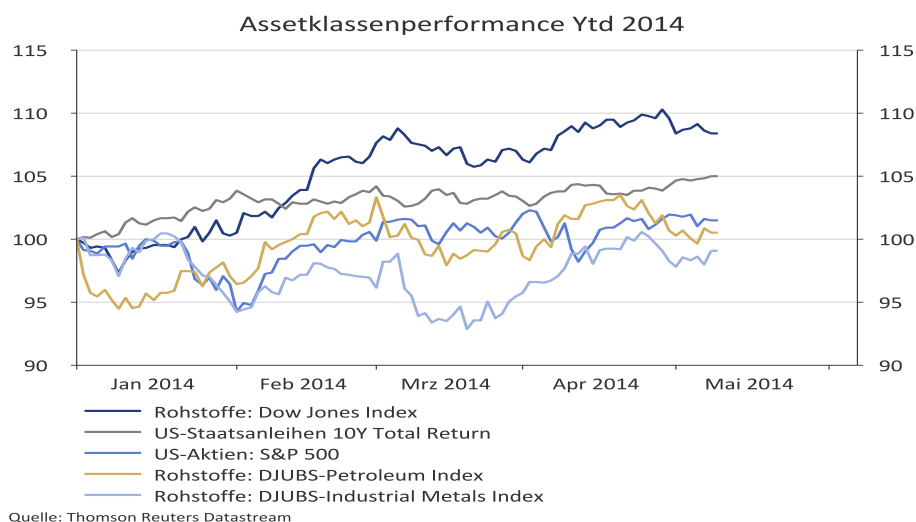


Richtungslose Zykliker

Rohstoffe – gemessen am Dow Jones UBS Rohstoffindex – wiesen in diesem Jahr mit knapp +9% die beste Performance auf. Wie in den letzten Marktkommentaren ausgeführt, wurde die diesjährige Aufwärtsperformance insbesondere von nicht zyklischen Einflussfaktoren (v. a. Wetter) getragen. Die zyklischen Industrierohstoffe (Rohöl, Rohölprodukte, Industriemetalle) und die globalen Aktienmärkte zeigten eine annähernd neutrale absolute Wertentwicklung, wobei sich im April 2014 eine leichte Preiserholung ergab. So konnten der Dow Jones UBS Industriemetallindex (+2,99%), der S&P 500 (+0,62%) und der Dow Jones UBS Petroleumindex (+0,23%) jeweils leicht zulegen. Die Musik spielte aber im April erneut bei US-Erdgas und einzelnen Agrarrohstoffen. Unter den größten Gewinnern der im Dow Jones UBS Index vertretenen Rohstoffmärkte – Nickel (+15,14%), Kaffee (+14,41%), US-Erdgas (+9,55%), Sojabohnen (+4,96%), Sojabohnenöl (+3,70%) – fand sich mit Nickel nur ein klassischer Industrierohstoff. Auch die Bondmärkte gehen momentan noch nicht von einer breiten Aufwärtsbewegung zyklischer Rohstoffkomponenten aus. Die Kerninflationsraten sind mit Ausnahme der Sondersituation in Japan (Mehrwertsteuererhöhung) in den wichtigsten Industrieländern nach wie vor rückläufig und haben in der Eurozone und in China bereits die Schwelle von 1% unterschritten. Dementsprechend haben sich 10-jährige US-Staatsanleihen mit einer Gesamtrendite von 5% bisher deutlich besser geschlagen als Aktien und Industrierohstoffe.



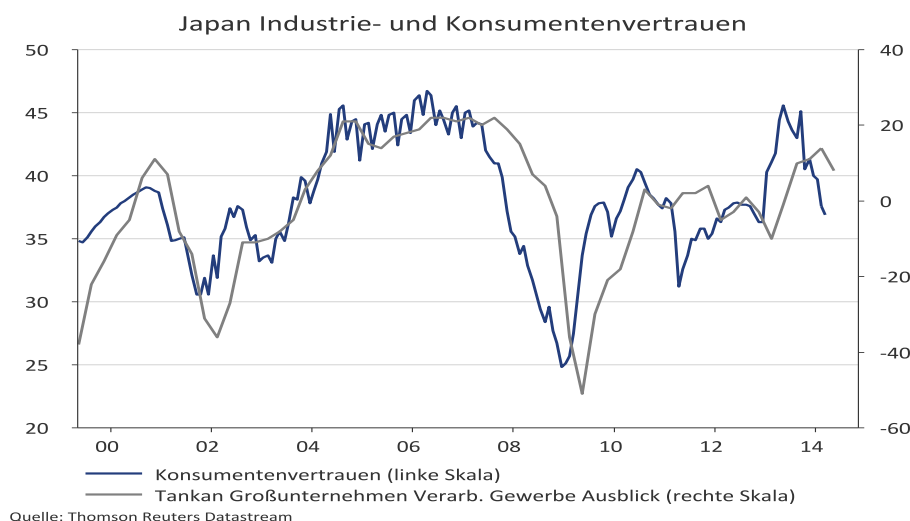
Globale Geldpolitik nach wie vor unterstützend

In den kommenden Monaten dürften die Bondmärkte von der globalen Geldpolitik noch unterstützt bleiben. In den USA ist immer noch kein klarer Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik kommuniziert. Zwar sind die Bedingungen, die der ehemalige Notenbankpräsident Ben Bernanke als Voraussetzungen für erste Zinsmaßnahmen formuliert hat – u. a. eine Arbeitslosenquote unter 6,5% – mittlerweile erfüllt. Seine Nachfolgerin Janet Yellen stellte in ihrem jüngsten Auftritt vor dem Kongress jedoch die Risiken für die Konjunktur, insbesondere am US-Häusermarkt, in den Vordergrund, sodass trotz der planmäßigen Rückführung der Staatsanleihenkäufe nicht mit einer ersten Zinserhöhung vor dem Frühjahr 2015 zu rechnen ist. Die Leitzinserhöhungen dürften wie im vorangegangenen Zyklus „maßvoll“ ausfallen. Eine langsame und erst im Jahr 2015 einsetzende Parallelverschiebung der US-Zinsstrukturkurve wird aber kaum ausreichen, um einen ernsthaften Gegenwind für die Aktien- und Rohstoffmärkte zu entfachen. Aus unserer Sicht ist das zu wenig, um mehr als eine taktische Aufwertung des US-Dollar zu begründen.

Dass die US-Devisen in den letzten Tagen dennoch an Boden gegenüber dem Euro gewinnen konnte, lag an den Äußerungen von EZB-Präsident Draghi während der EZB-Pressekonferenz am 8. Mai 2014. Gemessen am sonstigen sibyllinischen Sprachgebrauch der EZB vermittelte Draghi ungewohnt deutlich, dass angesichts des hohen Wechselkurses des Euro, des unterdurchschnittlichen Kreditwachstums in der Eurozone und einer mittelfristig gedrückten Inflationsrate die Zeit zum Handeln für die EZB nun gekommen sei. Darüber bestünde im EZB-Rat Einigkeit. Vor entsprechenden Maßnahmen, die das gesamte Instrumentarium der Notenbank mit einschließen, sollen aber noch Anfang Juni veröffentlichte Wirtschaftsdaten für den Euroraum abgewartet werden, wobei Maßnahmen bereits in der EZB-Sitzung am 5. Juni 2014 erfolgen sollten, falls die Wirtschaftsdaten Anfang Juni nicht überraschend positiv ausfallen. Dieser, von den Märkten lang erwartete Schwenk zu einer expansiveren Politik ist angesichts stabiler Konjunkturdaten aus dem Euroraum eine bullische Nachricht für Aktien- und Rohstoffmärkte.

In Japan scheint es nach der Mehrwertsteuererhöhung Anfang April zu einem zumindest temporären Rückgang des Wirtschaftswachstums zu kommen. Die Realeinkommen der privaten Haushalte sind durch die Mehrwertsteuererhöhung gesunken, das Konsumentenvertrauen ist seit Monaten stark rückläufig. Der letzte Tankan-Bericht der japanischen Notenbank belegt, dass auch der Optimismus auf der Unternehmensseite langsam schwindet. Damit steht die Abe-Regierung vor dem Dilemma,

dass die von ihr initiierte, starke Ausweitung der Zentralbankgeldmenge seit Herbst 2012 erneut verpufft ist. Aus unserer Sicht hat die japanische Regierung bei einer weiteren Eintrübung der Konjunkturperspektiven nur noch wenige Pfeile im Köcher. Noch sperren sich die Geldpolitiker weltweit der Einsicht, dass unterdurchschnittliche Wachstumsperspektiven sich mit geldpolitischen Mitteln nicht lösen lassen. Wie wir in den Kapitalmarktausblicken der letzten Jahre ausführlich begründet haben, bewirken die expansiven Politiken vornehmlich eine Aufblähung der Vermögenspreise, von der die unteren und mittleren Einkommensschichten nur wenig profitieren. In Japan hieße dies, das Scheitern von Abenomics einzugestehen. Bevor es dazu kommt, wird die Regierung unserer Ansicht nach die Notenbank ab Herbst 2014 noch zu einem letzten Versuch verleiten, auf den eingefahrenen geldpolitischen Gleisen die Konjunktur zu beleben. Da japanische Banken und Privathaushalte bereits heute zu Nettoabgebern von japanischen Staatsanleihen zählen, dürfte dies zu einem unhaltbar hohen und direkten Staatsanleihenbesitz der Bank of Japan führen, was den Anfang vom Ende der japanischen Staatsschuldenblase einleiten wird. Für die Aktien- und Rohstoffmärkte – insbesondere für Gold – wäre eine derartige Politik zumindest vordergründig noch einmal eine positive Nachricht. Insgesamt gibt es von der geldpolitischen Seite nach wie vor grünes Licht für Aktien- und Rohstoffmärkte.



Ukraine-Risiken sind unterschätzt, aber dennoch kein nachhaltiger Belastungsfaktor

Auch von der Krise in der Ukraine ließen sich die westlichen Kapitalmärkte bisher wenig stören. Insbesondere für die US-Märkte steht die Ukraine nicht im Mittelpunkt. Viele angloamerikanische Marktteilnehmer sind gewohnt, dass NATO und EU ihre Grenzlinien in den letzten Jahren sukzessive

nach Osten verschieben konnten ohne dabei auf harten russischen Widerstand zu treffen. Implizit scheinen die Märkte davon auszugehen, dass das auch in diesem Fall wieder gelingen wird. Dabei sind die Interessenslagen diesmal wesentlich komplexer. Wir haben in unserem Marktkommentar Februar dargelegt, warum die Krim und die Ukraine geostrategisch unverzichtbar für Russland sind. Hinzu kommt, dass eine Nichtberücksichtigung der Interessen der großen russischen Minderheit einen Präzedenzfall für die Länder der ehemaligen Sowjetunion (z. B. Mittelasien) schaffen könnte, in denen russische Minderheiten leben. Auf der anderen Seite steht die Politik des Westens – die einseitige Unterstützung einer nicht legitimierten ukrainischen Übergangsregierung, die offensichtlich nicht die Gesamtukraine repräsentiert und die unter zweifelhaften Umständen ins Amt gekommen ist – vor einem Scherbenhaufen. Gefragt ist nun ein offener Dialog der ukrainischen Interessensgruppen, indem sich der Westen nicht voreingenommen auf eine Seite stellt und gleichzeitig die Interessen Russlands angemessen berücksichtigt. Sollte ein derartiger Interessensausgleich nicht zustande kommen, werden sich die Kursverluste nicht allein auf den russischen Kapitalmarkt beschränken lassen. Jedoch scheint diese Logik westlichen Politikern allmählich zu dämmern. Die scharfe Rhetorik gegen Russland hat in den letzten Tagen einer nüchternen und pragmatischeren Sichtweise Platz gemacht.

Rohstoffe mit unterschiedlichen Perspektiven

In diesem Gesamtumfeld sind die Perspektiven der einzelnen Rohstoffsektoren nur sehr schwer abzuschätzen. Die zyklischen Rohstoffe sollten letztlich von einem freundlichen Konjunkturumfeld und einer weiterhin expansiven globalen Geldpolitik profitieren, wenn man wie wir von einer allmählichen Beruhigung in der Ukraine ausgeht. Dem globalen Rohölmarkt stehen dem positiven Konjunkturimpuls aber eine allmähliche Rückkehr des libyschen Angebots, hohe Crack Spreads der Rohölprodukte zu Brent, hohe spekulative Kaufpositionen und ein in den USA weiter wachsendes Angebot bei hohen Lagerbeständen an der Golfküste, was ein baldiges Ende der WTI-Stärke andeutet, entgegen. Aufgrund dieser Faktoren sieht das US-Energieministerium in seinem letzten Energy Outlook die Durchschnittspreise für 2014 um 5% tiefer als die gegenwärtige Kursnotiz. Auf der anderen Seite bieten die Terminkurven im Rohölkomplex immer noch positive Roll-Renditen, sodass sich unserer Ansicht nach kein starker Short-Trade ableiten lässt, zumal die Mehrzahl unserer Modelle noch Long-Signale liefern. Bei US-Erdgas sollte die Kohle-Gas-Substitution und eine anziehende Produktion das Lagerdefizit zum Fünfjahresschnitt in den nächsten Monaten verringern.

Wir rechnen zum Ende der Einlagerungssaison in den USA mit Lagerbeständen von 3.400 bcf, was für den nächsten Winter zwar keinen großen Puffer, aber eben auch keine Rationierung von Nachfrage bedeuten sollte. Um diese Lagerbewegung sicherzustellen, dürften die Preise in den nächsten Monaten im Nearby-Kontrakt in einer Handelsspanne zwischen 4,40 US-Dollar und 4,90 US-Dollar schwanken. Zurzeit sind wir am unteren Ende dieser Handelsspanne und dementsprechend liegt ein taktisches Long-Signal vor.

Bei den Industriemetallen sollte sich insgesamt eine freundliche Tendenz ergeben. Die beiden Indexschergewichte Kupfer und Aluminium haben aber unserer Ansicht nach kaum Kurspotenzial nach oben. Bei Kupfer scheint die Nachfrage in China kurzfristig wieder angezogen zu haben, was sich in steigenden physischen Preisprämien und einer verbesserten Terminkurve zeigt. Die Eintrübung im chinesischen Immobiliensektor mahnt jedoch zur Vorsicht. Auf mittlere Sicht wird der globale Markt für raffiniertes Kupfer einen Angebotsüberschuss aufweisen. Wir sind ab 7.000 USD je Tonne wieder auf der Verkäuferseite. Bei Aluminium sehen wir eine Handelsspanne an der LME zwischen 1.700 und 1.900 USD je Tonne, wobei die Dualität des Marktes – Angebotsdefizit im Westen und ein (höherer) Angebotsüberschuss in China – weiterhin fortbestehen dürfte, nachdem sich die LME nicht zu einer Änderung der Lagerausfuhrregeln durchringen konnte. Wesentlich bessere Perspektiven haben nach unserem Verständnis die Metalle Zink, Nickel, Blei, Zinn sowie die Platinmetalle, die alle ein Angebotsdefizit aufweisen. Bei Nickel ist die kostengünstige Pig-Iron-Produktion rückläufig, nachdem seit Januar 2014 kein indonesisches Nickelerz mehr auf den Markt kommt. Bei Preisen oberhalb von 20.000 US-Dollar je Tonne tendieren wir aber mehr und mehr zu einer neutralen Positionierung, da zu diesen Preisen die klassische Nickelproduktion mittelfristig profitabel ist und in Indonesien Verhüttungskapazitäten geschaffen werden. Zudem ist das Sentiment von bearisch zum Ende des vergangenen Jahres nun auf extrem bullisch umgeschwenkt. Für uns ein Zeichen, dass der größte Teil der Hausse hinter uns liegt.

Zu den Agrarrohstoffen haben wir im Marktkommentar März ausführlich Stellung genommen. Wir sehen nach wie vor deutliche Preisrückgänge bei Weizen, Mais und Sojabohnen sowie Baumwolle. In all diesen Märkten existieren hohe spekulative Kaufpositionen, die sich durch die Knappheit im laufenden Marketingjahr 2013/14 gestützt wähnen. Für den Herbst 2014 zeichnen sich in den USA aber hohe Ernten ab, die zu einem signifikanten Lageranstieg bei Baumwolle, Sojabohnen und Mais führen werden. Das US-Landwirtschaftsministerium (USDA) hat am 9. Mai seinen monatlichen Bericht zu den Angebots- und Nachfrageschätzungen einzelner Agrarrohstoffe (World Agricultural

Supply and Demand Estimates, kurz WASDE) veröffentlicht. Demnach werden die US Stocks to Use Ratios im Marketingjahr 2014/15 im Vergleich zum Vorjahr deutlich ansteigen: Bei Weizen von 23,9% auf 24,9%, bei Mais von 8,4% auf 12,9%, bei Sojabohnen von 3,8% auf 9,6% und bei Baumwolle von 20,0% auf 29,1%. Das USDA unterstellt bei Mais und Sojabohnen einerseits recht hohe Erträge pro abgeernteter Flächeneinheiten (Yield), aber andererseits auch nochmals hohe US-Exporte. Wir sehen beide Größen etwas tiefer, kommen aber in der Summe auf einen ähnlichen Marktsaldo. Bei einem Ausbleiben von wetterbedingten Ernteeinbußen ist demnach bei Sojabohnen und Baumwolle von einem drastischen Rückgang des Kassapreises um mehr als -30% auszugehen. Aufgrund der Backwardation der Terminkurven können bei Sojabohnen und Baumwolle Roll-Renditen von mehr als +10% eingenommen werden, sodass die Gesamtrendite nicht ganz so negativ ausfallen dürfte. Insgesamt rechnen wir mit einem Total Return bei beiden Rohstoffen zwischen -15% und -20% im weiteren Jahresverlauf. Nicht ganz so viel dürfte es bei Mais und Weizen werden, da das aktuelle Preisniveau nicht so stark nach oben übertrieben ist. Bei den Soft Commodities erwarten wir immer noch schwächere Kaffeepreise, sobald sich die Ernteeinbußen in Brasilien besser quantifizieren lassen (voraussichtlich Ende Mai 2014). Die brasilianischen Bauern haben den starken Preisanstieg (von 110 US-Cent je Pfund auf in der Spitze über 210 US-Cent je Pfund) für außergewöhnlich hohe Exporte genutzt. Bei Zucker sehen wir in den nächsten Wochen Impulse beim Kassapreis, was aufgrund des Contango in der Terminkurve zu Roll-Verlusten führen dürfte.

Sektor	übergewichten	leicht übergewichten	neutral	leicht untergewichten	untergewichten
Energie		US-Erdgas	Benzin Brent Heizöl	WTI	
Industriemetalle	Zink	Blei Zinn Nickel	Kupfer Aluminium		
Edelmetalle		Platin Palladium	Gold Silber		
Lebendvieh			Lebendrind Mag. Schweine		
Getreide			Sojabohnenöl	Mais Weizen	Sojabohnen Sojabohnenmehl
Softs			Zucker	Kaffee Kakao	Baumwolle

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 0081 / 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 Brochüre gemachten Aussagen ohne Vorankündigung geändert werden.

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

Copyright © 2014 Tiberius Asset Management AG. Alle Rechte vorbehalten.

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