

Tiberius Research Paper

Preiszyklen an den Rohstoffmärkten. Charakteristika einer Hause.

Dr. Torsten Dennin

04/2016

Preiszyklen an den Rohstoffmärkten. Charakteristika einer Hause.

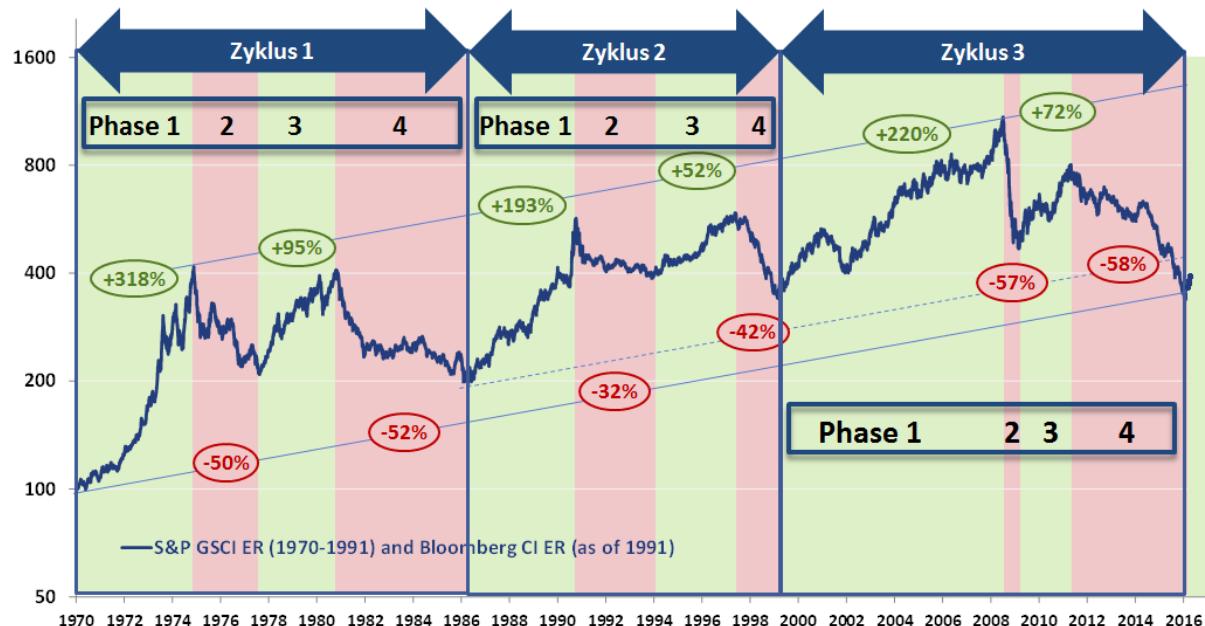
Dr. Torsten Dennin, Tiberius Asset Management AG

Die Asset Klasse Rohstoffe hat 2016 das fünfte Jahr einer Baisse hinter sich. Bis auf Gold konnten Rohstoffe den Anleger trotz angespannter Aktienmärkte auch 2016 bislang nicht überzeugen. Eben diese Anleger fragen sich, welche Faktoren eine Trendumkehr, möglicherweise den Beginn einer neuen Rohstoff-Hause kennzeichnen, in dessen Verlauf Rohstoffpreise nicht um 10-15% steigen, sondern das Potenzial haben sich zu verdoppeln.

Die Rohstoffmärkte verzeichneten 2016 einen denkbar schlechten Jahresstart. Der Bloomberg Commodity Index, Gradmesser für die Performance von Öl und Gas, Metallen und Agrargütern markierte am 20. Januar 2016 mit 72 Indexpunkten einen Tiefstand seit Berechnung des Index im Jahr 1991. Der seit 1970 berechnete S&P Goldman Sachs Rohstoffindex handelte sogar auf Niveaus des Jahres 1973. Grund: eine Angebotsschwemme ließ den Preis für Rohöl temporär bis auf 26 US-Dollar abstürzen und ein sich abschwächendes Wachstum der chinesischen Volkswirtschaft dämpfte die Nachfrage nach anderen zyklischen Rohstoffen wie Metallen. Neben Befürchtungen eines weltweit schwächeren Wirtschaftswachstums belastete darüber hinaus ein starker US-Dollar. Seit den Hochs im Sommer 2011 verloren die Rohstoffmärkte durchschnittlich mehr als 50% an Wert.

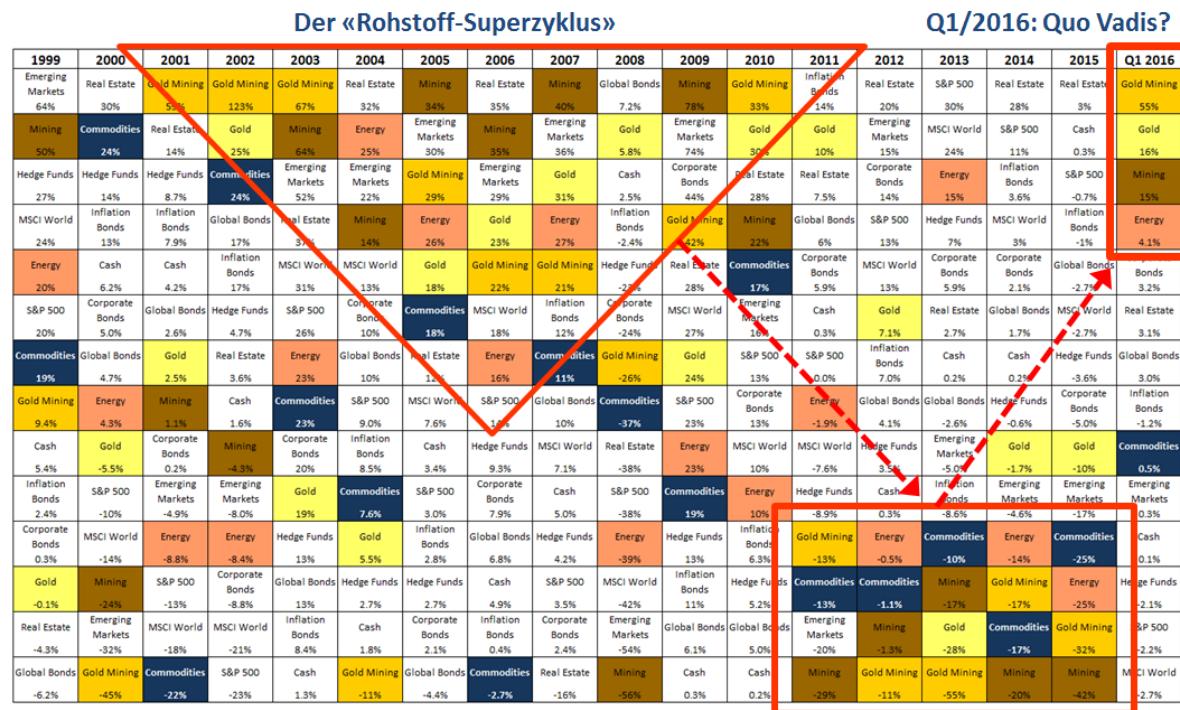
Nach fünf Jahren Baisse fragen sich Anleger zu Recht ob es sich um den schlimmsten Rohstoff-Crash der jüngeren Geschichte handelt und ob eine Trendwende jemals in Sicht kommt. Am besten wäre es, die Zeichen der Zeit richtig zu deuten, um die erste Phase einer neuen Hause nicht zu verpassen.

Abbildung 1. Rohstoffmarktzzyklen. Die lange Sicht 1970 bis 2016



Diese Fragen versucht die folgende Analyse zu beantworten. Zu diesem Zweck wird die Entwicklung der Rohstoffmärkte seit 1970 in verschiedene Zyklen und Phasen unterteilt, um historische mit aktuellen Drawdown-Perioden zu vergleichen und um gemeinsame Charakteristika zu identifizieren (Abb.1).

Abbildung 2. Asset Klassen Performance Matrix. 1999 bis 2016



Quelle: Tiberius Research, Bloomberg

Wie in Abbildung 2 unschwer zu übersehen ist, fristeten Rohstoffe die vergangenen 5 Jahre auf der Strafbank. D. h. Rohstoffe und Gold sowie die rohstoffnahen Aktiensegmente Energie, Bergbau und Goldminen belegten zwischen 2011 und 2015 von 14 Asset und Sub-Asset Klassen bestehend aus Aktien, Anleihen, alternative Investments und Liquidität kontinuierlich die allerletzten Plätze. In der Bilanz für das erste Quartal 2016 brillieren hingegen Gold und Goldminen sowie der breite Minensektor, während der Rohstoffmarkt zum ersten Mal nicht deutlich schlechter abschneidet als Aktien und Anleihen. Ist dies nun ein kurzfristiges „Reversal“ oder eine gesunde Bodenbildung?

Rohstoffzyklen in Retrospektive

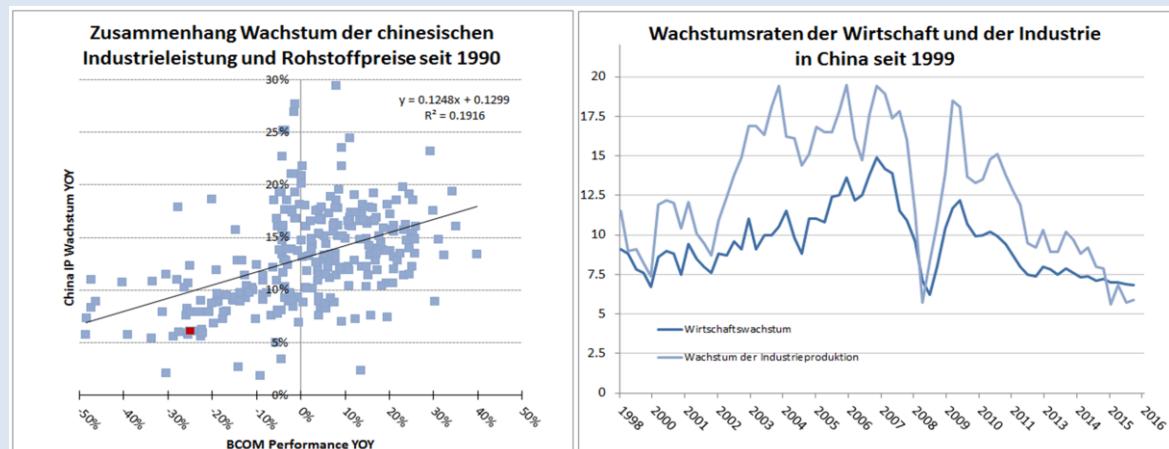
Die Rohstoffpreisentwicklung folgt im Zeitverlauf einem typisch zyklischen Muster. Übertragen auf Energieträger und Metalle röhrt dies von der Zeitverzögerung her, mit der das Angebot auf Änderungen der Nachfrage und vice versa reagieren kann. In Zeiten hoher Preise investieren Unternehmen vermehrt in die Ausweitung der Förderung und in die Erschließung zusätzlicher Lagerstätten. Daraufhin steigt das Angebot, das Preisniveau erreicht einen Hochpunkt und beginnt zu sinken. In den Folgeperioden wächst das Angebot weiter an, während die Preise weiter sinken und

schließlich unter die Grenzkosten der Produktion fallen. Als Konsequenz schrumpft u.a. durch Minenschließungen das Angebot, die Preise stabilisieren sich und beginnen wieder zu steigen.

Sonderfaktor China: positives Überraschungspotenzial

Der Transformationsprozess der chinesischen Volkswirtschaft hat in den vergangenen Monaten zu schmerhaften Wachstumseinbußen geführt. Das Wirtschaftswachstum hat sich graduell auf 6,8% abgeschwächt, deutlich unter den Hochs der Boom-Jahre von 14,9% und unter dem durchschnittlichen Wirtschaftswachstum der vergangenen 15 Jahre von 9,4%. Weitaus stärker kam das Wachstum der Industrieproduktion zurück, welches aktuell bei knapp 5,9% liegt. Hier liegen die vergleichbaren Zuwachsraten der letzten Jahre bei 12,7% (Durchschnitt) und 19,5% (Hoch). Nicht verwunderlich ist daher, dass das Wachstum der Nachfrage nach Rohstoffen ins Stocken geraten ist und Anbieter gezwungen sind ihre Fördermengen dieser neuen Realität anzupassen.

Abbildung A. Rohstoffpreise und Wirtschaftsleistung in China



Quelle: Tiberius Research, Bloomberg

Quelle: Tiberius Research, Bloomberg

Die weitere Entwicklung der chinesischen Wirtschaft wirft einige Fragezeichen in Bezug auf folgende Faktoren auf: Die Abwertung des Yuan, die Verschuldung des öffentlichen und privaten Sektors, Kontrolle des Schattenbanken-Sektors und der Zustand des Häusermarktes. Die Turbulenzen am chinesischen Aktienmarkt in 2016, währenddessen der Shanghai Composite trotz Interventionen der Regierung knapp 30% an Wert einbüßte, schuf kein Vertrauen der Anleger in die Verfassung der chinesischen Wirtschaft.

Jedoch ist unserer Ansicht nach das Sentiment bezüglich China derzeit übertrieben negativ. President Xi Jinping hält weiterhin am Minimumziel von 6,5% jährlichem Wirtschaftswachstum bis 2020 fest, und rückläufige Wachstumsraten in Konsumenten- und Verbraucherpreisen öffnen der Regierung Handlungsspielraum für wirtschaftliche Stimulus-Maßnahmen. Im Gegensatz zu Wirtschaftsräumen wie USA, Europa und Japan verfügt China sowohl bei der Geld- als auch Fiskalpolitik noch über ausreichend Möglichkeiten. Um das Wachstum zu unterstützen ist die Auflage von Infrastrukturprogrammen und Job Initiativen mehr als wahrscheinlich.

Daher erwarten wir eine Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung auf diesem Niveau und ein moderates Anziehen der wirtschaftlichen Aktivität im späteren Jahresverlauf 2016. Dies impliziert positive Impulse für die Nachfrage nach zyklischen Rohstoffen wie Energie und Metallen.

Die Rohstoffmärkte durchliefen in den vergangenen 50 Jahren insgesamt drei Preiszyklen (vgl. Abb.1 und 3). Der letzte Zyklus, dessen Aufschwungphase als „Rohstoff-Superzyklus“ große Beachtung fand, erstreckte sich über fast 10 Jahre von 1999 bis zum Sommer 2008. Das Erwachen der chinesischen Volkswirtschaft, die einen enormen Rohstoffhunger entwickelte, katapultierte viele Rohstoffpreise in

ungeahnte Höhen. Im Vergleich zu früheren Aufschwungphasen wie 1970 bis 1974 (+318%) oder 1986 bis 1990 (+193%), verlief der Rohstoff-Superzyklus zwar über einen längeren Zeitraum, jedoch mit einer durchschnittlichen Verteuerung von +220% nicht außergewöhnlich drastisch.

Jeder Zyklus durchlief wiederum vier Phasen, die sich wie folgt charakterisieren lassen: Phase 1 („**Schockphase**“) zeichnet sich durch einen mehrjährigen, dynamisch verlaufenden Preisanstieg aus, dem in Phase 2 eine Korrekturbewegung folgt („**Korrekturphase**“). In Phase 3 steigen die Rohstoffpreise erneut an („**Expansionsphase**“), um jedoch in Phase 4 heftig zu korrigieren („**Kapitulationsphase**“). Der durchschnittliche Drawdown der Phasen 2 und 4 lag bei fast 50%, während der durchschnittliche Preisaufschlag der Phasen 1 und 3 bei rund 120% lag.

Ein bestimmender Faktor ist im Rohstoffuniversum der Ölpreis. Zum einen aufgrund der direkten Korrelation von Rohöl und Ölprodukten wie Heizöl, Diesel und Benzin sowie der hieraus folgenden hohen Gewichtung dieses Petroleum-Komplexes in den meisten Rohstoffindices. Zum anderen durch die indirekten Effekte von hohen bzw. tiefen Ölpreisen auf Agrargüter und Metalle z.B. in Bezug auf Transportkosten und Verarbeitung. Somit ist es nicht verwunderlich, dass – zyklusübergreifend – der jeweilige Kulminationspunkt der Phase 1 in lokalen Hochs des Ölpreises begründet liegt. Der Herbst 1973 markierte den Beginn der ersten Ölkrise, in der die OPEC die Fördermenge drosselte, um gegenüber dem Westen politische Forderungen durchzusetzen. In der Folge stieg der Preis für Rohöl von rund 3 US-Dollar auf über 11 US-Dollar je Fass in 1974 (x4). Mit der Eroberung Kuwaits durch den Irak im August 1990 und dem Eingreifen einer internationalen Staatengemeinschaft unter der Führung der USA begann der Zweite Golfkrieg. Kostete das Fass Rohöl 1986 noch rund 10 US-Dollar, sprang der Preis im Verlauf des Konfliktes auf über 40 US-Dollar (x4). Getrieben durch den Rohstoff-Superzyklus, verursacht durch das wirtschaftliche Erwachen der chinesischen Volkswirtschaft, explodierte der Ölpreis auf über 145 US-Dollar. Zum Vergleich: 1998/1999 war das Fass Rohöl im Tief noch bei rund 10 US-Dollar zu haben (x14).

Abbildung 3. Rohstoffzyklen /-phasen und ausgewählte Wirtschaftsdaten, 1970 bis 2016

Zyklus/Phase		Dauer	Rohstoffmarkt		Wachstum			Zinsniveau			Inflationsrate			US-Dollar-Index			
			%	% p.a.	Beginn	Ende	Δ%	Beginn	Ende	Δ%	Beginn	Ende	Δ%	Beginn	Ende	Δ%	
Zyklus 1	1	1970 bis 1974	4.9	318%	34%	3.1	5.6	2.5	7.9	7.6	-0.3	6.2	12.1	5.9	122	100	-18%
	2	1974 bis 1977	2.7	-50%	-22%	5.6	5.4	-0.3	7.6	7.5	-0.1	12.1	6.8	-5.3	100	104	3%
	3	1977 bis 1980	3.2	95%	24%	5.4	3.2	-2.2	7.5	11.4	4.0	6.8	12.6	5.8	104	86	-17%
	4	1980 bis 1986	5.5	-52%	-13%	3.2	4.2	1.1	11.4	7.0	-4.5	12.6	2.3	-10.3	86	115	34%
Zyklus 2	1	1986 bis 1990	4.5	193%	27%	4.2	3.7	-0.6	7.0	8.8	1.9	2.3	6.2	3.9	115	83	-28%
	2	1990 bis 1993	3.2	-32%	-11%	3.7	3.6	-0.1	8.8	5.7	-3.1	6.2	2.7	-3.5	83	95	14%
	3	1993 bis 1997	3.4	52%	13%	3.6	3.8	0.2	5.7	6.7	1.0	2.7	2.5	-0.2	95	94	-1%
	4	1997 bis 1999	1.8	-42%	-26%	3.8	4.5	0.7	6.7	5.3	-1.4	2.5	1.7	-0.8	94	99	5%
Zyklus 3	1	1999 bis 2008	9.4	220%	13%	4.5	1.8	-2.7	5.3	4.0	-1.3	1.7	5.0	3.3	99	73	-26%
	2	2008/2009	0.7	-57%	-72%	1.8	-0.3	-2.1	4.0	2.9	-1.1	5.0	0.2	-4.8	73	89	22%
	3	2009 bis 2011	2.2	72%	29%	-0.3	2.5	2.8	2.9	3.3	0.4	0.2	2.7	2.5	89	73	-18%
	4	2011 bis 2016	4.7	-58%	-16%	2.5	2.4	-0.1	3.3	2.0	-1.3	2.7	0.7	-2.0	73	99	36%

Quelle: Tiberius Research, Bloomberg

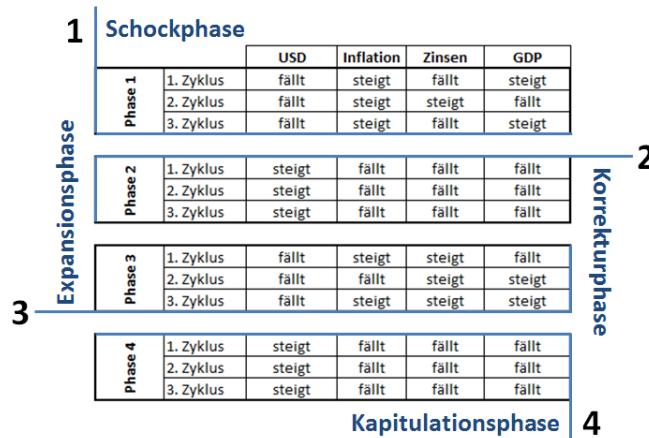
Um die Entwicklung des breiten Rohstoffmarktes in Abhängigkeit der unterschiedenen Zyklen und Phasen zu untersuchen, wurden in einem nächsten Schritt die wirtschaftlichen Rahmendaten

- Wirtschaftswachstum, Zinsniveau, Inflationsrate, US-Dollar

einer Analyse unterzogen.

Abbildung 3 zeigt das Niveau und die Veränderung dieser Kernparameter für jede Phase eines Zyklus. Zyklusübergreifend interessieren in der aktuellen Verfassung der Rohstoffmärkte vor allem Gemeinsamkeiten der Phasen 1, beginnende Hause („**Schockphase**“) und Phase 4, die Marktbereinigung („**Kapitulationsphase**“). Insbesondere die Preisentwicklung im vierten Quartal 2015 und in den ersten Wochen des Jahres 2016 legt nahe, dass wir uns aktuell in ebendieser Phase 4 befinden. Entscheidend wird sein zu erkennen, wann diese Phase ausgestanden ist.

Abbildung 4. Zyklus übergreifende Gemeinsamkeiten



Quelle: Tiberius Research, Bloomberg

Abbildung 4 zeigt, dass zyklusübergreifend die Kapitulationsphase gekennzeichnet war durch: 1. ein zurückgehendes Wirtschaftswachstum, 2. eine rückläufige Inflation, 3. fallende Zinsen und 4. einen starken US-Dollar. Wenn wir dies mit den wirtschaftlichen Rahmendaten für 2015/2016 vergleichen, ist der mittelfristige Trend eines Wirtschaftswachstums, welches global deutlich unter dem längerfristigen Trendwachstum zurückbleibt, eminent. Insbesondere die Wachstumsschwäche in China aufgrund des Transformationsprozesses der Wirtschaft und die rezessiven Tendenzen u.a. in den wichtigen BRIC-Staaten Brasilien und Russland stehen im Fokus. Letztere verschärfen sich durch den Ölpreis-Crash dramatisch. Massive geldpolitische Maßnahmen der Zentralbanken in den USA, Europa und Japan führten bislang weder zu einem Ansteigen der Inflation noch zu mehr Wachstum oder zu steigenden Kapitalmarktzinsen.

In welchem Umfeld fand nun die erste, dynamische Phase einer Rohstoff-Hause statt? Alle drei Zyklen zeichneten sich durch eine ansteigende Inflation und einen fallenden US-Dollar aus. In jeder Phase hat sich Rohöl als initiale und – im Verlauf – treibende Kraft herausgestellt. Konterintuitiv war es in den vergangenen Hause-Phasen keine zwingende Voraussetzung, dass das Wirtschaftswachstum ansteigt und in diesem sich verbesserten Wirtschaftsumfeld auch die Zinsen steigen. Zu einer Verbesserung dieser Rahmendaten ist es erst im späteren Verlauf gekommen.

Angewendet auf den Mikrokosmos der zyklischen Rohstoffbereiche Energie und Metalle wird der Markt noch immer von einem *miss-match* von Angebot und Nachfrage beschrieben. Die Marktsalden befinden sich im Überschuss, jedoch hat der Lagerbestandsaufbau den Höhepunkt überschritten und die Marktsalden verbessern sich. Die Finanzierungsbedingungen der rohstoffnahen Unternehmen bleiben jedoch aufgrund der niedrigen Rohstoffpreise weiter angespannt, die Sparmaßnahmen – worunter auch die Investitionen in zukünftige Förderausweiterungen fallen – sind noch nicht

abgeschlossen. Die überwiegende Mehrheit der Unternehmen ist gezwungen den Fokus auf Faktoren wie Bilanzpflege zu legen, denn durch den gesunkenen Börsenwert ist der Anteil des Fremdkapitals gestiegen. Die Schutzmaßnahmen des Managements beinhalten zwangsläufig den Verkauf von Unternehmensteilbereichen und die Ausgabe neuer Aktien. Dies konnte in den vergangenen Monaten bei Unternehmen wie z.B. Glencore, Anglo American, Freeport-McMoRan oder Nyrstar beobachtet werden. Dieser Prozess ist zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht abgeschlossen und geht eindeutig zu Lasten der Aktionäre. Daher sehen wir eine Outperformance der Unternehmensanleihen in den rohstoffnahen Aktiensektoren versus der direkten Aktienanlage in einem Umfeld sich stabilisierender und wieder leicht anziehender Rohstoffpreise als hochgradig wahrscheinlich an. Als wichtige Performance-Komponente scheint der Markt für Rohöl und Ölprodukte eine Bodenbildung abgeschlossen zu haben als der Preis für ein Fass Rohöl zeitweise bei 26 US-Dollar handelte. Die in den vergangenen Jahren stark gestiegene US-Förderung ist seit einigen Monaten rückläufig und viele kleinere und mittlere Unternehmen der Branche stehen vor dem wirtschaftlichen Aus, da sie sich zu diesen Preisen nicht refinanzieren können.

Fazit

Der gerade erst überwundene Preisverfall an den Rohstoffmärkten von mehr als 50% ist dramatisch, doch keine aussergewöhnliche Entwicklung. Die Rohstoffmärkte und -preise beschrieben in den vergangenen 50 Jahren insgesamt drei Zyklen, die sich wiederum in vier Phasen unterteilen lassen: eine initiale Schockphase, eine Korrektur- und Expansionsphase sowie eine Kapitulationsphase. Es ist verfrüht nach dem ersten Quartal 2016 von einer Rohstoffhause zu sprechen, doch deuten die Anzeichen darauf hin, dass die letzten Monate geprägt von einem sich abschwächen Weltweiten Wachstum, einem starken US-Dollar, fallenden Zinsen und fallender Inflation die letzten Züge einer Kapitulationsphase an den Rohstoffmärkten beschreiben.

Während des letzten Rohstoffzyklus kam dem wirtschaftlichen Erwachen der chinesischen Volkswirtschaft eine dominante Rolle zu. Wie im Abschnitt „Sonderfaktor China“ ausgeführt, sehen wir auf der aktuellen Basis ein positives Überraschungspotenzial für das Reich der Mitte als wahrscheinlich an. Das Sentiment bezüglich China ist negativer als die wirtschaftlichen Rahmendaten rechtfertigen.

Wie aus der Analyse der vergangenen 50 Jahre hervorgeht, ist ein bullisches Sentiment an den Rohstoffmärkten nicht zwangsläufig mit einem Anstieg der Wirtschaftsaktivität und einem steigenden Zinsniveau verbunden, vielmehr sollten sich Investoren auf ein Anziehen der Inflation und auf das Ende des Regimes eines starken US-Dollars fokussieren. Übertragen auf den Mikrokosmos der Energie- und Metallmärkte sind die Karten für eine sich abzeichnende Hause bereits ausgelegt: die Preise vieler Rohstoffe haben bereits eine Bodenbildung vollzogen, verharren jedoch noch auf niedrigem Niveau, die (noch) positiven Marktsalden bauen sich ab, Sparmaßnahmen und Produktionskürzungen der Unternehmen greifen. Der Ölmarkt ist mit einer rückläufigen US-Produktion und Preisen von rund 26 US-Dollar zu Anfang des Jahres 2016 hierfür ein Paradebeispiel. Diese Faktoren bestärken uns in der Prognose, dass sich auf Sicht von 2-3 Jahren eine Situation abzeichnet, die erneut von negativen Marktsalden geprägt ist, in denen die Nachfrage das Angebot übertrifft und das durchschnittliche Preisniveau deutlich höher liegt. Im Rückblick werden wir dann wohl argumentieren können, dass wir in 2016 die Initialphase eines neuen, sich über mehrere Jahre erstreckenden Rohstoffzyklus gesehen haben.

Appendix – Methodik

Der Analyse der Rohstoffmärkte liegen die beiden Rohstoffmarktindices Bloomberg Commodity Index (BCOM) und S&P Goldman Sachs Commodity Index (S&P GSCI) zugrunde. Der Bloomberg Commodity Index (früher: Dow Jones / UBS, bzw. Dow Jones / AIG Commodity Index) wurde erstmalig 1998 von Dow Jones berechnet und bis zum 2. Januar 1991 auf einen Basiswert von 100 Punkten zurückgerechnet. Der Index enthält 22 Rohstoffe in Form von vollständig besicherten Termingeschäften und bietet gegenüber dem S&P GSCI ein diversifiziertes Abbild der Rohstoffmärkte. Die Sektoren Energie, Metalle und Agrargüter gehen je zu einem Drittel in die Indexgewichtung ein. Im Gegensatz hierzu macht der Energiesektor im S&P GSCI rund zwei Drittel des Gesamtindexgewichts aus. Der S&P Goldman Sachs Commodity Index umfasst 24 Rohstoffe, wurde erstmalig 1991 von Goldman Sachs berechnet, 2007 von Standard & Poor's übernommen und bis zum 2. Januar 1970 auf einen Basiswert von 100 Punkten zurückgerechnet. Bis zur Datenverfügbarkeit des BCOM wurde in der Analyse auf den S&P GSCI zurückgegriffen.

Um gemeinsame Charakteristika der Hause und Baisse Phasen zu identifizieren, wurden im Zeitraum 1970 bis 2016 die Parameter Wirtschaftswachstum, Zinsniveau, Inflation und US-Dollar untersucht. Zur Messung des weltweiten Wirtschaftswachstums wurde auf Daten der Weltbank zurückgegriffen, die generische Verzinsung 10-jähriger US-Staatsanleihen dient als Proxy für das Zinsniveau und die Inflation bemisst sich an der Entwicklung der US-Konsumentenpreise (CPI), veröffentlicht vom Bureau of Labor Statistics. Die Veränderung des US-Dollars wurde anhand des US-Dollar Index untersucht, der den Wert des US-Dollars gegen einen Währungskorb aus sechs Währungen (EUR, JPY, GBP, CAD, SEK, CHF) vergleicht. Im späteren Verlauf der Analyse wurde ebenfalls auf das Wachstum der chinesischen Industrieproduktion zurückgegriffen, das seit 1990 vom National Bureau of Statistics of China veröffentlicht wird.

Zur Berechnung der Asset Klassen Performance Matrix (Abbildung 2) wurden die Renditen folgender Indices verwendet: MSCI World, S&P 500, Emerging Markets, Global Bonds, Corporate Bonds / High Yields, Inflation Protected Bonds, Hedge Funds, Commodities, Real Estate (REITS), Gold, Energy, Mining, Gold Mining und Cash (MXWO Index, SPX Index, MXEF Index, JGAGGUSD Index, IBOXYH Index, LBUTRUU Index, HFRXGL Index, BCOM Index, REIT Index, GOLDS Comdty, MXWO0EN Index, MXWO0MM Index, HUI Index und US0001M Index).

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 Broschüre gemachten Aussagen ohne Vorankündigung geändert werden.

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

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