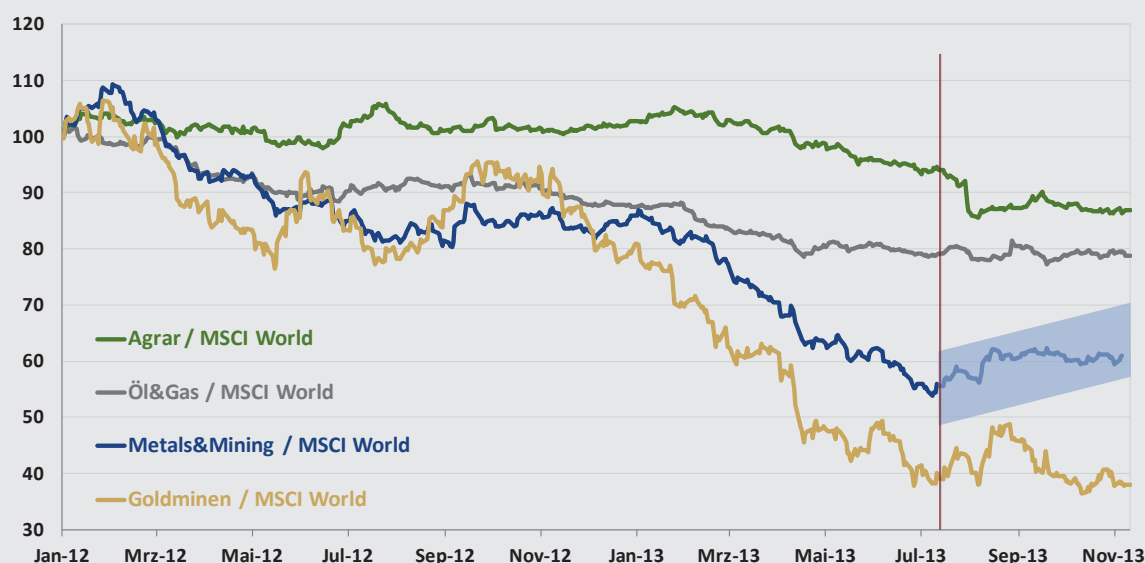
Kostensparprogramm an, und im September 2013 zog sich Anglo American überraschend vom multimilliarden Projekt „Pebble Beach“ in Alaska zurück. Neben den Investitionsausgaben haben sich 2013 auch die operativen Kosten (OPEX) der Bergbauindustrie verbessert. Die Kostensituation für Arbeitskräfte, Rohmaterialien und Verbrauchsgüter, die zusammen mit der Energieversorgung mehr als zwei Drittel der operativen Kosten der Minenindustrie ausmachen, scheinen 2012 ihren Höhepunkt nach einer dramatischen Verteuerung über die vergangenen zehn Jahre erreicht zu haben und sind erstmalig rückläufig. Die Fokussierung auf Kostenkontrolle und Kerngeschäft bedeutet aber umgekehrt auch, dass viele Explorationsvorhaben und die in diesem Bereich tätigen Unternehmen von Kapital abgeschnitten sind. Die Seniors sind ausreichend finanziert oder können, manchmal auch nur mit Mühe und Not, wie die Kapitalerhöhung um 3 Mrd. US-Dollar von Barrick Gold zeigt, eine Finanzierung sicherstellen. Viele Junior-Explorationsgesellschaften werden die derzeitige Baisse an den Rohstoffmärkten nur schwerlich überleben. Langfristig fehlt dadurch wichtiges Angebot bei den Rohstoffen.

Prognose 2014: Zeit für eine Neubewertung für Rohstoffaktien?

Im Themenfeld der Rohstoffaktien sehen wir speziell im Aktiensegment Metals & Mining attraktive Chancen für 2014. Weniger Spielraum für eine positive Neubewertung findet sich dagegen in den Bereichen Öl & Gas und Agrar. Der Preis für Rohöl wird unserer Ansicht nach – abgesehen von regionalen Sonderbewegungen – für 2014 seitwärts tendieren, die Crack Spreads im Raffineriegeschäft werden zu Brent auf relativ tiefem Niveau verharren, sodass eine Verbesserung der Unternehmensgewinne lediglich auf der Kostenseite möglich erscheint. Allerdings sehen wir hier wenig Potenzial.

Auch für das Agraraktiensegment sehen wir wenige positive Katalysten, die zu einer Outperformance gegenüber dem breiten Aktienmarkt führen könnten. Im Segment Düngemittel werden 2014 weiterhin die opportunistischen Käufe Chinas, die negative Währungseffekte der indischen Rupie sowie die Aussicht auf niedrigere Preise durch international höhere Produktionsmengen belasten. Attraktiver erscheinen die Segmente Saatgut und Düngemittelproduzenten, die von den niedrigen US-Ergaspreisen profitieren können (Stickstoffdünger).

Bodenbildung Metals & Mining – auch relativ zum Gesamtmarkt - im Sommer 2013 vollzogen?



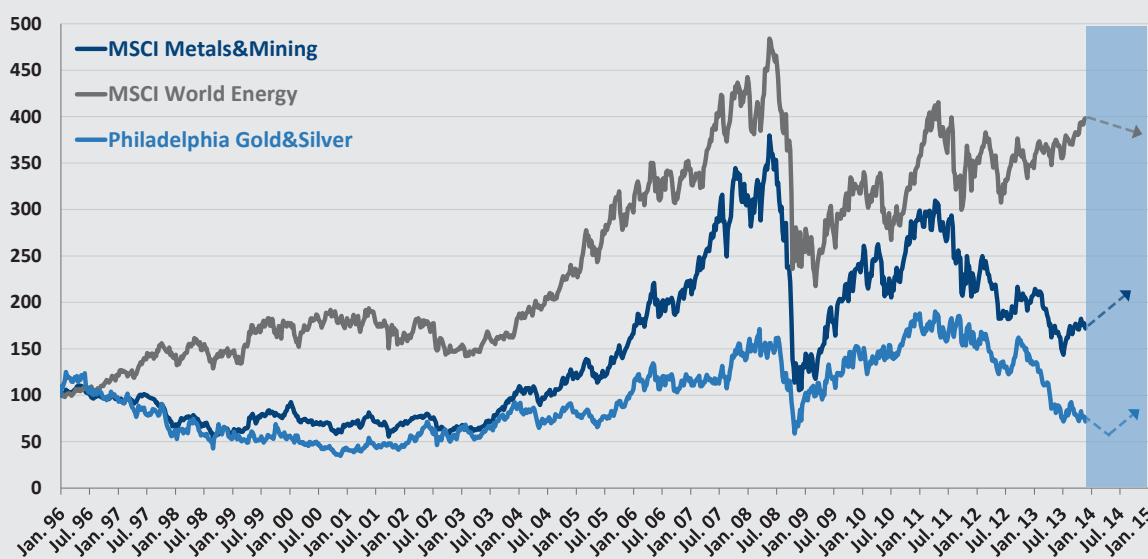
Quelle: Bloomberg, Tiberius

Trotz einer im historischen Vergleich niedrigen Bewertung erwarten wir im Segment der Goldminen in 2014 ein weiteres Konsolidierungspotential. Für den Fall, dass der Goldpreis unter der für viele Unternehmen kritischen Marke von 1.200 US-Dollar handelt, erwarten wir weitere Abschreibungen und die Stilllegung von derzeit marginal profitablen Goldminen. 2014 könnte sich in diesem Szenario zu einem Jahr der Konsolidierung für die Branche entwickeln, bevor eine Deflation der Kostenseite mittelfristig zu einer Verbesserung der Profitabilität beitragen kann.

Das mit Abstand größte Potenzial sehen wir im Bereich Metals & Mining. Die Korrelation der Aktienpreisentwicklung zu Metallpreisen ist hoch, für die Metalle sehen wir auf Subindexebene einen leichten Anstieg voraus. Hinsichtlich der Entwicklung neuer Projekte hat es in der Branche ein Umdenken gegeben. Wir erwarten für 2014 und darüber hinaus eine sich fortsetzende Konsolidierung der Investitionsausgaben, was die langfristigen Metallpreise aufgrund eines niedrigeren Angebots nach oben bringen dürfte. Branchenschätzungen zufolge dürften die Investitionsausgaben der Minenindustrie 2013 bis 2016 um mehr als 50 Mrd. US-Dollar zurückgehen und sich damit halbieren. Neben den Investitionsausgaben (CAPEX) erwarten

wir für 2014 eine Fortschreibung der Tendenz fallender operativer Kosten (OPEX). Die Ausgaben u. a. für Arbeitskräfte, Rohmaterialien und Verbrauchsgüter könnten in 2012 ihren zyklischen Hochpunkt erreicht haben und sich nun in einem strukturellen Abwärtstrend befinden. Das Management vieler Bergbaukonzerne hat bereits den Unternehmensfokus von Produktionswachstum hin zu Profitabilität und Kostenreduktion verschoben – die Früchte dieser Bemühungen werden sich für den Anleger vermutlich in 2014 zeigen. Die Free Cash Flow-Renditen haben nach unserem Empfinden im ersten und zweiten Quartal 2013 bereits einen Boden gefunden und sind im dritten Quartal 2013 erstmalig wieder gestiegen. Wir erwarten für 2014 eine deutliche Margenausweitung und eine Steigerung der Free Cash Flow-Renditen im Minensegment. Die sowohl im historischen als auch im relativen Vergleich zu anderen Aktiensegmenten günstige Bewertung des Metals & Mining Segmentes sollte 2014 eine Asset-Rotation von anderen Aktienbereichen in das Metals & Mining Segment anstoßen. Dieser Bereich ist unter institutionellen Investoren derzeit deutlich untergewichtet. Zusammengefasst sehen wir für das Aktiensegment Metals & Mining sowohl absolut als auch relativ zum breiten Aktienmarkt ein deutliches Wertaufholungspotential für 2014.

Einschätzung der Rohstoffaktiensegmente 2014 – absolute Wertentwicklung



Quelle: Bloomberg, Tiberius

TRADE 5: SHORT BAUMWOLLE

GLOBALE ANGEBOTSAUSWEITUNG WIRD NICHT LÄNGER VON CHINA AUFGEFANGEN

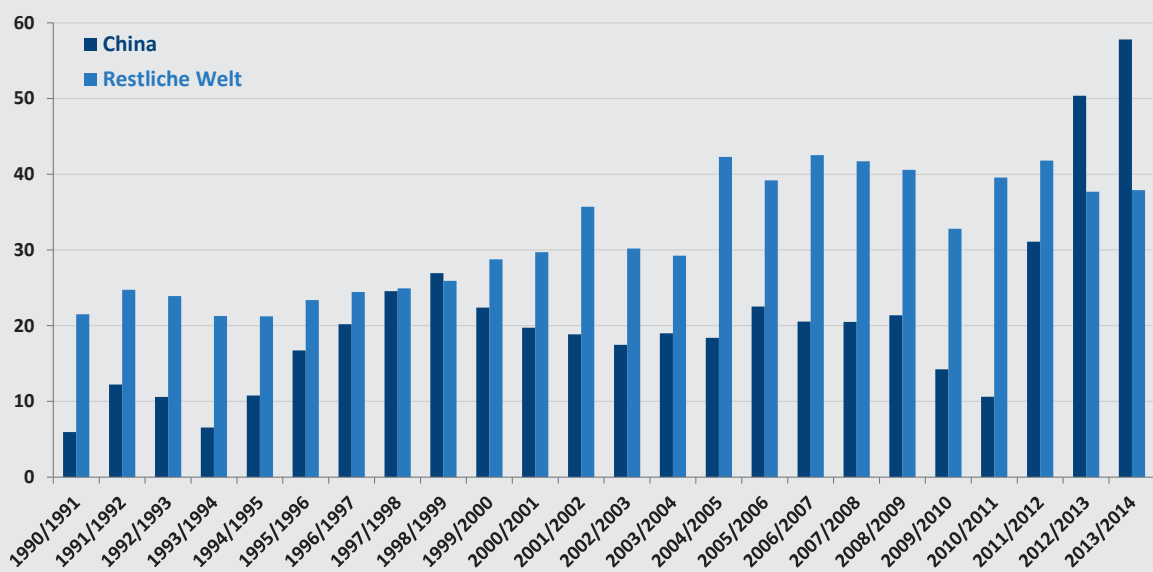
Preise trotz Lageranstieg seit Mitte 2012 stabil

Baumwolle hat über den Jahreswechsel 2010/11 eine der größten Preisblasen unter den von uns beobachteten Rohstoffen hervorgebracht. Binnen weniger Monate explodierten die Börsennotierungen an der Intercontinental Exchange (ICE) von 100 US-Cents je Pfund auf in der Spitze knapp 230 US-Cents je Pfund, nachdem der Preis im Jahr 2009 noch bei 40 US-Cents je Pfund gelegen hatte. Im Marketingjahr 2010/11 waren die Lagerbestände in Relation zur Einjahresnachfrage (Stocks to Use Ratio) in den USA kurzzeitig unter die kritisch tiefe Marke von 15% gefallen, die Backwardation des Einjahreskontrakts zum Nearby-Kontrakt betrug zeitweise mehr als 40%. Die Folgen waren absehbar: Eine hohe Angebotsreaktion entlud sich in steigenden Lagerbeständen. Die Kassapreise für Baumwolle kamen unter die Marke von 100 US-Cents je Pfund zurück und die Notierungen stabilisierten sich anschließend in einer neuen Preisspanne zwischen 70 und 100 US-Cents je Pfund. Aktuell notiert Baumwolle an

der ICE bei 78 US-Cents. Hat der Baumwollmarkt hier zu einem neuen Gleichgewicht gefunden? Warum sollten die Baumwollpreise 2014 fallen?

Der Schlüssel für die Beantwortung dieser Fragen liegt in der Entwicklung der globalen Lagerbestände. Diese haben sich von rund 50 Millionen Ballen im Marketingjahr 2010/11 auf aktuell vom US-Landwirtschaftsministerium (USDA) geschätzte 96 Millionen Ballen im Marketingjahr 2013/14 fast verdoppelt. Die globale Stocks to Use Ratio stieg von knapp 44% im Marketingjahr 2010/11 auf Werte zwischen 71% und 87% (Marketingjahre 2011/12 bis 2013/14) an und lag deutlich über den in den vergangenen Jahrzehnten erreichten Höchstständen von rund 60%. Einen großen Preisdruck entwickelten diese Angebotsüberschüsse aber nicht, da China diese in den letzten Jahren zu einem sehr starken Lageraufbau nutzte. Betrachtet man die Lagerbestände im Rest der Welt, so zeigt sich eine Seitwärtstendenz. Die Angebotssituation stellt sich in der restlichen Welt somit deutlich knapper dar als dies zunächst durch die globalen

Baumwolllagerbestände in Millionen 480 Pfund Ballen



Quelle: USDA, Tiberius

Kennziffern suggeriert wird. Dieser Zustand hängt aber an der Bereitschaft Chinas, die globalen Angebotsüberschüsse weiterhin zu absorbieren. Allein eine Verlangsamung des Lageraufbaus im Reich der Mitte würde einen Teil der Angebotsüberschüsse im Markt belassen und die Preise höchstwahrscheinlich belasten. Die Pläne Chinas sind einer der zentralen Prognosefaktoren für den Baumwollpreis.

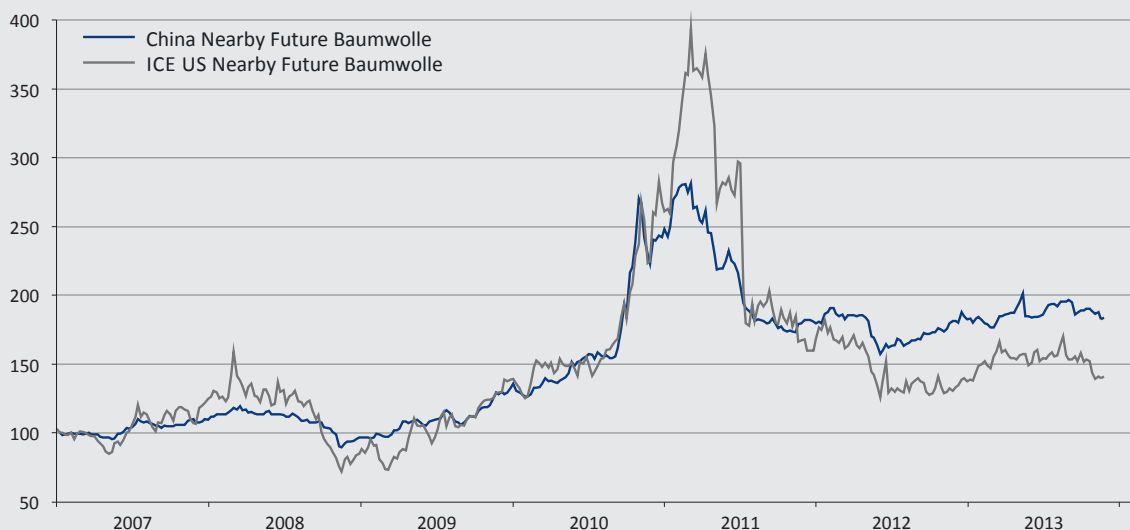
Chinesische Baumwollpolitik im Umbruch

Die chinesischen Lagerbestände befanden sich im Marketingjahr 2010/11 auf dem niedrigsten Niveau seit Mitte der Neunziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts. Dementsprechend hatte die chinesische Regierung damals wenig Handlungsspielraum, um die Auswirkungen der Preisexplosion im Frühjahr 2011 auf die inländische Textilindustrie durch die Bereitstellung eigener Lagerbestände abzumildern. Um die Abhängigkeit Chinas von Baumwollimporten aus dem Ausland zu reduzieren und zukünftig im Falle erneuter Preisanstiege über genügend Lagerpuffer zu verfügen, führte China im März 2011 einen Ankaufpreis von 19.800 Yuan je Tonne für inländisch produzierte Baumwolle in unbegrenzter Menge ein. Dieser Preis wurde

2012 auf 20.400 Yuan je Tonne erhöht und 2013 auf gleichem Niveau beibehalten. Darüber hinaus erachtete es die chinesische Führung als notwendig, den inländischen Anbau von Baumwolle zu fördern. Zuvor lag der Fokus auf der Subventionierung des Getreideanbaus. Baumwolle hatte deshalb erheblich an Attraktivität bei der Pflanzentscheidung eingebüßt. Der Baumwollanbau hat zusätzlich den Nachteil, dass er einen relativ hohen Einsatz von Arbeitskräften erfordert. Gestiegene Löhne und eine Abwanderung von Arbeitskräften aus den ländlichen Gebieten in die Städte stellten zusätzliche Angebotsnachteile im Vergleich zum Getreideanbau dar. Die Politik Chinas, die inländische Baumwollproduktion durch einen hohen Ankaufpreis zu subventionieren, führte dazu, dass die chinesischen Baumwollpreise eine hohe Prämie gegenüber Baumwollpreisen in der restlichen Welt aufweisen. Aktuell notiert der chinesische Baumwollpreis bei rund 19.700 Yuan je Tonne - fast doppelt so hoch wie der US-Baumwollpreis an der ICE.

Die chinesische Regierung nahm durch die Unterstützung der Bauern eine Benachteiligung der inländischen Textilindustrie in Kauf, da sie deren Zugang zu Baumwolle zu konkurrenzfähigen Preisen durch die staatlichen Reservekäufe und Importzölle erheblich erschwerte. Die Importe

Baumwollpreise in China und USA, indexiert auf 100



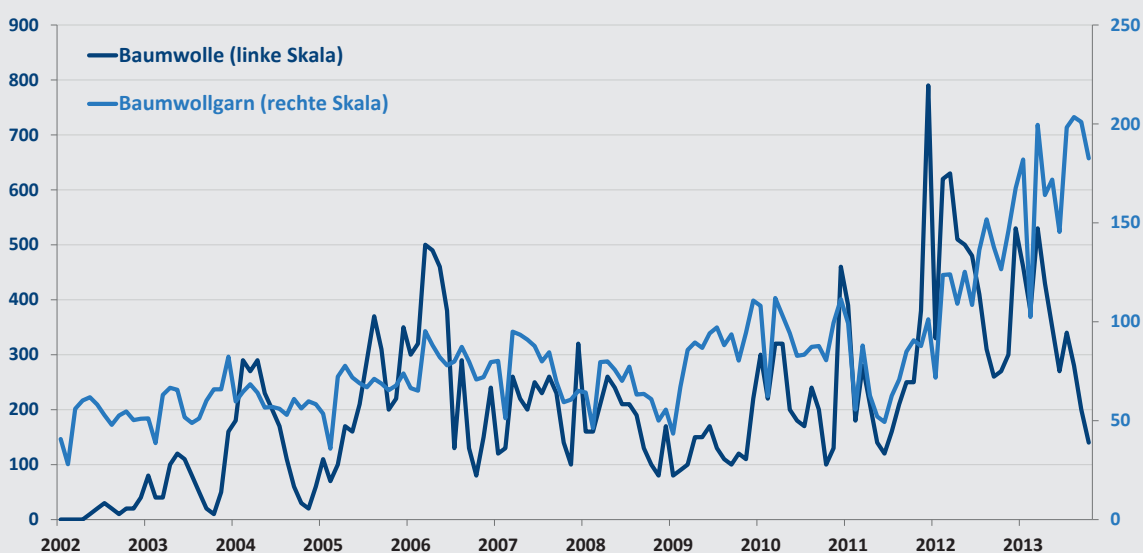
Quelle: Thomson Reuters Datastream

von Baumwolle werden durch ein Zollkontingent mit unterschiedlichen Importzöllen gesteuert. Das festgesetzte Zollkontingent unterliegt einem Importzollsatz von 1%. Bei darüber hinaus gehenden Importen fällt jedoch ein Satz von 40% an. Importe von Baumwollgarn unterliegen jedoch keinen Zöllen. Infolgedessen stiegen die Importe von bereits zu Baumwollgarn verarbeiteter Baumwolle an. Die Anbieter von Baumwollgarn – vor allem Pakistan, Bangladesch, Indien oder Vietnam – fragten durch den chinesischen Importbedarf mehr Baumwolle nach, was die Baumwollpreise in der restlichen Welt stützte.

Die Rechnung Chinas, die globalen Überschüsse für die staatlichen Reserven zu erwerben ohne Preisdruck nach oben zu entfachen, ist bisher aufgegangen. Seit dem Marketingjahr 2011/12 entspricht der chinesische Lageraufbau ziemlich genau den globalen Angebotsüberschüssen. Mittlerweile zeichnet sich aber immer deutlicher ein Strategiewechsel ab. Erste Äußerungen verantwortlicher Stellen im Herbst 2013 deuten auf eine Änderung der Förderung des inländischen Baumwollanbaus hin. Neben dem unzureichenden Marktzugang der chinesischen Textilindustrie zum Baumwollangebot ergaben sich durch die staatliche Reservepolitik weitere Herausforderungen, wie z. B. der Qualitätsverlust der eingelagerten Baumwolle und der Bedarf

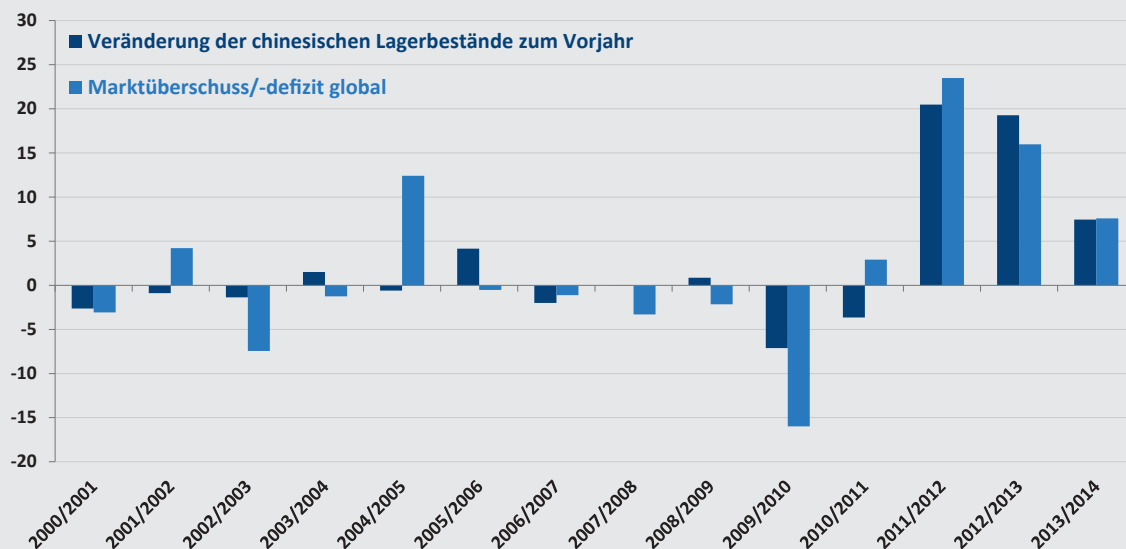
an zusätzlichen Lagerkapazitäten. Aus diesen Gründen gibt es Überlegungen, die inländische Baumwolle nicht wie bisher in unbegrenzter Menge anzukaufen, sondern vielmehr höhere Produktionsanreize durch eine direkte Subventionierung der Baumwollbauern zu setzen. Die inländische Ernte würde dann nicht wie bisher in staatliche Reservelager wandern, sondern stünde in einem weitaus größeren Maße der Textilindustrie für die Weiterverarbeitung zur Verfügung. Die Wertschöpfung durch die Produktion von Baumwollgarn würde im eigenen Land behalten, der staatliche Lageraufbau würde sich erheblich verlangsamen. Die angedachten Änderungen greifen vermutlich erst im nächsten Marketingjahr. Wir rechnen im aktuellen Marketingjahr 2013/14 deshalb noch einmal mit einem Lageraufbau im Rahmen der ursprünglichen Planungen. Zum Marketingjahr 2014/15 ändert sich die Lage jedoch unter Umständen dramatisch. Der in diesem Jahr höher prognostizierte globale Angebotsüberschuss würde dann nicht wie bisher durch einen entsprechenden Lageraufbau in China absorbiert werden. Die Weltmarktpreise für Baumwolle blieben so lange unter Druck bis die chronischen Angebotsüberschüsse abgebaut sind. Die Situation könnte sich drastisch verschärfen, sollte sich China entscheiden, einen Teil der erworbenen Lagerbestände für die inländische Textilindustrie freizugeben.

Chinesische Importe von Baumwolle und Baumwollgarn in 1.000 Tonnen



Quelle: Allgemeine Zollverwaltung der Volksrepublik China, Tiberius

Gegenüberstellung der Veränderung der chinesischen Lagerbestände zum Vorjahr und des globalen Marktüberschusses/-defizits (in Millionen 480 Pfund Ballen)



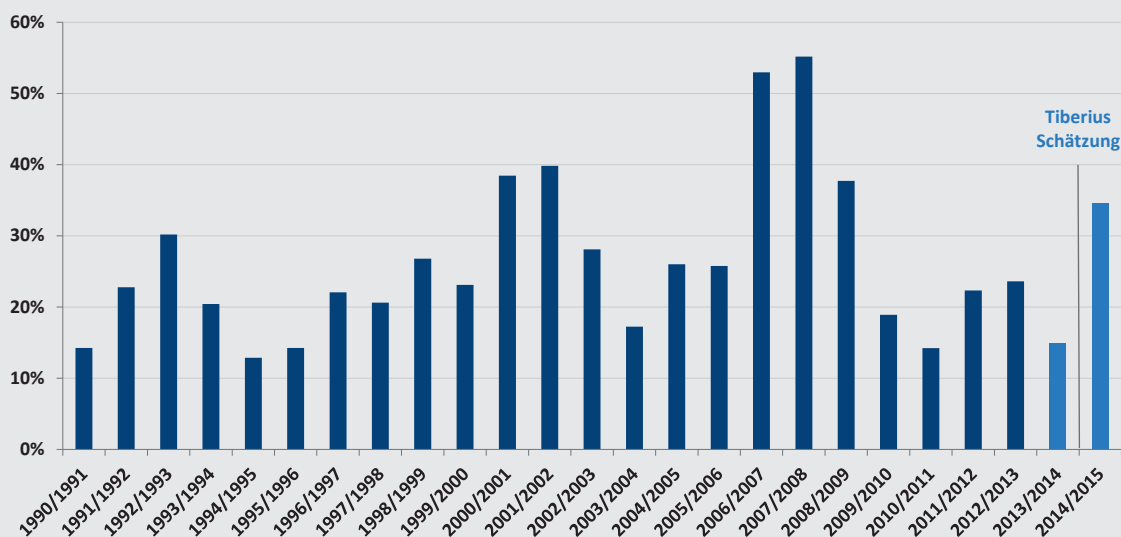
Quelle: USDA, Tiberius

Angebotsausweitung im Marketingjahr 2014/15

Die USA ist mit einem gegenwärtigen Anteil von 11% der Weltmarktproduktion der größte Exporteur von Baumwolle. Die US-Baumwollproduktion wird im Jahr 2013 vermutlich um 24% tiefer ausfallen als im Vorjahr. Die Ursache dieses Rückgangs waren

die hohen Getreidepreise im Frühjahr 2013, die den Anbau von Getreide anstatt Baumwolle lukrativer machten. Die aktuellen Preisrelationen und Anbaumargen signalisieren für 2014 aber eine Trendumkehr. Baumwolle hat aufgrund des Rückgangs der Getreidepreise relativ an Attraktivität für den Anbau in 2014 hinzugewonnen. Obwohl die Anbauentscheidungen erst im Frühjahr 2014 getroffen werden, gehen

US-Stocks to Use Ratio Baumwolle



Quelle: USDA, Tiberius

wir im November 2013 von einem Anstieg der US-Baumwollanbaufläche im Marketingjahr 2014/15 um rund 14% auf 11,8 Millionen Acres aus. Die Ernte fiel dementsprechend um knapp 4 Millionen Ballen höher aus. Auch global erwarten wir aufgrund der gefallenen Getreidepreise einen Anstieg der Baumwollproduktion um rund 5% im Vergleich zum Vorjahr.

Gleichzeitig sehen wir im Marketingjahr 2014/15 niedrigere US-Exporte als im vorangegangenen Marketingjahr. Zum einen, da durch den globalen Produktionsanstieg der Wettbewerb zwischen den einzelnen Exportnationen zunimmt. Zum anderen aufgrund der erwarteten Änderung der chinesischen Reservepolitik. Die US-Stocks to Use Ratio dürfte von 15% auf knapp 35% emporschnellen und die Terminkurve dürfte im Laufe des Jahres 2014 einen steilen Contango ausbilden.

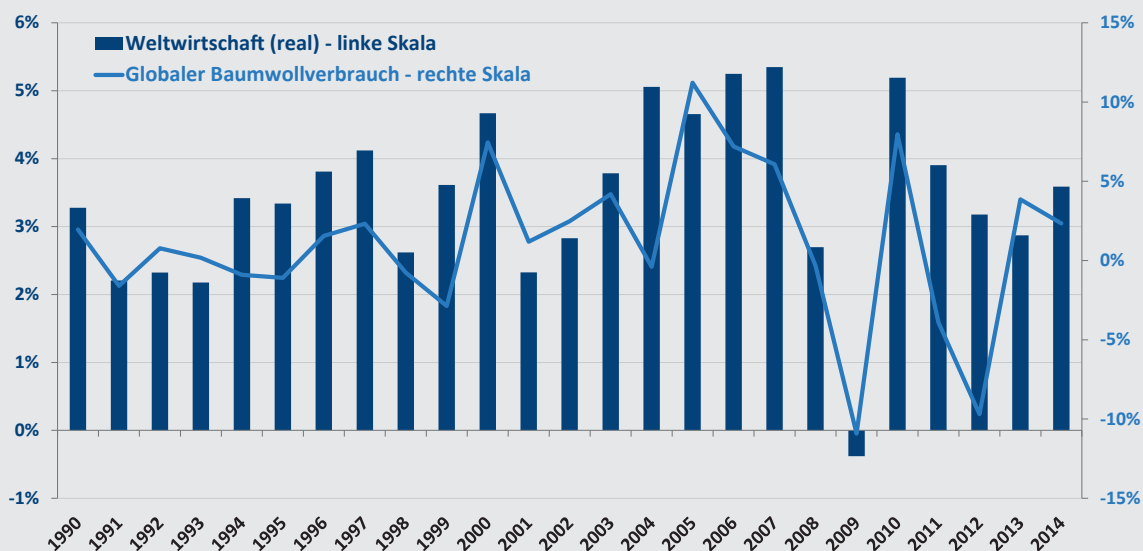
Stabiles Nachfragewachstum im Marketingjahr 2014/15 erwartet

Die globale Nachfrage nach Baumwolle hat sich in den letzten beiden Jahren von dem Einbruch

infolge der Preisrekorde im Frühjahr 2011 wieder deutlich erholt. Das Wachstum der globalen Baumwollnachfrage korreliert im Vergleich zu anderen Agrarrohstoffen relativ gut mit den konjunkturellen Wachstumszyklen der Weltwirtschaft. Da wir das Weltwirtschaftswachstum in 2014 etwas höher als in diesem Jahr erwarten, setzen wir sowohl im aktuellen (2013/14) als auch im nächsten Marketingjahr (2014/15) eine positive Wachstumsrate der globalen Baumwollnachfrage von 2,5% (2013/14) bzw. 3% (2014/15) voraus. Noch höhere Wachstumsraten halten wir aufgrund der Substitution von Baumwolle durch synthetische Produkte für wenig wahrscheinlich.

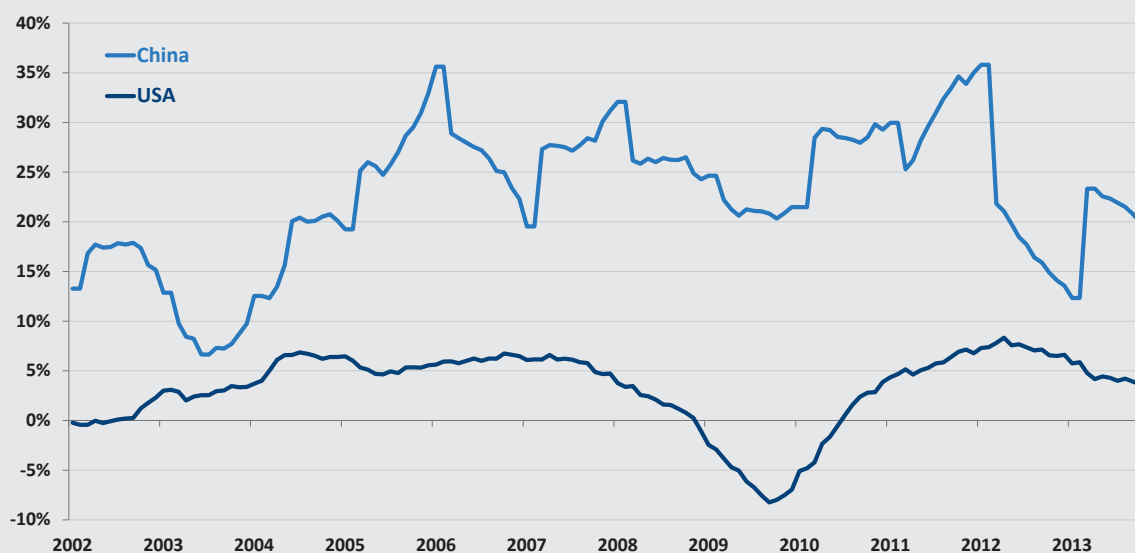
Wie bei vielen Rohstoffen wird das größte Nachfragewachstum in den Schwellenländern verzeichnet. Die Einzelhandelsumsätze im Bereich Kleidung weisen in China aufgrund des gestiegenen Lebensstandards und der höheren verfügbaren Einkommen hohe positive Wachstumsraten auf. Die jährlichen Ausgaben für Kleidung der in Städten lebenden Bevölkerung liegen zwar deutlich über den Ausgaben der Bevölkerung in ländlichen Gebieten. Doch auch die Ausgaben der ländlichen Bevölkerung weisen positive Wachstumsraten auf. Darüber hinaus birgt der ländliche Bereich mit ca. 675 Millionen

Jährliche Wachstumsraten der Weltwirtschaft und des globalen Baumwollverbrauchs



Quelle: Internationaler Währungsfonds, USDA, Tiberius

Jährliche Wachstumsraten der US-Einzelhandelsumsätze – Kleidung und Accessoires sowie der chinesischen Einzelhandelsumsätze – Kleidung (12 Monate rollierend)



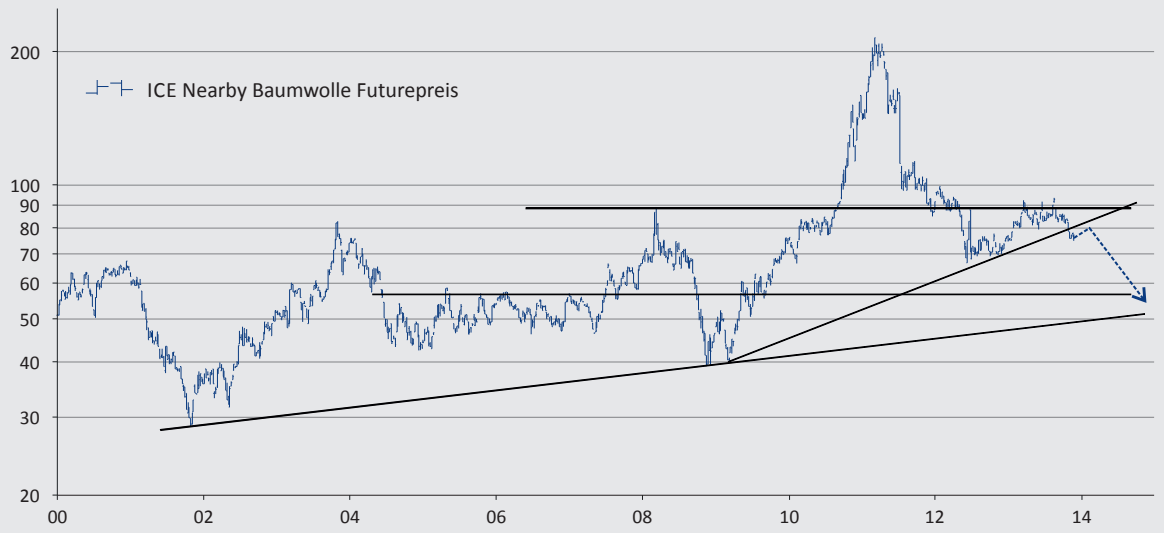
Quelle: Statistisches Bundesamt der USA, Staatliches Amt für Statistik der Volksrepublik China, Tiberius

Chinesen ein enormes Wachstumspotenzial. In den Industriestaaten liegen die jährlichen Wachstumsraten der Einzelhandelsumsätze hingegen auf einem deutlich tieferen Niveau. In den USA befinden sie sich zwar im positiven Bereich, das Wachstum verlangsamte sich jedoch in den letzten beiden Jahren und verhält sich weniger dynamisch als in den Schwellenländern. Insgesamt wird das globale Nachfragewachstum aber nicht ausreichen, um den erwarteten Wegfall der staatlichen chinesischen Käufe zu kompensieren.

Fazit: Starker Preisdruck in 2014

Zu Beginn des Kalenderjahres 2014 sehen wir die Baumwollnotierungen noch unterstützt, da die im Vergleich zum Vorjahr höheren Ernten auf der Südhalbkugel noch nicht eingebracht sind. Die USA besitzt deshalb bis zu diesem Zeitpunkt noch gute Exportchancen. Im weiteren Jahresverlauf nimmt jedoch das globale Baumwollangebot aufgrund von Produktionssteigerungen zu. Die globale Stocks to Use Ratio dürfte deshalb auf rund 90% im Marketingjahr 2014/15 ansteigen und der globale Baumwollmarkt zum fünften Mal in Folge einen Überschuss aufweisen. Dieser wird nicht mehr durch staatliche chinesische Käufe aufgefangen werden. Nicht auszuschließen ist sogar, dass ein Abbau der hohen chinesischen Lager zusätzlichen Preisdruck entfacht. Normale Anbau-/Wetterbedingungen unterstellt, gehen wir deshalb von einem Rückgang der Baumwollnotierungen auf rund 55 US-Cents je Pfund im Kalenderjahr 2014 aus.

Preisprognose Baumwolle



Quelle: Thomson Reuters Datastream

INVESTMENTPRODUKTE

Die Tiberius Gruppe betreut zum 28. November 2013 folgende Investmentprodukte*:

1.	Commodity Alpha OP	Long Only
2.	Tiberius Active Commodity OP	Long Only
3.	Magma Capital Global Macro Strategy	Global Macro
4.	Tiberius Commodity Fund of Funds	Dachfonds
5.	Tiberius EuroBond OP	Fixed Income
6.	Tiberius InterBond OP	Fixed Income

* Spezialfonds und Fonds, für welche die TAM die Anlageberatung durchführt, sind nicht abgebildet

Wenn Sie Fragen zu den Produkten haben, wenden Sie sich bitte an unser Sales Team. Ebenso richten Sie bitte fachliche Anfragen über die Managementstrategie an unser Sales Team.

KONTAKT

Tiberius Gruppe, Headquarter

Tiberius Asset Management AG

Baarerstrasse 53
6300 Zug
Schweiz
Tel.: +41 41 560 00 81
Fax: +41 41 560 00 82
E-Mail: info@tiberiusgroup.com

Tiberius Services AG

Tübinger Straße 7
70178 Stuttgart
Deutschland
Tel.: +49 711 185 785 00
E-Mail: info@tiberiusgroup.com

Tiberius Asset Management Services UK Ltd.

17c Curzon Street
W1J 5HU London
United Kingdom
Tel.: +44 203 471 20 60
Fax: +44 203 471 20 99
E-Mail: info@tiberiusgroup.com

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 bei Tiberius Asset Management AG (+41 41 560 00 81/ info@tiberiusgroup.com) oder bei der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft.

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. Zuwiderhandlungen können den Strafbestimmungen des Urheberrechts unterliegen.

Copyright © 2013 Tiberius Asset Management AG. Alle Rechte vorbehalten.

Redaktionsschluss: 28. November 2013

TIBERIUS GROUP

Tiberius Asset Management AG

Baarerstrasse 53

6300 Zug

Schweiz

www.tiberiusgroup.com