

**TIBERIUS**

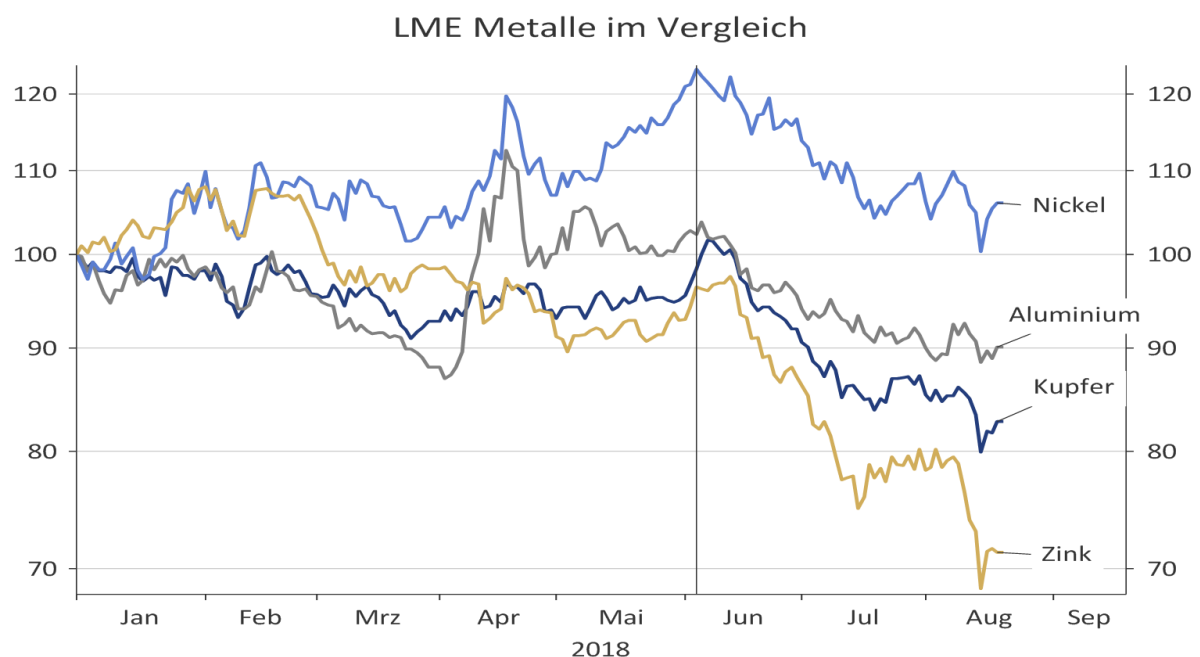


**Tiberius Markteinschätzung Metalle**

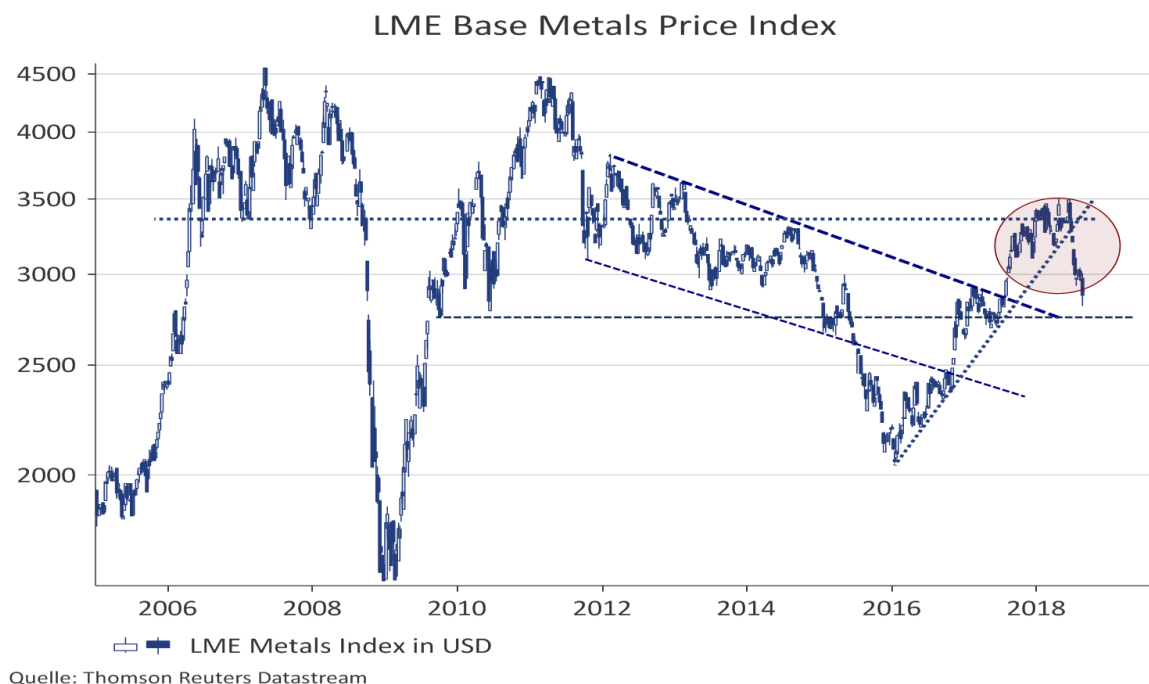
## Trade #1: Base Metals Long

### Starke Verluste ab Juni 2018

Industriemetalle verbuchten ab Juni 2018 in einer Zeit kräftige Verluste, als Konjunkturindikatoren und internationale Aktienmärkte eher für eine Fortsetzung des späten Konjunkturbooms sprachen. Die großen vier Kontrakte an der London Metal Exchange (LME) – Kupfer, Aluminium, Nickel und Zink – brachen von ihren Hochpunkten Ende Mai 2018 zwischen 15% und 30% ein. Diese ausgeprägte Kursschwäche lässt sich nicht primär an der Dollarentwicklung festmachen. Der Greenback tendierte zu den meisten Währungen seitwärts. Gegenüber dem Euro schwankte das Kursniveau zwischen 1,14 und 1,175. Aktuell steht der Eurokurs bei 1,16 US-Dollar. Also auch in Euro gerechnet sind die Industriemetalle eingebrochen. Die stark negative Entwicklung der Industriemetalle lässt sich ebensowenig mit einer parallelen Aktienschwäche begründen. Das amerikanische Börsenbarometer S&P 500 steht heute um mehr als 5% höher als Anfang Juni 2018.



Im längeren Chartbild hat der LME-Industriemetallindex den seit Anfang des Jahres 2016 bestehenden Aufwärtstrend nach unten durchbrochen. Signalisieren die Industriemetalle damit im Zuge des verschärften Handelsstreits zwischen den USA und vor dem Hintergrund der Wirtschaftskrise in der Türkei eine bevorstehende Konjunkturwende? Die Einführung zusätzlicher Zölle könnte ja zu einem Rückgang des Handelsvolumens und des globalen Bruttosozialprodukts führen. Wie groß dieser Effekt ist, hängt vor allem davon ab, wie stark die industrielle Nachfrage aufgrund des zollbedingten Preisanstiegs zurückgeht. Der unmittelbare Effekt eines eskalierenden Handelsstreits ist der einer Preiserhöhung. Höhere Zölle auf einzelne Industriegüter wirken wie eine Mehrwertsteueranhebung. Die betroffenen Produzenten stehen vor der Wahl, die Steuer durchzureichen und dabei Marktanteile an Wettbewerber zu verlieren, die von Zöllen nicht betroffen sind. Oder sie reduzieren ihre Absatzpreise, was bei gegebenen Kosten zu einer Reduzierung ihrer Margen führt. Langfristig führt ein Handelskrieg zu einer verminderten internationalen Arbeitsteilung und damit zu ineffizienteren Produktionsstrukturen sowie zu einer partiellen Neuordnung der Handelswege. Im schlimmsten Fall also zu einer Stagflation. In jedem Fall aber ein Horrorszenario für Aktien und Rentenmärkte. Diese scheinen davon jedoch ebenso wenig wissen zu wollen wie andere Rohstoffsektoren wie z.B. Rohöl. Ein einseitiges Einpreisen dieses Szenarios lediglich bei den Industriemetallen scheint wenig plausibel.





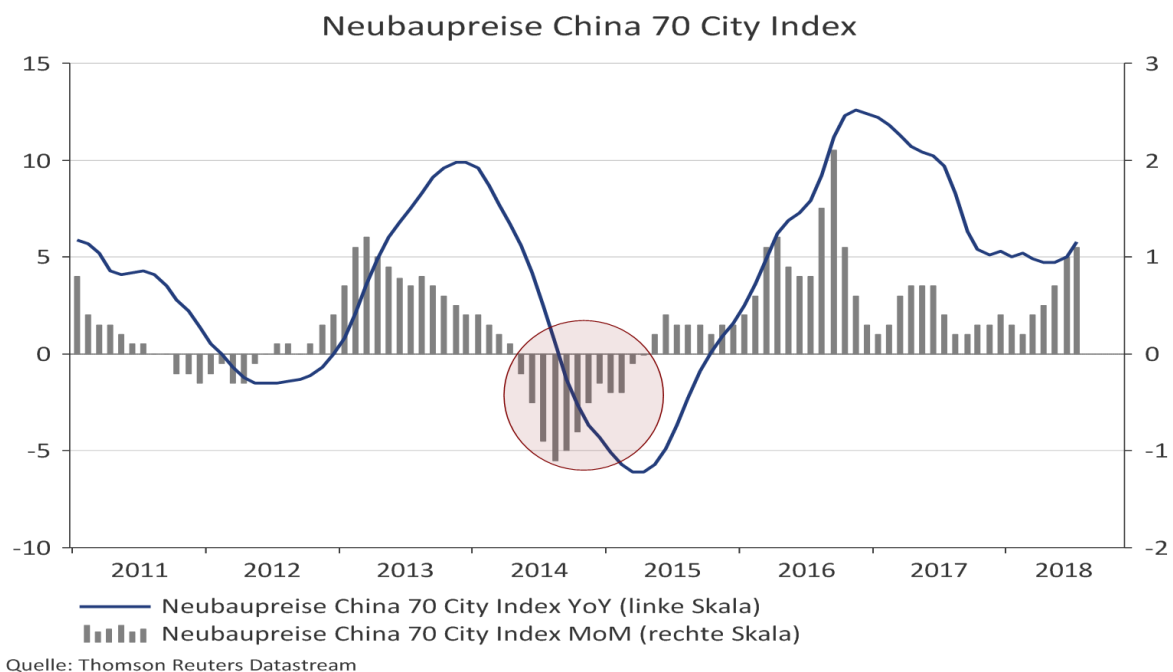
## Spekulation auf eine neue Krise a la 2015 in China

Insofern dünkt wahrscheinlicher, dass an den Industriemetallmärkten auf eine Wiederholung des Jahres 2015 spekuliert wird. Im Sommer 2015 platze die Blase an den chinesischen Aktienmärkten und die chinesische Wirtschaft erlebte eine temporäre Krise. Viele Schwellenländerwährungen, darunter auch der chinesische Yuan werteten gegenüber dem US-Dollar deutlich ab. Metalle und viele Minenaktien gingen in den freien Fall über und fanden erst im Januar 2016 einen Boden, als die expansive chinesische Wirtschaftspolitik und eine solide Konjunktur in den Industriestaaten die Wirtschaft in China stabilisierten. Und in der Tat sind die Parallelen zu 2015 auf den ersten Blick augenfällig. Die chinesische Währung verlor gegenüber dem US-Dollar in den letzten Wochen nahezu 10% ihres Außenwerts, der chinesische Aktienmarkt eilt von einem Tiefpunkt zum nächsten. Die chinesische Währung konterkariert damit die Zollpolitik der USA, die durch Währungsstärke gegenüber China partiell den Wettbewerbsvorteil einbüßen, die sie durch Zölle eigentlich zu gewinnen hofften.

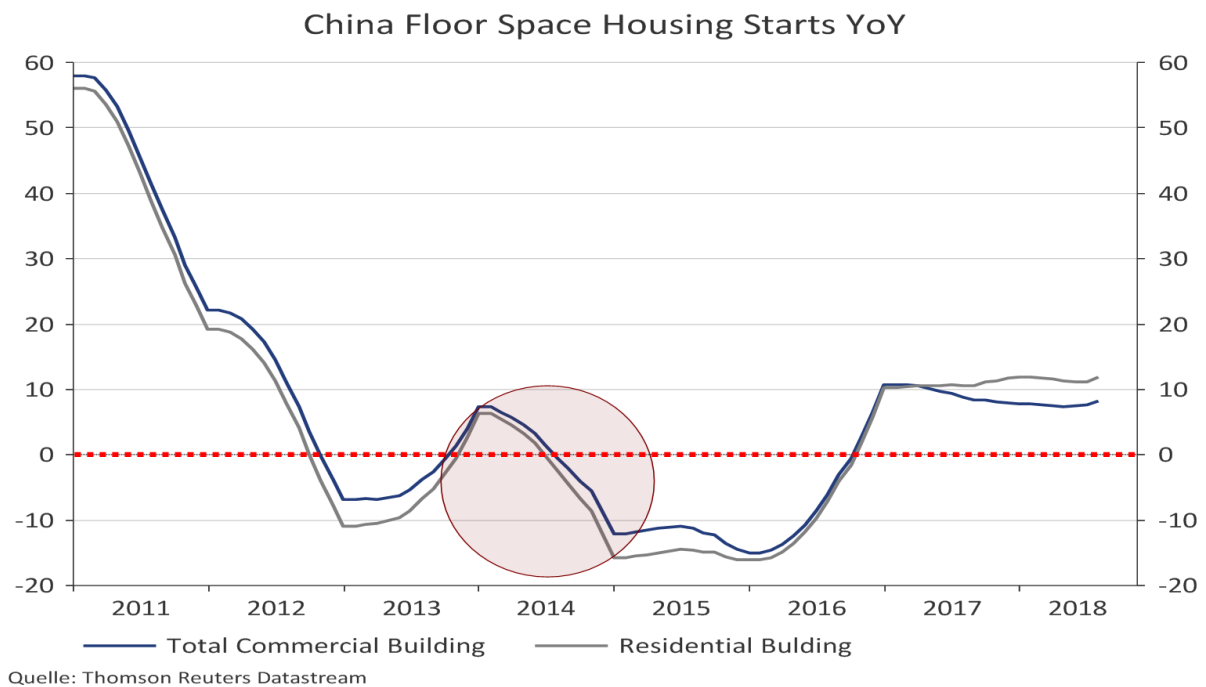


## Im Gegensatz zu 2015 robuster Immobilienmarkt in China

Ein genauerer Vergleich zwischen der Situation 2015 und heute offenbart jedoch auch gewaltige Unterschiede. Der wichtigste: der chinesische Immobilienmarkt ist in einer wesentlich besseren Verfassung als vor drei Jahren. Im Herbst 2014 begannen die Immobilienpreise in China deutlich zu fallen und fanden erst im Frühjahr 2015 einen Boden. Es dauerte bis zum Jahresanfang 2016 bis die expansivere Geldpolitik sich wieder in deutlich steigenden Immobilienpreisen äußerte. Heute stehen die Preise für Neubauimmobilien im Jahresvergleich um rund 5% höher, die monatlichen Preissteigerungsraten erreichten im Juni zuletzt wieder knapp 1%.



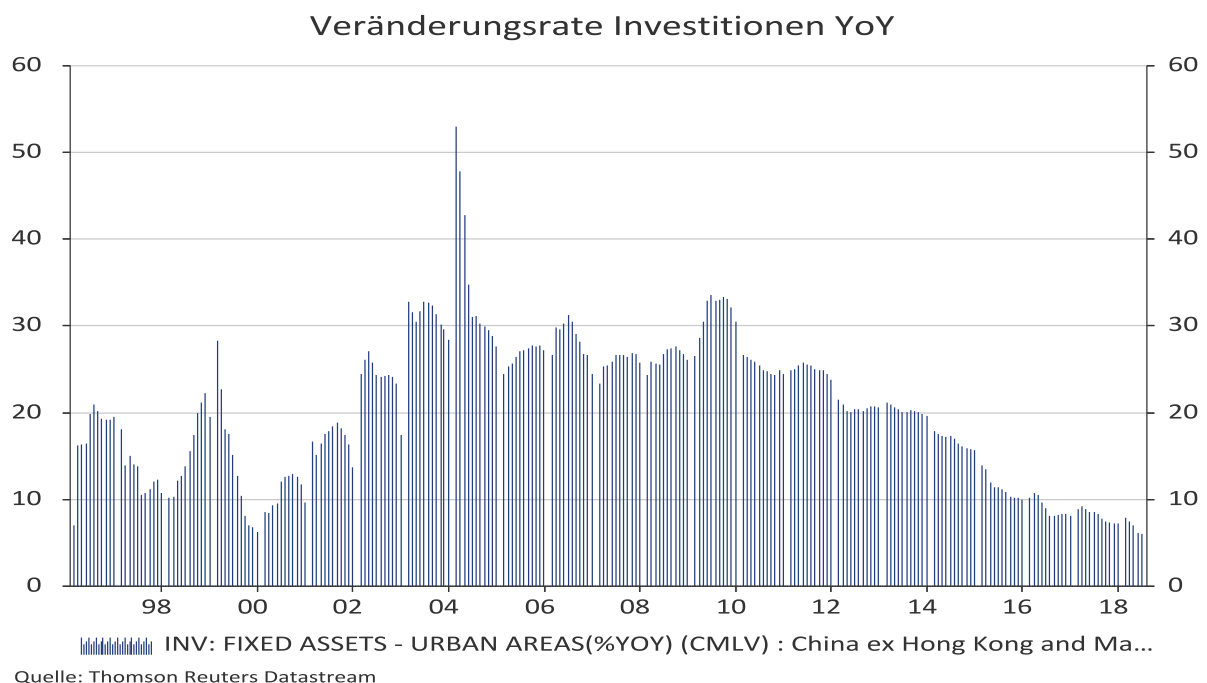
Der Einbruch des chinesischen Immobiliensektors war 2014/15 durch einen Überhang unverkaufter Immobilien. Die Neubauaktivität sowie die Fertigstellung von Immobilien verzeichneten in der Folge negative Veränderungsraten. Heute liegt die Wachstumsrate der Baubeginne deutlich im positiven Bereich, das Angebot unverkaufter Immobilien liegt deutlich niedriger als vor dreieinhalb Jahren.



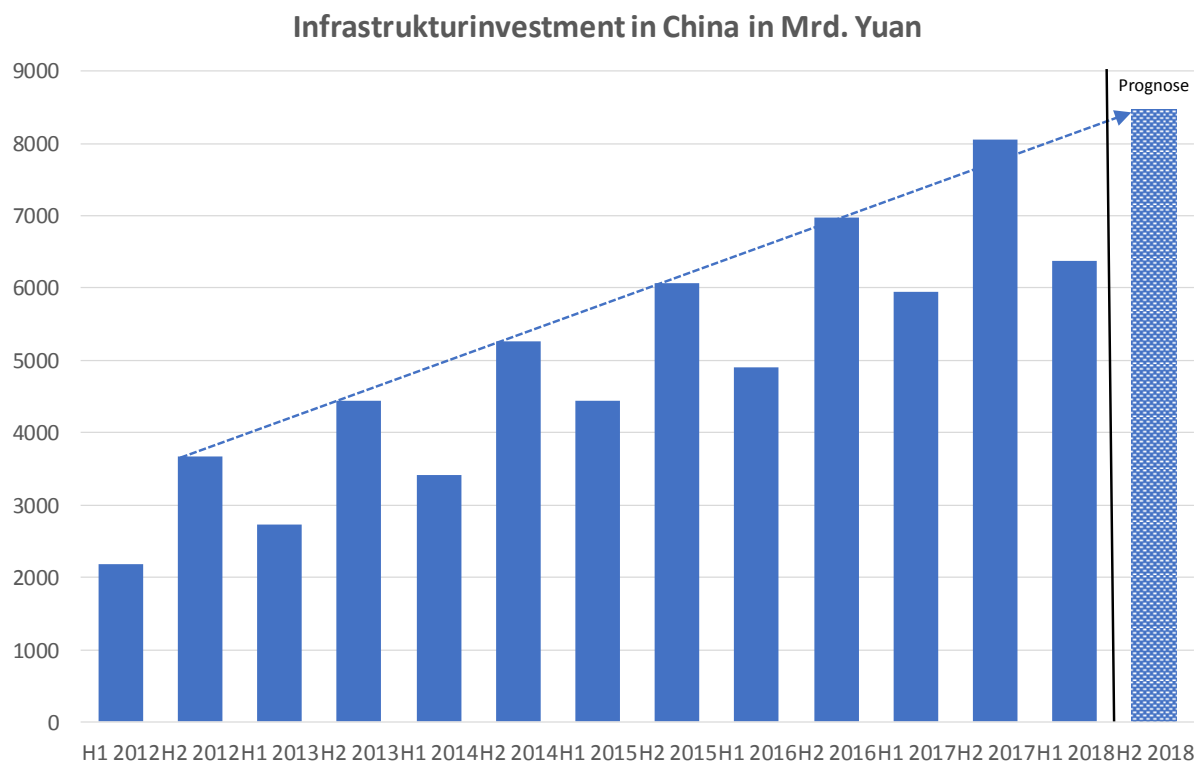
Der zweitwichtigste Unterschied ist die unterschiedliche Natur der Baisse am chinesischen Aktienmarkt. Im Jahr 2014 hatte die chinesische Regierung die Marktteilnehmer zu einer Long-Position am heimischen Aktienmarkt animiert. Die Situation geriet außer Kontrolle als der chinesische Aktienmarkt im Frühjahr 2015 binnen dreier Monate um rund 80% zulegte, obwohl die Schwäche am Immobilienmarkt und die restriktivere Wirtschaftspolitik eine andere Entwicklung nahelegten. Das Schwungrad des chinesischen Aktienbooms waren Wertpapierkäufe auf Kredit (Margin-Kredit). Ab Juni 2015 wurden diese fällig gestellt und die hinterlegten Sicherheiten (überwiegend Aktien) verkauft, als klar wurde, dass auch ein Schwenk zu einer expansiveren Geldpolitik das Platzen der Blase nicht aufhalten kann. Das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Regierung, Finanzmärkte und Wirtschaft war nachhaltig erschüttert. Heute stellt sich die Situation positiver dar. Ein spekulativer Überschwang war im Vorfeld der jüngsten Verluste nicht zu beobachten, die Aktienmärkte hatten sich nicht nach oben von der wirtschaftlichen Entwicklung abgekoppelt. Das Geschäfts- und Konsumklima bröckelt zwar, wie die leicht zurückgehenden Werte von offiziellem und Caixin-Einkaufsmanagerindex zeigen. Es ist aber keineswegs eingebrochen wie im Jahr 2015.

## Chinas Infrastrukturinvestitionen werden ein starkes zweites Halbjahr 2018 erleben

Vielmehr ist es nicht unwahrscheinlich, dass die Wachstumsrate der Investitionen bei der aktuellen Marke von 7% einen Boden finden wird. Der chinesische Investitionsboom in den Jahren 2009-2015 wurde zu einem nicht unerheblichen Teil von sogenannten Vermögensverwaltungsprodukten getragen. Dahinter verbergen sich Investitionen in Immobilien-, Minen-, Infrastrukturprojekte oder andere wirtschaftliche Aktivitäten, für die die Anbieter dieser Produkte eine Rendite deutlich oberhalb des Einlagenzinses der Banken in Form fester Renditen versprechen. In den Augen der Anleger genießen diese Produkte eine implizite Kapitalgarantie, da viele Anleger davon ausgehen, dass die Regierung größere Pleiten nicht zulässt, um einen Dominoeffekt zu verhindern. In den letzten Jahren unternahm die chinesische Wirtschaftspolitik vermehrt Anstrengungen das Wachstum dieser Produkte (Schattenbankensystem) unter ihre Kontrolle zu bringen. Dazu gehörte eine stärkere Regulierung und verschärfte Zulassungskriterien für Vermögensverwaltungsprodukte und privat öffentlichen Projekte (PPP), die vor allem durch die Verschuldung der lokalen Verwaltungen getragen werden. Im November 2017 hatte die chinesische Regierung eine Überprüfung dieser Projekte und die Aussortierung unqualifizierter Projekte angekündigt. Die Konsequenz dieses härteren Kurses war ein deutlich geringeres Wachstum der Investitionen im ersten Halbjahr 2018.



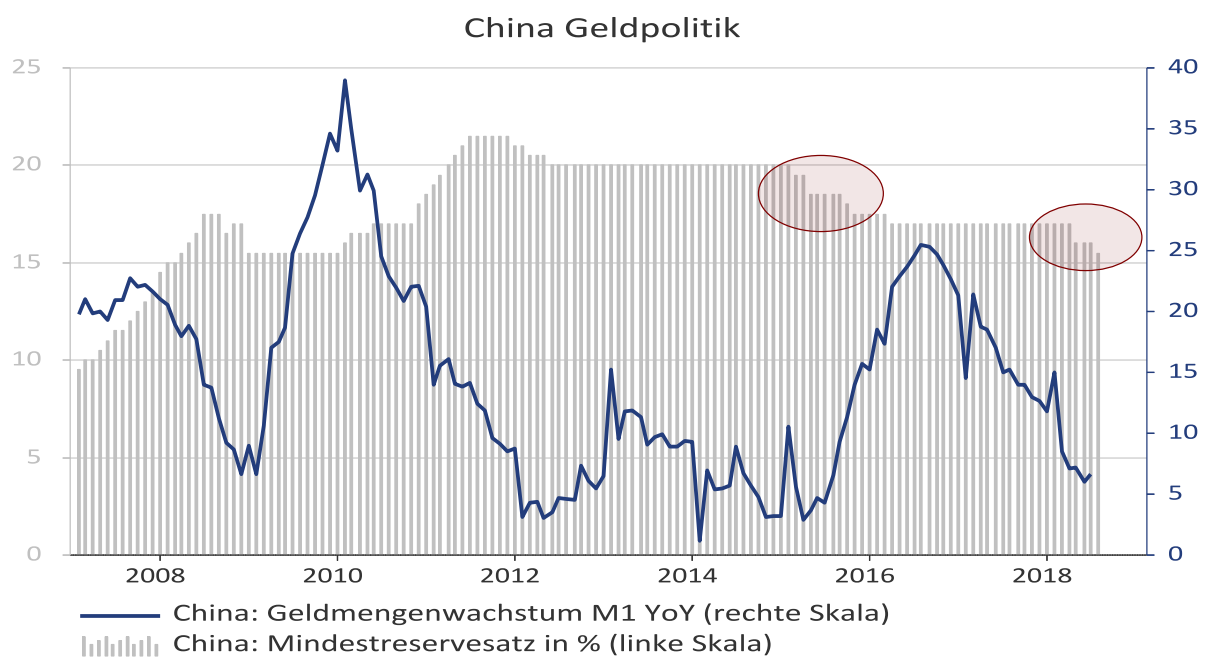
Die Regulierung und Schließung von Vermögensverwaltungs- und öffentlich privaten Projekten machte sich insbesondere bei Infrastrukturinvestitionen bemerkbar. Das Wachstum der Infrastrukturinvestitionen im ersten Halbjahr 2018 im Vergleich zum ersten Halbjahr 2017 fiel deutlich geringer aus als in den Vorjahren. Die Wirtschaftspolitik hat mittlerweile auf die Investitionsschwäche reagiert und die versucht Infrastrukturinvestitionen durch die Unterstützung von Bond-Emissionen der lokalen Verwaltungen zu fördern. Gleichzeitig wurden Ende Juli 2018 auch Steuererleichterungen und Investitionsanreize in der Forschung beschlossen. Die wieder expansivere Haltung der Fiskalpolitik sollte dazu führen, dass die Infrastrukturinvestitionen im zweiten Halbjahr 2018 auf knapp 8500 Milliarden Yuan anziehen. Die Infrastrukturinvestitionen gehorchen einem starken saisonalen Muster. Das vierte Quartal ist traditionell das stärkste. Für einige Industriemetalle bedeutet dies eine deutliche saisonale Mehrnachfrage ab September 2018.





## Expansivere Geldpolitik der Peoples Bank of China

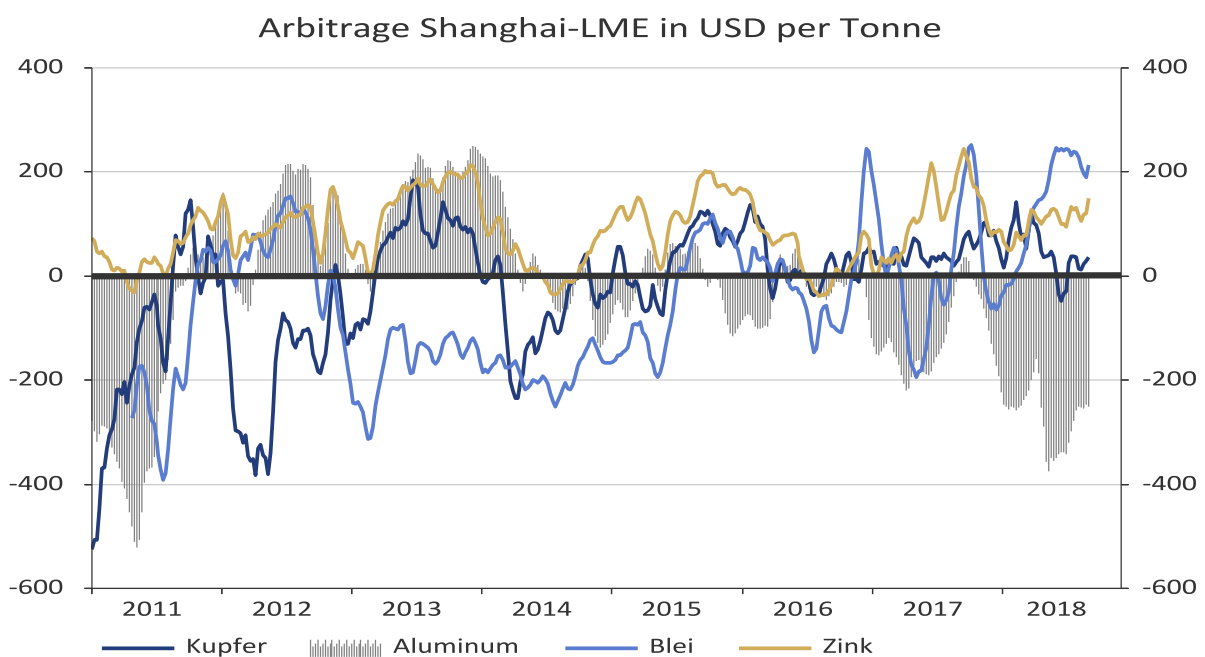
Auch die Geldpolitik hat ihren restriktiveren Kurs im Frühjahr beendet, nachdem das Kreditwachstum und die Inflationsraten (Produktionsgüter- und Konsumgüterpreise) zuletzt den Rückwärtsgang eingelegt hatten. Der Mindestreservesatz für die großen Banken, das wichtigste Steuerungsinstrument der chinesischen Banken, wurde seit Frühjahr 2018 zweimal gesenkt. Höhere Wachstumsraten der Kreditvergabe und der Geldmenge M1 dürften damit angelegt sein, wenn auch geringer als 2015, als im Nachgang zur geplatzten Aktienmarktblase deutlich expansivere Zentralbankpolitik erfolgte.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

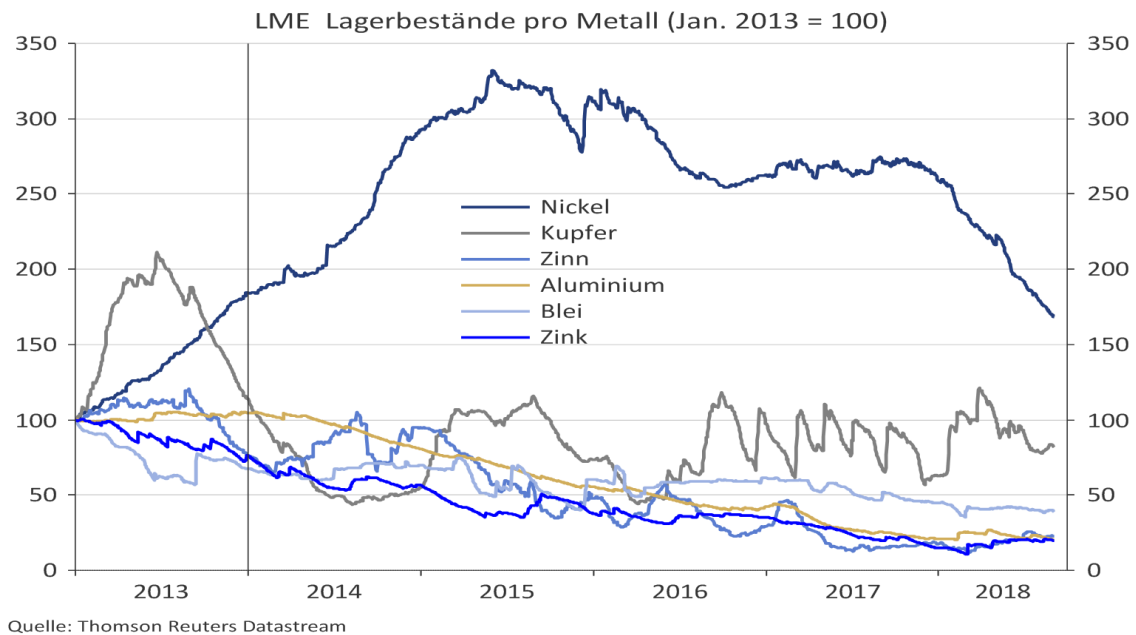
## Preisprämien in Shanghai im Vergleich zur London Metal Exchange

Die physische Metallnachfrage in China scheint nach dem Destocking der vorangegangenen Monate bereits wieder anzuziehen. Bei Kupfer, Blei und Zink liegen die Preise in China deutlich über den Preisen der London Metal Exchange, so dass sich für Arbitrageure der Import nach China lohnt. Lediglich bei Aluminium sind die Preise in Shanghai günstiger als London. Dies hat damit zu tun, dass die Schließung von überschüssigen Raffineriekapazitäten bei Aluminium in China noch nicht abgeschlossen ist. Dennoch halten wir auch Aluminium für eines der attraktivsten Industriemetalle, da durch den Wegfall chinesischer Produktion das globale Marktdefizit noch verschärft wird.

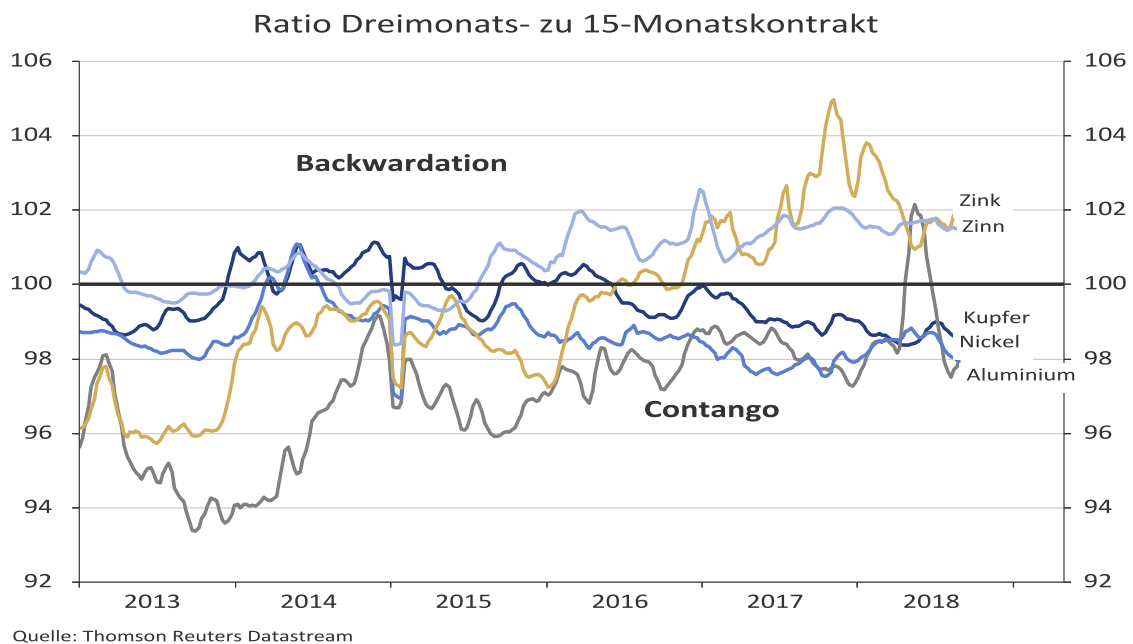


## Tendenz bei LME-Lagerbeständen weiterhin fallend

Die offene Arbitrage zwischen Shanghai und London dürfte weitere Lagerabflüsse an der LME indizieren



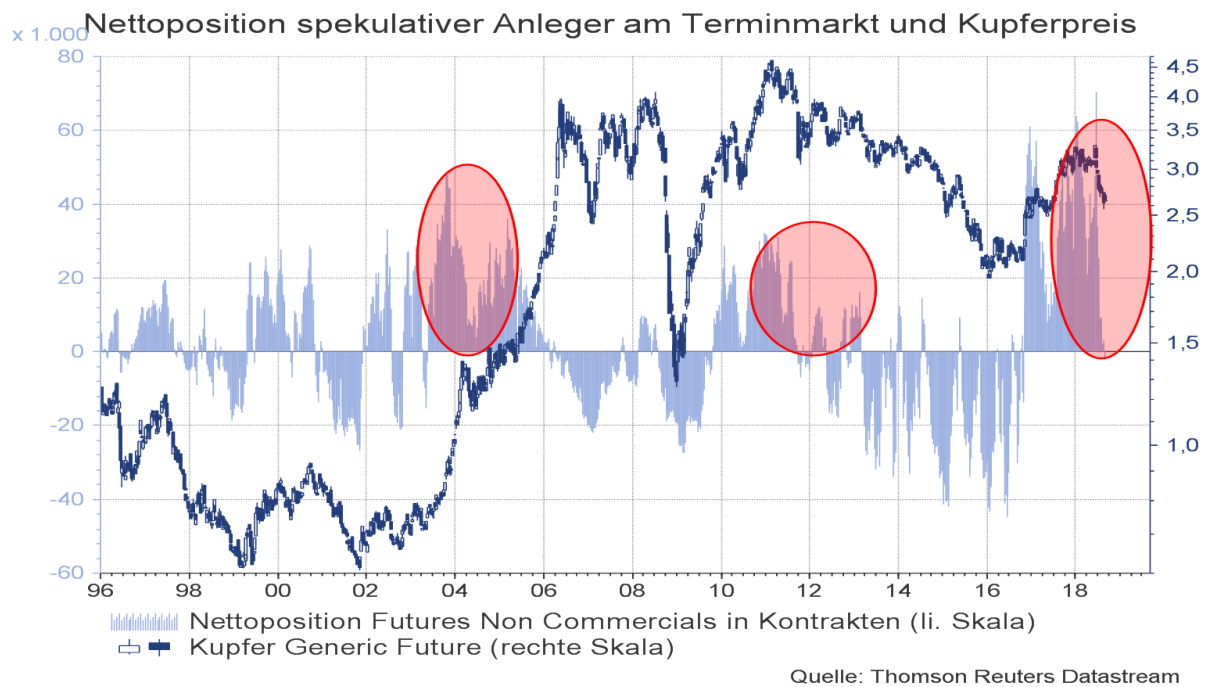
Dabei liegen die dortigen Lagerbestände mit Ausnahme von Nickel zum Teil deutlich unter dem Stand von 2013. Und auch bei Nickel fallen die Lagerbestände seit einem Jahr steil ab, nachdem die kurze Hausse des Jahres 2014 noch für starke Lagerzuflüsse gesorgt hatte. Die Fortsetzung der Abwärtstendenz bei den Lagerbeständen wiederum wird eine weitere Drehung der Terminkurven in Richtung Backwardation bewirken. Bei Zink und Zinn liegen die Preise für die kurzen Kontrakte (3 Monate) bereits heute höher als die langfristigen Kontrakte (15 Monate). Bei Aluminium könnte die Terminkurve im Oktober 2018 backwardated sein, wenn die US-Sanktionen gegen Rusal voll greifen.



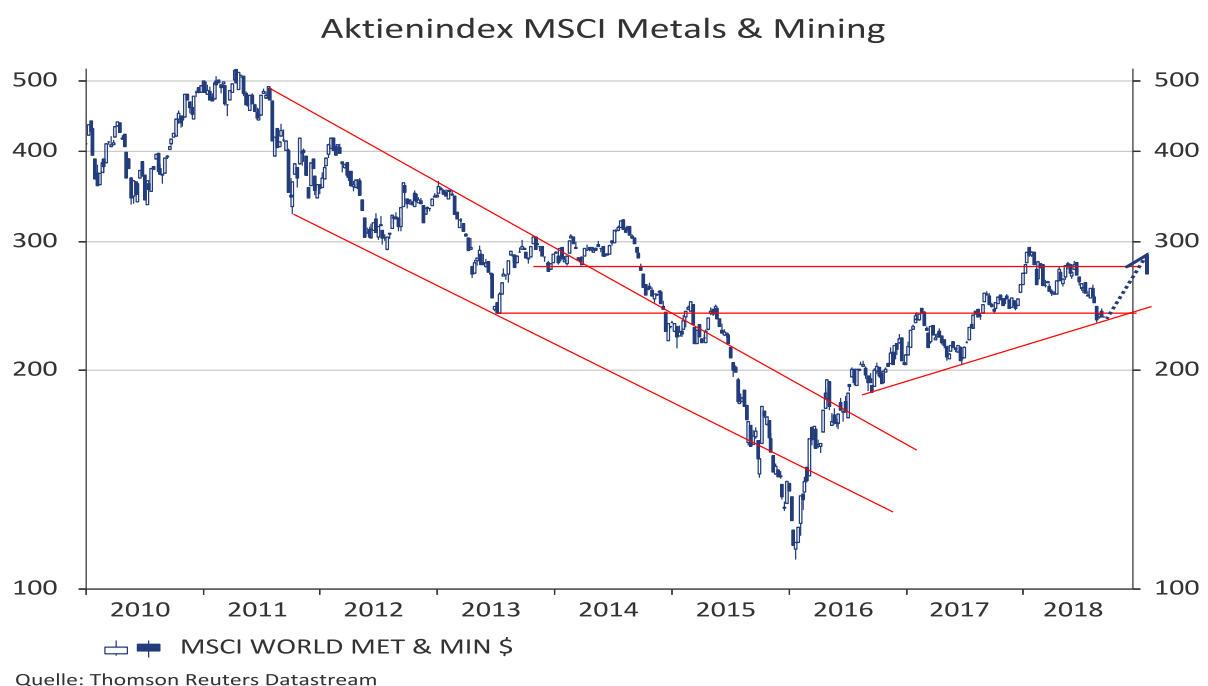
## Short Squeeze bei Industriemetallen wahrscheinlich

Als Fazit lässt sich festhalten, dass die drastischen Kurseinbrüche der Industriemetalle weder mit globalen Konjunkturindikatoren, noch mit einer allgemeinen Finanzmarktschwäche noch mit Sonderfaktoren in China erklärt werden kann. Im Gegenteil: saisonale Faktoren und eine wieder expansivere Wirtschaftspolitik lassen eine stärkere Metalnachfrage in China im zweiten Halbjahr erwarten, die sich bei relativ tiefen Lagerbeständen bei Kupfer, Zink und Blei bereits in einer Prämie der in Shanghai notierten Metallpreise im Vergleich zur LME bemerkbar macht. Das offene Arbitragefenster sollte in den kommenden Monaten Abflüsse von LME-Lagerbeständen nach China bewirken. Die aktuelle Kursschwäche ist meiner Meinung nach eine spekulative Überreaktion bei dünnen Umsätzen, insbesondere bei Zink, Aluminium und Kupfer. Exemplarisch ist die Entwicklung der spekulativen Marktpositionen bei Kupfer, die binnen weniger Wochen von Net Long auf Net Short geschwungen sind. Wenn die Umsätze ab September wieder anziehen und die Konjunktur sich in China wie erwartet entwickelt, könnte bei einigen Metallen ein heftiger Short-Squeeze einsetzen.

Unsere Favoriten sind vor allem Aluminium und Zink. Bei beiden Metallen sind die Preise so stark zurückgekommen, dass weitere Preistrückgänge unwahrscheinlich sind. Bei Aluminium wächst die Nachfrage seit Jahren am stärksten im Industriemetallbereich, was durch Überkapazitäten in China nur teilweise aufgefangen werden konnte. Die Folge war ein zweigeteilter Markt mit Angebotsüberschüssen in China und Defiziten sowie hohen Preisprämien in den westlichen Industriestaaten. Die Situation verschärft sich in 2018, da einerseits chinesisches durch Raffinerieschließungen andererseits aber auch russisches Angebot aufgrund der US-Sanktionen gegen Rusal wegfällt. Unser Kursziel liegt bei 2.550 USD je Tonne. Bei Zink reichen die neuen Minenprojekte meines Erachtens nicht aus, um den Konzentratemarkt schon 2018/19 aus dem Defizit zu bringen. Die alten Hochs bei 3.600 USD je Tonne sollten nicht mehr angegriffen werden, aber ein Rebound auf 3.000 USD sollte in den nächsten Monaten jederzeit möglich sein.



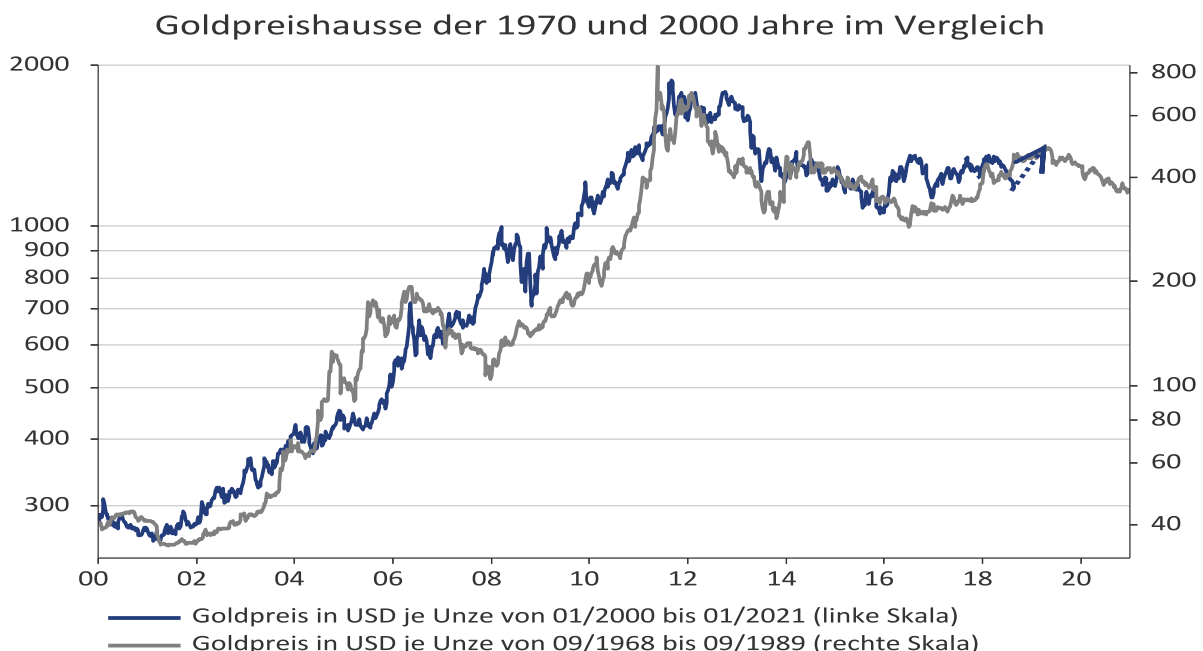
Ähnlich attraktiv wie die Metalle sind auch die Minenaktien aus dem Metallbereich. Viele Produzenten notieren an der Börse immer noch unter ihren Substanzwerten (Net Asset Value). Die Situation ist längst nicht so dramatisch wie 2015, als der MSCI Metals & Mining Aktienindex in der zweiten Jahreshälfte 50% einbüßte. Nach dem V-förmigen Boden im Jahr 2016 hat sich ein flacher Aufwärtstrend etabliert. Durch die in den letzten Wochen aufgelaufenen Kursverluste von knapp 20% ist der Index auf die untere Aufwärtstrendlinie zurückgekommen. Für alle die in diesem Bereich untergewichtet, bzw. nicht voll investiert sind, ist das aus meiner Sicht eine taktisch ausgezeichnete Kaufgelegenheit.



## Trade #2: GOLD Long

### Langfristige Bodenbildung beim Goldpreis in USD

Das Thema Gold hat mich in den letzten 20 Jahren immer wieder intensiv beschäftigt. Vom ersten Short Squeeze im Anschluss an das erste Washington Agreement on Gold 1999, über diverse Studien bei der BW-Bank, deren erste in das Jahr 2000 fiel<sup>1</sup>, bis hin zu der Warnung vor dem unmittelbar bevorstehenden Platzen der Goldblase zum Ende des Jahres 2011<sup>2</sup>. Nachdem die Preisblase bei Gold in den Jahren 2012-2014 geplatzt war, richtete ich mich auf einen relativ langweilige Seitwärtstendenz beim Goldpreis ein. Die US-Inflationsdaten legen je nach Startpunkt einen Goldpreis zwischen 1.000 und 1.300 USD nahe, die Geldpolitiken rund um den Globus waren zwar noch expansiv, aber eine Straffung der Geldpolitik inklusive einer sukzessiven Erhöhung der Leitzinsen ließen sich zumindest beim US-Dollar bereits absehen. Unmittelbare Krisenherde, die eine der großen Währungen betreffen und damit für eine Massenflucht ins Gold sorgen könnten, waren nach der Isolierung des Falles Griechenlands von den anderen europäischen Krisenkandidaten des Jahres 2012 (PIIGS) nicht zu befürchten. Und auch aus technischer Sicht war ich der Meinung, dass eine zweite Aufwärtswelle nach dem Vorbild der siebziger Jahre, auf die einige Goldbugs immer noch sehnsüchtig hoffen, in den Jahren 2008-2012 bereits stattgefunden hat. Übrig blieb eine relativ langweilige Bodenbildung mit allenfalls taktischen Long-Opportunitäten, aber kein neuer Aufwärtstrend beim Gold.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

<sup>1</sup> Mezger, Stahl, Single u.a: Gold ein neuer Megatrend ? (2000).

[https://www.goldseiten.de/content/kolumnen/download/bwb-172\\_gold.pdf](https://www.goldseiten.de/content/kolumnen/download/bwb-172_gold.pdf)

<sup>2</sup> Mezger: Gold – das Ende eines Megatrends, Tiberius Asset Management Spezialstudie (2011)

[https://www.goldseiten.de/bilder/upload/Kapitalmarktausblick\\_2012-1.pdf](https://www.goldseiten.de/bilder/upload/Kapitalmarktausblick_2012-1.pdf) (S. 80 ff)



Die erste dieser Opportunitäten kam im Herbst 2015, als an den Märkten auf einen kompletten Kollaps der chinesischen Volkswirtschaft gewettet wurde (s.o.). Die Industriemetalle, aber auch die Edelmetalle verzeichneten herbe Verluste. Noch einschneidender war die Bewegung bei den Minenwerten unabhängig davon welches Metall sie förderten. Viele Minen, darunter besonders Kupfer- und Goldproduzenten, verloren binnen Monaten mehr als 80% ihres Wertes. Viele Kreditlinien waren an die Einhaltung gewisser bilanzieller Mindestwerte gebunden (Covenants) und für eine große Zahl Minen schien es kein Morgen mehr zu geben, obwohl die Fundamentaldaten und die Wirtschaftspolitik in China im Herbst 2015 schon den nächsten Wirtschafts- und Kursaufschwung andeuteten. Ich sah mich im Herbst 2015 zu einer kleinen Studie mit dem Titel „This is the time to fight back“<sup>3</sup> genötigt, da es für viele der Produzenten nach der Nahtoderfahrung sehr wohl ein Morgen geben würde. Die Minen, darunter auch viele Gold, Silber und Platinmetall-Produzenten, waren gerade auch in Relation zu ihren Substanzwerten spotbillig. Eine derart günstige Kaufgelegenheit ergibt sich in einem Anlegerleben vielleicht alle 20 Jahre einmal. Wie üblich war ich ein paar Monate zu früh dran, das Tief bei den meisten Minenwerten lag im Januar 2016, aber alle, die im Herbst 2015 die Gelegenheit zum Kauf von Minen und Metallen nutzten müßten heute trotz der jüngsten Verluste immer noch deutlich vorne liegen.

Sie ahnen möglicherweise bereits, warum ich mich mit diesem Text wieder an dem Thema Gold vergehe: Wir haben auch heute wieder das seltene Zusammentreffen von sukzessive verbesserten Fundamentaldaten bei einem gleichzeitigen technischen Sell Off. Eines vorneweg: die Kaufgelegenheit ist längst nicht so stark wie vor drei Jahren, da wir im Jahr 2018 einen milden Abklatsch des Jahres 2015 erleben. Sie ist bei den konjunktursensitiveren Industriemetallen womöglich größer als bei Gold, das vor allem langfristig ein Kauf ist, da die momentan wichtigsten beiden Währungen US-Dollar und Euro Probleme haben, die sich kurzfristig, aber auch erst in ein paar Jahren zeigen können.

---

<sup>3</sup> Mezger: This is the time to fight back (2015):

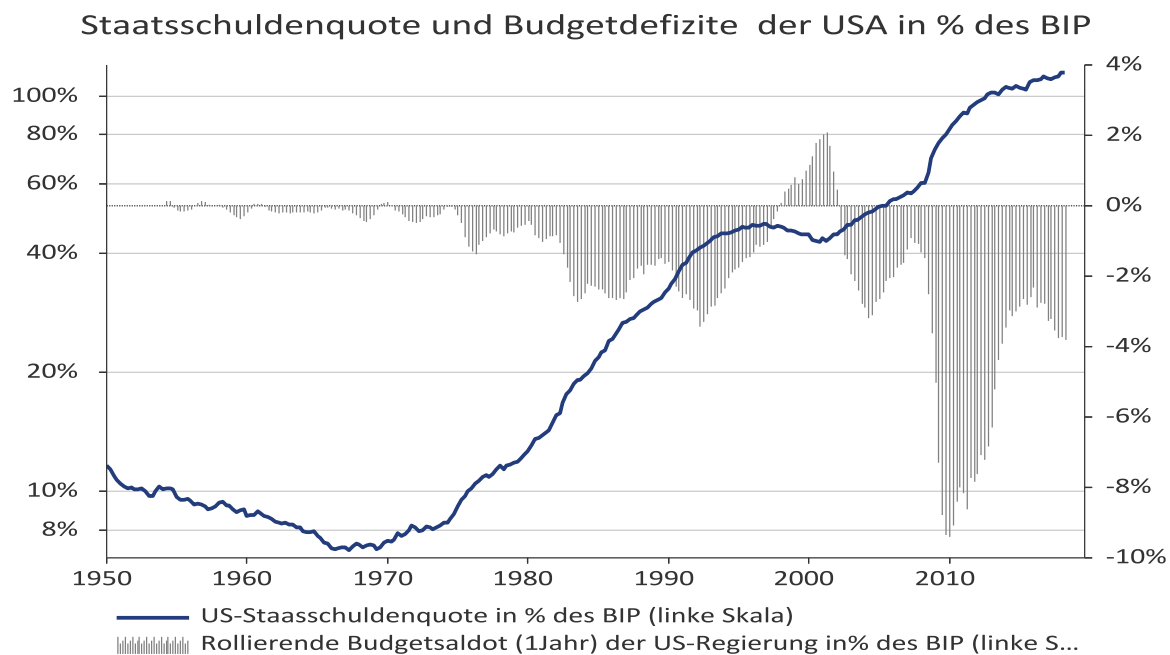
<https://www.goldseiten.de/artikel/255522--This-is-the-time-to-fight-back.html?seite=1>

## Leitzinserhöhungen in den USA sind nicht negativ für Gold

Beginnen wir mit dem Goldpreis in USD. Gold ist nach meinem Verständnis eine Versicherung gegen Kaufkraftverluste, die in einer alternativen festverzinslichen Anlage drohen. Ein Investment in das Edelmetall macht nur dann Sinn, wenn bei festverzinslichen Anleihen die Kaufkraftverluste durch Inflation die Zinseinkommen der Anlage übersteigen. Oder mit anderen Worten, wenn der erwartete Realzins einer festverzinslichen Anlage kleiner Null ist. Gold ist reales Geld, das Kaufkraftverluste durch Inflation durch eine Preisaufwertung gerade ausgleicht, also im langen Bild einen Realzins von Null hat. Von der Realzinsentwicklung von US-Staatsanleihen ging in den letzten 12 Monaten weder ein negativer noch ein positiver Impuls für den Goldpreis aus. Die Leitzinsschritte der US-Notenbank von 0,25% im Dezember 2015 auf aktuell 2,0% stellen per se kein Problem für den Goldpreis dar, da die Güterpreis-inflation in derselben Zeitspanne von 0,7% auf aktuell 2,95% angezogen hat. Der Realzins für kurzlaufende US-Staatsanleihen mäandert um die Nulllinie und ist überwiegend im negativen Bereich anzutreffen. Wenn man eine Wette für die Zukunft abgeben darf, dann die, dass die US-Notenbank der Inflationsrate weiterhin mehr nolens als volens hinterherhinkt. Und die US-Inflationsraten könnten durchaus noch etwas anziehen. Die USA befinden sich nach neun Jahren Aufschwung in einem späten Boom. Der Arbeitsmarkt ist angespannt, die Löhne ziehen, nachdem sie dem Aufschwung jahrelang hinterhergelaufen sind, endlich an. Kein Wunder also, dass die Taylor-Regel bei der aktuellen Entwicklung der Inflations- und Wachstumsparameter der US-Notenbank noch einen deutlich höheren Leitzins von ca. 4,5% vorschlägt. So weit wird es angesichts zögerlicher US-Notenbanker nicht kommen. Es wäre für mich bereits überraschend, sollten die Leitzinsen in den nächsten 12 Monaten die Marke von 3% erreichen. Die US-Inflationsrate dürfte sich zwischen 2,5% und 3,5% bewegen. Alles andere als ein Schreckensszenario für Gold.

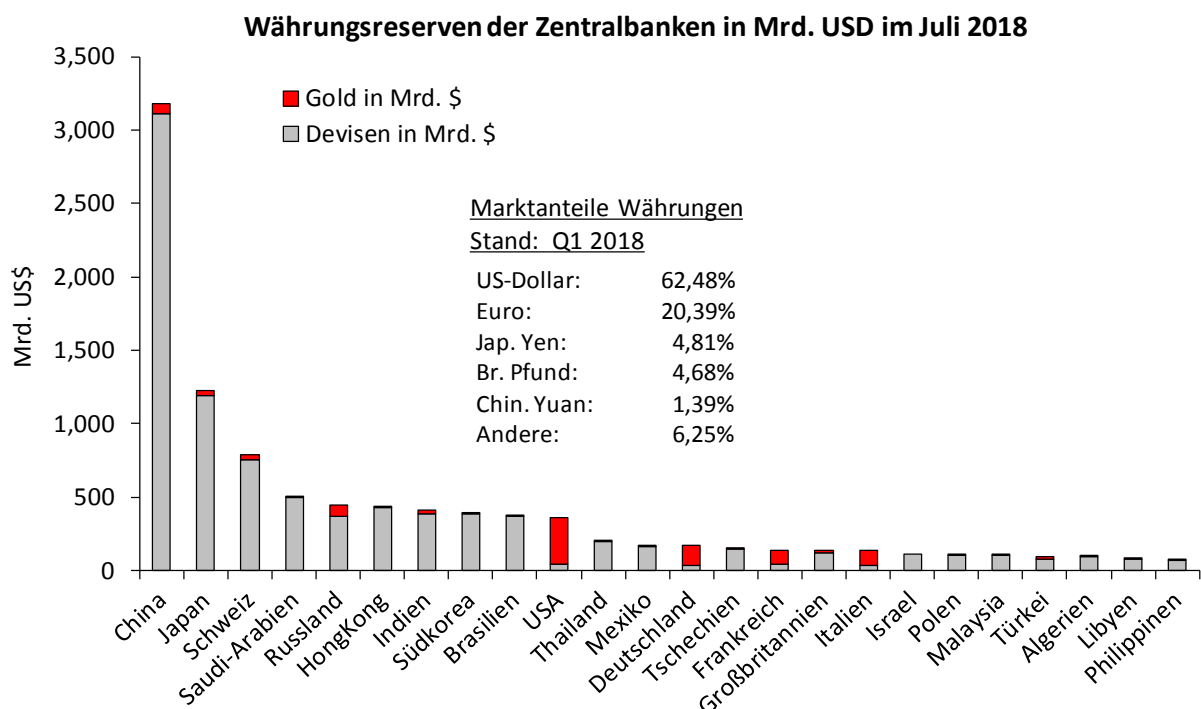
## Glaubwürdigkeit der US-Wirtschaftspolitik steht auf dem Spiel

Zumal die Notenbank zuletzt von der US-Regierung unter Druck gesetzt wurde. Herrn Trump ist aufgefallen, dass höhere Leitzinsen auch höhere Refinanzierungskosten für Staatsschulden bedeuten. Dies mißfalle ihm und die Notenbank möge sich doch bei künftigen Leitzinsschritten zurückhalten. Diese Äußerung gehört sicher in die (noch zu schreibende) Monographie „Münchhausen Economics“. Mit niedrigen Zinsen könne der Staat mehr an andere Stelle ausgeben und die US-Wirtschaft wäre noch stärker. Eine US-Verwaltung, die bei guter Konjunktur Haushaltsdefizite von 4% des BIP fährt, die Staatschuldenquote seit dem Jahr 2000 von etwas über 40% auf über 110% katapultiert hat und sich dabei auch noch über zu hohe Zinszahlungen beklagt ist wohl genauso idiotisch wie die dem Autor dieser Zeilen auch schon zu Ohren gekommene Forderung, die staatliche Notenbank möge doch alle ausstehenden Staatsschulden kaufen, dann sei das Staatsschuldenproblem doch ganz einfach gelöst. Wenn sie Leute, die solche Forderungen unterstützen, in Zwangsjacken und in Gummizellen antreffen, so mag dies für eine Volkswirtschaft noch kein größeres Problem darstellen. Wenn diese Leute aber Regierungsämter bekleiden, dürfen sie ruhig noch die ein oder andere Unze Gold zukaufen.



Zumal die hohen Staatsschulden noch eine weitere Problematik bergen: die mit rund einem Drittel relativ hohe Auslandsverschuldung der USA. Die Gläubiger sind u.a. China und Japan, gerade diejenigen Staaten, die die US-Administration im Zollstreit angreift. Es braucht schon eine besondere Logik, um davon auszugehen, dass die Staatsdefizite der USA weiterhin von China finanziert werden, wenn der einzige Grund dafür, die bilateralen Handelsüberschüsse Chinas gegenüber den USA, wegfallen sollen. „Der Dollar ist unsere Währung, aber euer Problem“. Dieser in den siebziger Jahren

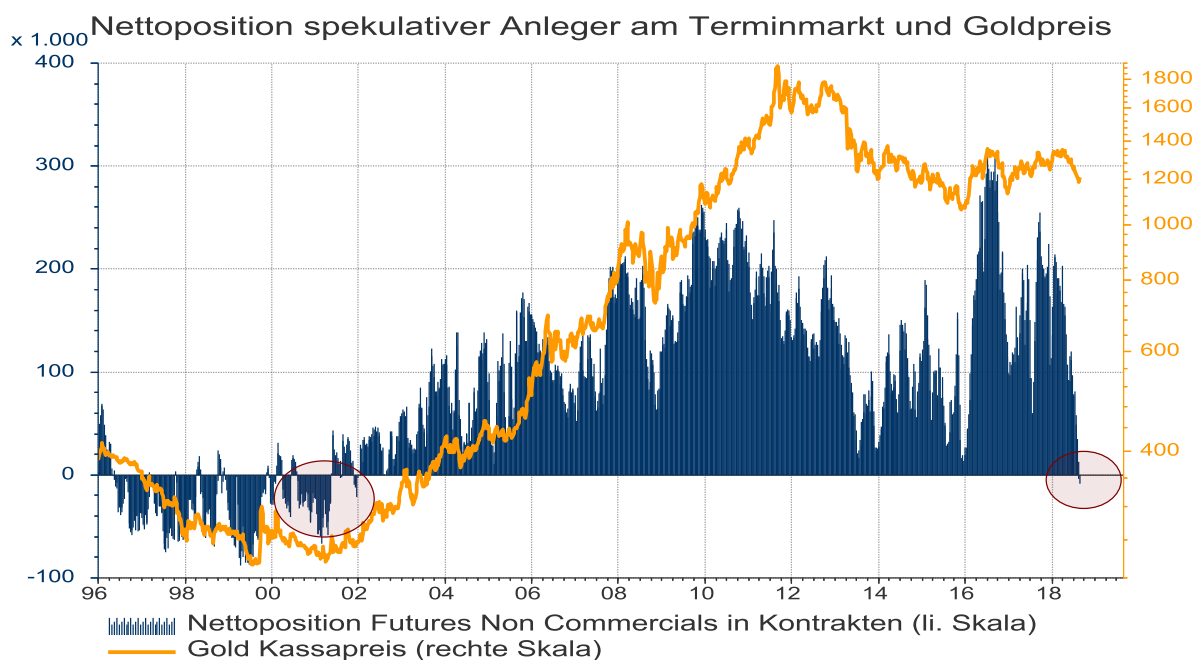
vom damaligen US-Wirtschaftsminister Connally geäußerte Satz scheint in Washington immer noch Gültigkeit zu besitzen. Ein Teil der Kursverluste langlaufender US-Staatsanleihen der letzten 18 Monate dürfte auch auf die in den Augen internationale Gläubiger verminderter Bonität des US-Staates zurückzuführen sein. Ein derartiger Zinsanstieg wäre alles andere als bearish für Gold. Könnte es doch bedeuten, dass sich einzelne Zentralbanken bei der Allokation der Währungsreserven vom US-Dollar in Richtung Gold wegbewegen. Für die großen Währungsreserven der chinesischen und japanischen Notenbank ist der globale Goldmarkt für eine effektive Diversifizierung ihres Währungsreservenportfolios zu klein. Zudem hat die chinesische Regierung eigene Pläne, die heimische Währung als frei konvertible Reservewährung zu etablieren und die Dominanz des US-Dollar in diesem Bereich zu brechen. Der US-Dollar verliert seit Jahren relativ an Boden. Sein Marktanteil an den Währungsreserven exklusive Gold steht noch bei 62,5%, nach über 70% vor 10 Jahren. Stark ansteigen dürfte hingegen der Anteil des chinesischen Yuan, der im ersten Quartal 2018 bei 1,39% stand. Gold dürfte von einem schleichenden Glaubwürdigkeitsverlust des US-Dollar profitieren, zumal Euro (s.u.) und Japanischer Yen mit eigenen Problemen zu kämpfen haben.



Quelle: IMF Financial Statistics, Datastream, eigene Darstellung

## Spekulative Anleger sind zum ersten Mal seit 2002 wieder netto short

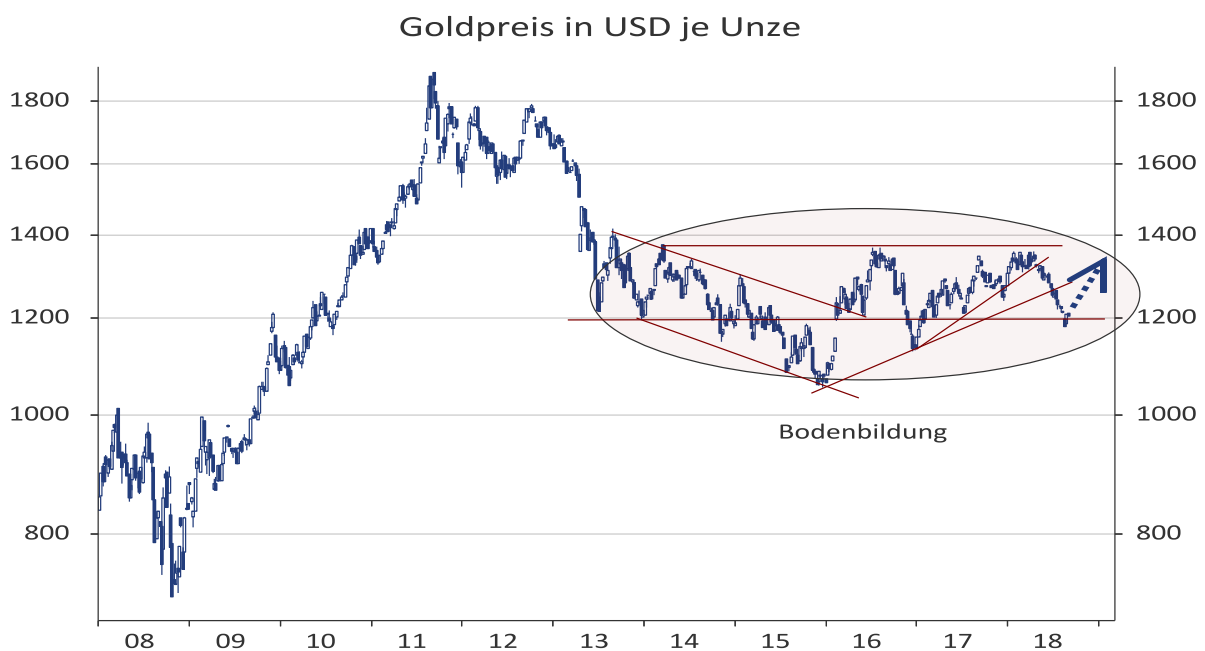
Während sich der Makro-Datenkranz für den Goldpreis in US-Dollar in den letzten Wochen klammheimlich verbessert hat, haben viele spekulative Anleger, die die Hausse der Jahre 2004-2012 geprägt haben, endgültig das Handtuch geworfen. Die von der amerikanischen Futures-Kommission (CFTC) als große Spekulanten eingruppierten Marktteilnehmer (Non-Commercials) haben in den letzten Wochen über 200.000 Goldkontrakte, das entspricht 20 Mio. Unzen oder rund 640 Tonnen Gold, veräußert und sind zum ersten Mal seit dem 2002 wieder netto short am Goldmarkt positioniert.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Prognose: Von technischer Unterstützung aufwärts bis 1.370 USD je Unze

Der Goldpreis in USD hat sich für dieses massive Verkaufsvolumen relativ gut gehalten und ist von 1.370 USD je Unze direkt auf die Unterstützung bei 1.180 USD gefallen. Diese hat erst einmal gehalten. Technisch ist der Weg damit frei für einen erneuten Kursaufschwung, ohne dass sich dadurch etwas am Gesamtbild einer langgezogenen, annähernd symmetrischen Bodenbildungsformation ändern würde. Ob dann mehr daraus wird, wird nicht zuletzt davon abhängen, wie lange die gegenwärtige Hochkonjunkturphase noch andauern wird. Ein nachhaltiger Durchbruch durch die Marke von 1.400 USD würde meiner Ansicht nach einen globalen Konjunkturabschwung voraussetzen, der von den Notenbanken weltweit erneut mit dem Reflex einer starken Zentralbankgeldmengenausweitung beantwortet wird. Dies lässt sich aber nach heutigem Kenntnisstand nicht seriös terminieren, so dass das Kursziel vorerst der obere Widerstand in der Handelsspanne bei ca. 1.370 bleibt.



Quelle: Thomson Reuters Datastream



## Goldminen mit Aufwärtspotenzial von 50%

Von der oben geschilderten Erholungsbewegung bei Gold sollten die Goldminen überproportional profitieren. Diese hatten sich im zweiten Quartal 2018 zunächst besser gehalten als das Edelmetall, gerieten aber ab Anfang Juli 2018 unter starken Verkaufsdruck. Der Philadelphia Gold und Silberminenindex (XAU) verlor seit 6. Juli 2018 mehr als 20%. Viele Goldminen sind im Vergleich zu ihrem Substanzwert (Net Asset Value) bei aktuellen Goldpreisen deutlich unterbewertet. Auch unser Margenmodell zeigt noch eine relative Unterbewertung der Goldminen zum Goldpreis von durchschnittlich 18%. Bei einem Goldpreisanstieg auf 1.370 USD per Unze dürften die Minen nicht nur diesen Bewertungsabschlag aufholen, sondern aufgrund des Multiplikatoreffekts bei den Margen auch überproportional zulegen. Ich halte einen Anstieg von ca. 65 Punkten auf knapp 100 Punkte, ein Anstieg um knapp 50%, beim Philadelphia Gold und Silberminenindex in den nächsten 6-12 Monaten für realistisch.



## Silber hat noch mehr Kursphantasie als Gold

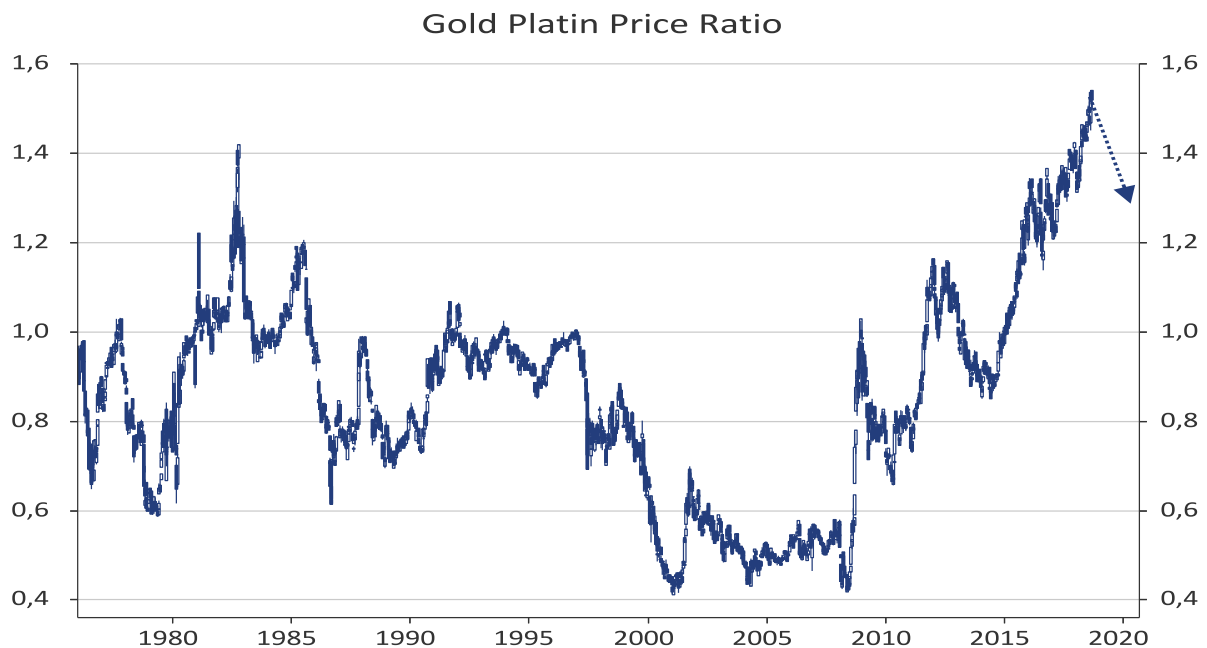
Ein Satz in diesem Zusammenhang noch zu Silber, das stärker in der Industrie verwendet wird als Gold. Die größere Konjunktursensitivität von Silber im Vergleich zu Gold hat in den letzten 15 Jahren dazu geführt, dass das Preisverhältnis von Gold zu Silber, das Gold-Silber-Ratio negativ mit der Preisentwicklung des Basismetallindex der LME korreliert. Oder mit anderen Worten: Silber hat sich in vor allem in konjunkturstarke Zeiten besser entwickelt als Gold, wenn auch die Basismetalle absolut zulegen konnten. Dieser Zusammenhang gilt seit dem Jahresanfang 2017 nicht mehr. Während die Industriemetalle aufwärts tendierten, stieg Gold relativ zu Silber bis nahe auf den Hochpunkt von Januar 2016 an. Eine Unze Gold kostet aktuell knapp 82-mal so viel wie eine Unze Silber. In Übereinstimmung mit der bullischen Meinung zu den Industriemetallen (s.o.), gehe ich davon aus, dass Silber sich in den kommenden 6-12 Monaten auf ein Gold-Silber-Ratio von 70 befestigen kann. Da ich für den Goldpreis im selben Zeitraum einen Anstieg von knapp 15% erwarte, impliziert dies einen Silberpreisanstieg zwischen 25% und 30%.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Platins Bewertungsabschlag zu Gold ist überzogen

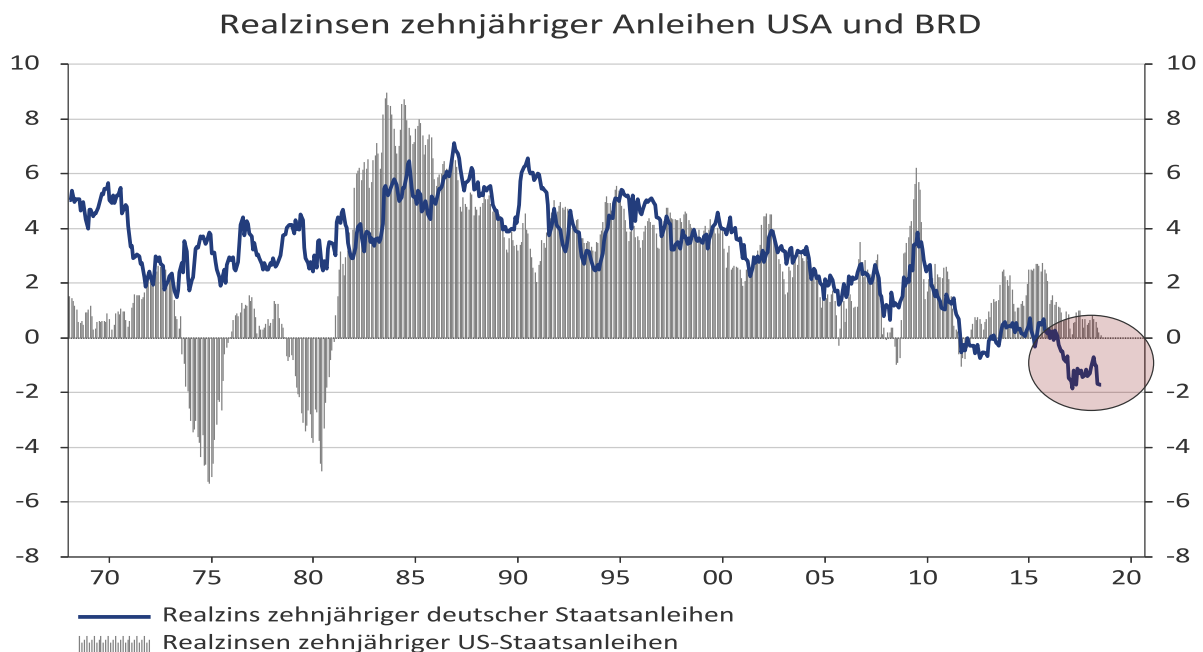
Bei Platin sieht die Sachlage ähnlich aus. Der Preisvorteil einer Unze Gold ist mittlerweile auf 430 USD je Unze angewachsen. Das Gold-Platin-Ratio hat mit 1,5 einen neuen Rekordwert erreicht. Dabei scheinen die negativen Nachfrageeffekte aufgrund zurückgehender Zulassungen von Diesel-Kraftwagen mittlerweile eingepreist. Da Platin auch rund 150 USD billiger ist als eine Unze Palladium dürften die Katalysatorenhersteller mittelfristig auf Platin switchen. Auch von Gold könnte Platin Schmucknachfrage abziehen. Gleichzeitig ist ein Großteil der südafrikanischen Platinmetallproduktion, mehr als die Hälfte des Weltangebots, bei den gegenwärtigen Platinmetallpreisen in Südafrikanischen Rand nicht profitabel. Strukturelle Angebotsdefizite sind damit für die nächsten Jahre bereits angelegt. Auf Sicht der nächsten 6-12 Monate sollte Platin einen Preis von etwas über 1.050 USD je Unze wieder erreichen können. Zum aktuellen Kurs entspricht dies einem Plus von rund 25%.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Der eigentliche Long Trade ist Gold gegen Euro

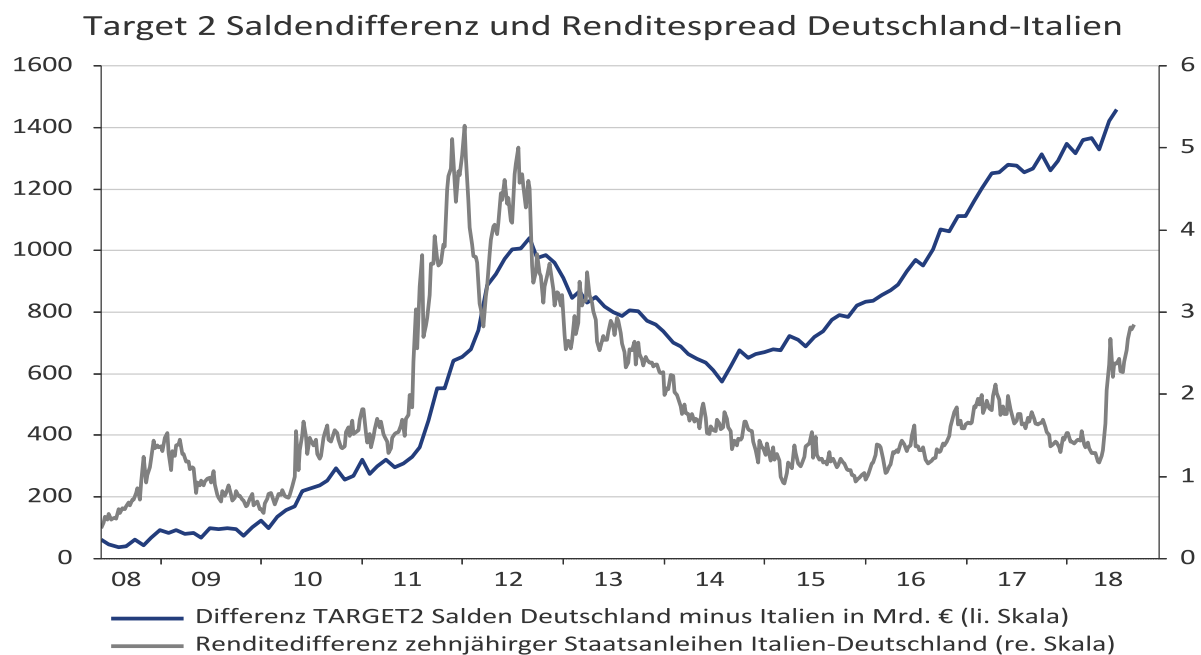
Trotz der positiven Signale für den Goldpreis in Euro, ist der eigentliche Trade für mich Gold long gegen Euro. Das beginnt schon mit der Realzinsentwicklung von Euro-Anleihen. Während 10-jährige US-Staatsanleihen gegenwärtig einen Realzins von ca. Null Prozent bieten, was schon traurig genug ist, ist der Realzins deutscher Bundesanleihen schon deutlich in den negativen Bereich gefallen. Offensichtlich haben deutsche Bundesanleihen von Schweizer Staatsanleihen die Funktion eines sicheren Hafens in der Wertpapierwelt übernommen. Während bis zum Jahre 2015 im Krisenfälle reflexartig Schweizer Franken Anleihen gekauft wurden, so sind es nun 10-jährige Anleihen der Bundesrepublik Deutschland, die den größten Bewertungsaufschlag genießen. Wer aber kauft noch zehnjährige Papiere, die eine nominale Verzinsung von 0,35% und eine reale Verzinsung von -1,7% anbieten?



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Kapitalflucht von Italien nach Deutschland

Nicht europäische Ausländer werden es wohl kaum sein. Vielmehr werden Bundesanleihen durch die Kapitalflucht aus den südeuropäischen Ausland auf immer neue Kurshochs getrieben. Aktuell ist es die Kapitalflucht aus Italien, nachdem dort im Frühjahr eine Koalition aus 5 Sterne Partei und Lega die Amtsgeschäfte in Rom übernommen hat und dabei offen Ressentiments ihrer Wählerschaft gegen das „Zwangsregime“ des Euro bedient hat. Die aufgrund der großen Probleme italienischer Banken ohnehin schon latent vorhandene Kapitalflucht von Italien nach Deutschland hat sich seither noch einmal beschleunigt. Die Dimension dieser Geldflüsse werden gut durch die TARGET2-Salden von Deutschland und Italien widergegeben. Während die deutsche Bundesbank einen positiven Saldo von knapp 1.000 Mrd. € aufweist, stehen die spanische Notenbank mit rund 400 Mrd. € und die italienische Notenbank 465 Mrd. € in der Kreide. Die Differenz zwischen deutschem und italienischen TARGET2-Saldo beläuft sich demnach auf über 1.450 Mrd. €.



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Während die Anleihenmärkte sich dieses Thema lange entspannt angeschaut haben, hat sich das mit dem Antritt der Anti-Euro-Koalition in Italien geändert. Italienische Staatsanleihen verloren seither kontinuierlich an Wert, während deutsche Bundespapiere gegen den Trend der internationalen Bondmärkte zulegen konnten. Die Renditedifferenz 10-jähriger Staatsanleihen zwischen Italien und Deutschland ist dadurch auf über 2,8% gestiegen. Dies ist noch nicht ganz so viel wie zum Höhepunkt der Eurokrise über den Jahreswechsel 2011/12, aber beschränkt bei einem Schuldenberg von mehr als 130% des BIP schon jetzt die Refinanzierungsfähigkeit Italiens. Auch der momentan ausgeglichene deutsche Bundeshaushalt sähe längst nicht mehr so gut aus, würde man einen um 3% höheren Zins für die Bedienung der Staatsschulden unterstellen.

## Italien droht Eurozone zu erpressen

Die neue Regierung in Italien fordert die Eurozone mittlerweile offen heraus. Im Herbst 2018 steht der neue Haushaltsplan für das Jahr 2019 an und die italienische Regierung hat bereits angekündigt, dass sie die Einhaltung des Maastricht-Kriteriums eines maximal dreiprozentigen Haushaltsdefizits in Relation zum BIP nicht garantieren könne. An den Märkten kursiert schon die Schätzung eines Haushaltsdefizits von mehr als 6% des BIP. Würde dieser Fall eintreten, ergäben sich nur zwei logische Fortsetzungsvarianten. In Variante 1 bleibt Brüssel hart und verweigert Unterstützungen, die die italienischen Refinanzierungskosten zu senken. Dies hätte höchstwahrscheinlich einen starken Zinsanstieg italienischer Staatsanleihen und eine Panik an den europäischen Finanzmärkten zur Folge. Der italienische Schuldenberg ist um ein Vielfaches größer als der Griechenlands, der italienische Bankensektor ist im europäischen Finanzsektor weit mehr verwoben als die griechischen Banken. In Griechenland hatte die Eurozone nach dem Abklingen der Eurokrise nach 2012 die freie Wahl, ob Griechenland weiterhin Bestand der Eurozone sein soll. Eine Pleite Griechenlands und eine Wiedereinführung der Drachme hätten an den Finanzmärkten in den Jahren 2014-2017 vermutlich nur ein Achselzucken hervorgerufen. Bei Italien ist das anders. Wenn Italien von einer Refinanzierung an den Finanzmärkten abgeschnitten würde, bliebe nichts anderes als die Wiedereinführung der Lira. Diese würde vermutlich erst einmal stark gegen den Euro abwerten, so dass die in „harten“ Euro aufgenommenen Schulden, sei es TARGET2 oder in Euro begebene Anleihen, nicht mehr bedient werden können. Ein italienischer Default würde aber für das europäische Bankensystem so große Schockwellen auslösen, dass das Überleben der gesamten Eurozone in Frage stünde. Italien hat also im Vergleich zu Griechenland viel mehr Erpressungspotenzial und die italienische Regierung weiß das.

Viel wahrscheinlicher ist daher Variante 2: Die Eurozone toleriert eine nach außen als temporär verkaufte Aufweichung der Defizitregeln mit der Begründung, dass außergewöhnliche Marktgegebenheiten vorlägen und vollzieht mit der Unterstützung Frankreichs, das ebenfalls schon ein Haushaltsdefizit von knapp 3% des BIP in 2017 aufweist, insgesamt einen Schwenk weg von der „von Deutschland oktroyierten Sparpolitik“. Da Italien auf Dauer nicht um 3 Prozent höhere Zinsen als Deutschland stemmen kann, werden Kaufprogramme oder Garantien für italienische Staatsanleihen aufgelegt. De facto entspricht dies dann endgültig der Vergemeinschaftung der Staatsschulden in der Eurozone. Den wenigen Zweiflern, die das noch als unanständig empfinden, wird der Narrativ entgegengehalten, dass eine gemeinsame europäische Fiskalpolitik in einer Währungsunion früher oder später ohnehin zwingend sei und dass man angesichts des Wiederaufkeimens nationalistischer Tendenzen auf dem Weg zu einer starken europäischen Wirtschafts- und Währungsunion jetzt nicht auf halbem Weg stehenbleiben dürfe.

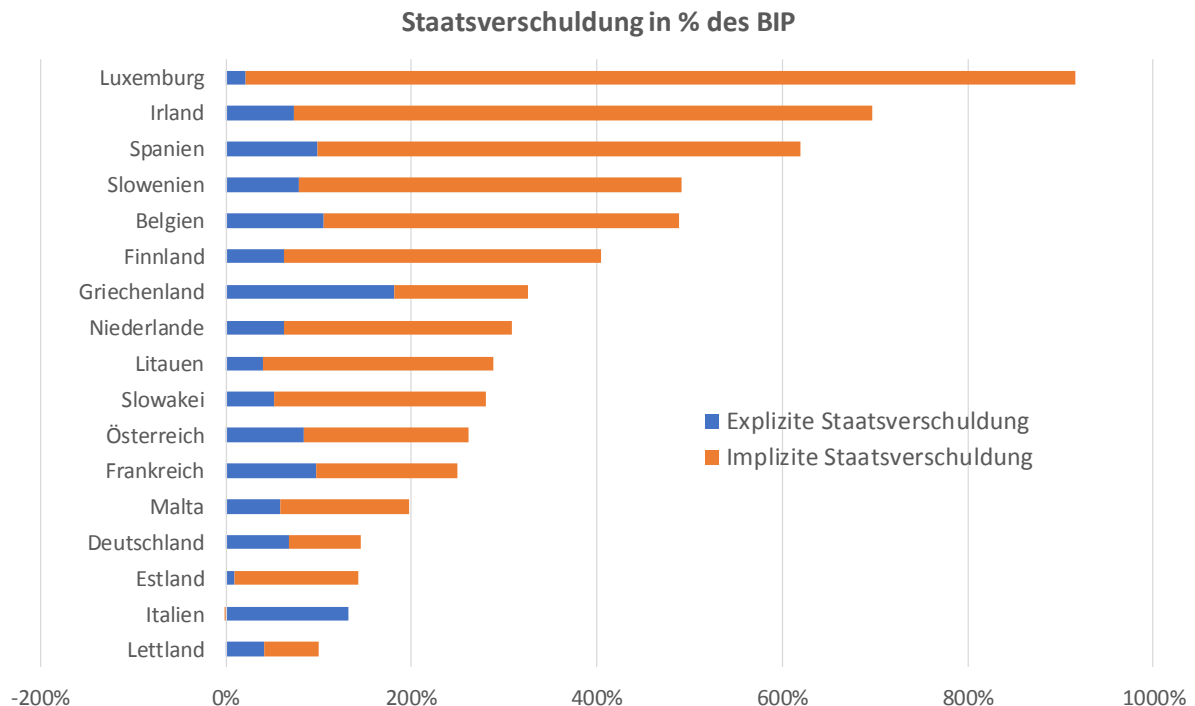


Was hat das alles mit Gold zu tun? In beiden Varianten wird die Illusion, dass deutsche Bundesanleihen eine von den Problemen der Eurozone isolierte Insel der Seligen sein können, wie eine Seifenblase zerplatzen. In Variante 1 würde die Eurozone wahrscheinlich zersprengt mit unabsehbaren Konsequenzen für Finanzinstitutionen und Staatsschulden. In Variante 2 wären deutsche Staatsanleihen nicht mehr wert als die aller anderen Mitglieder der Eurozone. Rettungsprogramme und Garantien und die damit implizit angehäuften Staatsverschuldung würden die deutschen Staatsfinanzen schnell überfordern, vor allem dann, wenn die Eurozone vom Ausland insgesamt nicht mehr mit Samthandschuhen angefaßt wird. Dass ein Staat, der Teil einer Währungsunion ist, die als Ganzes große Problematiken aufweist, das Privileg genoß, die geringsten Zinsen auf seine Staatsschulden auf dem ganzen Erdball zu zahlen, wird einem in einigen Jahren nicht anders vorkommen, als ein Traum aus vergangenen Zeiten. Deutsche Staatsanleihen und der Euro werden sich nicht dauerhaft als ein sicherer Hafen gegenüber Gold aufspielen können.

### **Untragbar hohe implizite Staatsschulden in Europa**

Zumal ein weiterer Faktor die Staatsfinanzen in Europa belasten wird: die hohen Sozialabgaben, die aufgrund der demographischen Entwicklung auf Sozialsysteme und Staatsausgaben in Europa zukommen werden. Die Stiftung Soziale Marktwirtschaft veröffentlicht in Zusammenarbeit mit der Universität Freiburg einmal im Jahr ein sogenanntes Nachhaltigkeitsranking, in dem explizite und implizite Staatsschulden zusammengefaßt werden. Die implizite Staatverschuldung ergibt sich vorwiegend durch die Fortschreibung bereits existierender Defizite plus erhöhte Sozialausgaben infolge der zunehmenden Überalterung der europäischen Volkswirtschaften. Insgesamt sind die Ergebnisse alarmierend: 27 von 28 Mitgliedstaaten der EU würden demnach zum Jahresende 2016 nicht über nachhaltige öffentliche Finanzen verfügen, die Verschuldung beträgt durchschnittlich mehr als das Zweifache des BIP. Innerhalb der Eurozone steht Deutschland noch relativ gut da. Der deutsche Finanzminister Scholz darf sich derzeit über Haushaltsüberschüsse freuen, die noch auf die Konsolidierungsbemühungen seines Vorgängers Schäuble zurückgehen. Dennoch sind die impliziten deutschen Staatsschulden mit 78% höher als die über Jahrzehnte angehäuften offiziell ausgewiesene Staatsschuld von 68% des BIP. Ironischerweise steht das Land mit dem zweitgrößten expliziten Schuldenberg – Italien – in diesem Ranking mit am besten da. Italien hat in der Vergangenheit im Primärhaushalt (ohne Zinsausgaben berechnet !) in den vergangenen Jahren regelmäßig Überschüsse erzielt, während andere Eurostaaten auch in einer Hochkonjunktur bei sprudelnden Staatseinnahmen hohe Defizite im Primärhaushalt verbuchten. Da mag man gar nicht daran denken wie die Zahlen in der nächsten Rezession aussehen mögen. In jedem Fall stehen vielen Eurostaaten schmerzhafteste Reformen in den Sozialsystemen hervor. Als eines von vielen Beispielen sei an dieser

Stelle Luxemburg angeführt, das mit 21% des BIP zwar die geringste explizite Staatsverschuldung ausweist, aber sein Rentensystem so ausgestaltet hat, dass es dauerhaft nicht finanziert werden kann.



Quelle: Stiftung Soziale Marktwirtschaft EU Nachhaltigkeitsranking 2017, eigene Darstellung

### Nachhaltig negative Realzinsen in der Eurozone

Die Frage, wie die EZB den notwendigen Reformprozeß begleitet wird, ob mit harter Hand, um den Reformdruck hochzuhalten, oder mit einer akkommodierenden Geldpolitik, beantwortet sich durch ihr Verhalten in der Vergangenheit von selbst. Auch diejenigen Staaten, die innerhalb der EZB für eine stabilitätsorientiertere Politik plädieren (Deutschland, Niederlande, Österreich, Finnland, die baltischen Staaten), stehen im Nachhaltigkeitsranking nicht gut da und werden sich eine restriktivere Politik dauerhaft nicht leisten wollen. Insofern werden uns negative Nominal- und noch mehr Realzinsen wohl noch lange erhalten bleiben. Die Eurozone und die Europäische Union geben im Herbst 2018 das Bild einer innerlich gespaltenen, durch mangelnde Verlässlichkeit langjähriger Verbündeter (Vereinigtes Königreich, USA) erschütterten und durch den Aufstieg China herausgeforderten politische Zweckgemeinschaft auf. Nichts deutet momentan darauf hin, dass diese Union die kommenden wirtschaftlichen und politischen Herausforderungen meistert.

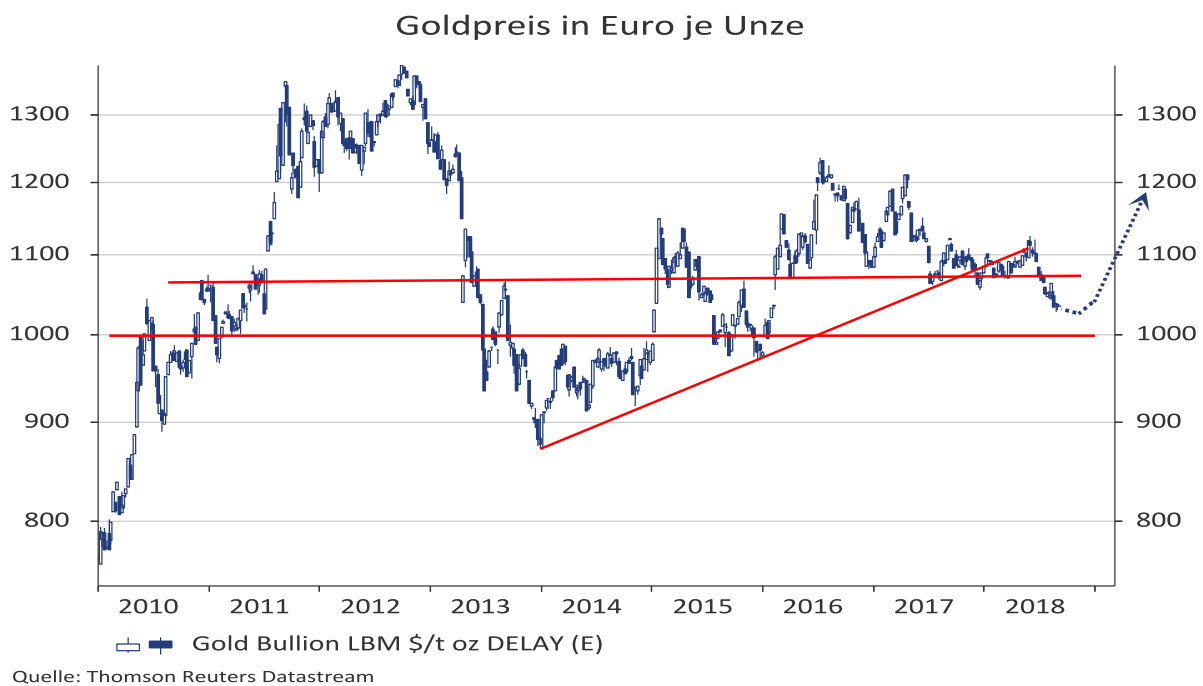
## Fragliche politische Mehrheit in Deutschland

Zumal das Aufkommen nationalistischer Parteien überall in Europa die politischen Gestaltungsmöglichkeiten stark vermindert. Auch in Deutschland dürfte in naher Zukunft eine politische Mehrheit für eine stabile Regierung kaum noch zu organisieren sein. Die große Koalition aus CDU/CSU und SPD wurde in der Bundestagswahl 2017 mit Verlusten auf beiden Seiten praktisch abgewählt, die möglichen Koalitionen waren durch den Einzug zweier weiterer Parteien (AFD, FDP) und den hohen Stimmenanteil der AFD begrenzt. Der Versuch einer Jamaika-Koalition scheiterte nach wochenlangen und immer wieder verlängerten Verhandlungen, ohne dass wenigstens ein Minimalkonsens in wichtigen Fragen erreicht wurde. Damit ist die Götterdämmerung von Kanzlerin Merkel angebrochen, deren Motivation hauptsächlich darin zu bestehen scheint, Altkanzler Kohl an Regierungszeit zu übertreffen. Ob ihr ein würdiger Abgang gelingt, wird nicht zuletzt davon abhängen, wie sie den notwendigen Führungswechsel und die politische Umorientierung in der Union unterstützend begleiten mag. Wahrscheinlicher ist jedoch ein Mißtrauensvotum noch in dieser Legislaturperiode, da CDU/CSU kaum mit der derzeitigen Merkelschen Politikausrichtung in den nächsten Wahlkampf ziehen können. Ob nun mit vorgezogenen oder turnusgemäßen Neuwahlen: Deutschland droht nach Merkel eine Zeit, in der eine Mehrheitsregierung nicht ohne eine Partei am politischen Rand möglich ist. Oder eben eine tolerierte Minderheitsregierung. Spanische Verhältnisse also.

Angesichts der möglichen wirtschaftspolitischen Vorschläge, die dann auf den Tisch kommen mögen, kann man schon Bedenken gegenüber Nachhaltigkeit der deutschen Staatsfinanzen haben. Ich kann mich noch gut an den Spätherbst 2002 erinnern, als die mit marginaler Mehrheit wiedergewählte Rot-Grüne-Koalition die Finanzmärkte mit einem Flickenteppich unkoordinierter wirtschaftspolitischer Vorschläge verschreckte. Eine Folge dieser Verunsicherung war eine markante Underperformance von -50% des deutschen Aktienmarkts gegenüber anderen internationalen Aktienindizes. Deutschland war bis zum Jahr 2004 das Sorgenkind der Eurozone und der blaue Brief aus Brüssel im Jahre 2004 sollte noch nicht vergessen sein. Die Deutschen tun gut daran, die aktuelle wirtschaftliche Führungsrolle in der EU, die sich eben auch in den niedrigsten Refinanzierungskosten für Staatsanleihen niederschlägt, nicht als gottgegeben hinzunehmen. Es braucht nicht viel Phantasie, um sich ein Ende des derzeitigen Sonderstatus Deutschlands vorzustellen.

## Fazit: Euro-Stärke gegenüber Gold läßt sich nicht halten

Der Euro und deutsche Bundesanleihen haben in den letzten 16 Monaten trotz negativer Realzinsen gegen Gold um knapp 20% aufgewertet. Der Preis für eine Unze Gold ist von knapp 1.210 Euro im April 2017 auf aktuell 1.030 Euro zurückgekommen. Die technische Unterstützungszone bei 1.000 Euro je Unze ist annähernd erreicht. Angesichts der vielfältigen Problemstellungen, die auf die Eurozone und die Europäische Union in den nächsten Jahren zukommen halte ich dieses Preisniveau langfristig für einen sehr attraktiven Einstiegszeitpunkt. Der Trade lautet Deutsche Bundesanleihen short gegen Gold in Euro long. Deutsche Staatsanleihen werden aus den oben angeführten Gründen ihre Rolle als sicherer Hafen nicht halten können. Ein Repricing steht in jedem Fall an, unabhängig davon, wie Europa und die Eurozone sich im Fall Italien verhalten. Im ersten Schritt erwarte ich eine Aufwertung des Goldpreises auf etwas über 1.200 Euro. Sollte die sich andeutende Krise in Italien in eine europäische Bankenkrise münden, sollten die alten Hochpunkte bei 1.380 Euro aus dem Jahr 2012 erneut angegriffen werden.



Stuttgart, den 3. September 2018

Markus Mezger

[markus.mezger@tiberiusgroup.com](mailto:markus.mezger@tiberiusgroup.com)

## Kontakt

### **Tiberius Asset Management GmbH**

Rotebühlplatz 23  
70178 Stuttgart  
Deutschland

Telefon: +49 (0) 711 490 08 164

Email: [info@tiberiusgroup.com](mailto:info@tiberiusgroup.com)

Webseite: [www.tiberiusgroup.com](http://www.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 Asset Management GmbH 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 GmbH (+49 711 4900 8164 oder [info@tiberiusgroup.com](mailto: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 GmbH 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 © 2018**

Tiberius Asset Management GmbH  
Alle Rechte vorbehalten.