

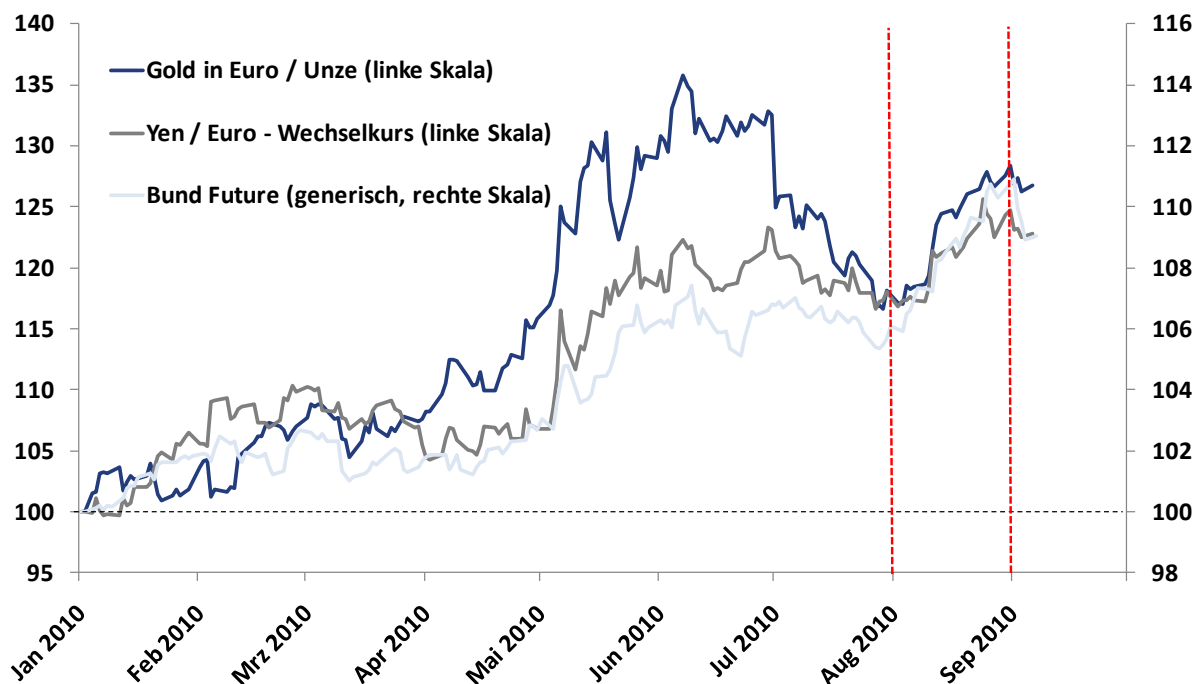
Marktkommentar August 2010



Performancerückblick: Alle Jahre wieder...

... findet man an den Kapitalmärkten im August extreme Marktbewegungen. Die Finanzmärkte gehen durch das traditionelle „Sommerloch“, das sich in Form illiquider Märkte zeigt. Mit gewohnter Regelmäßigkeit kommt es zu erratischen Marktbewegungen: Letztes Jahr waren die Rohstoffmärkte besonders betroffen, als die Spread-Entwicklungen zwischen einzelnen Rohstoffen das übliche Maß sprengten. Dieses Jahr hingegen waren es die Anleihemärkte bzw. die „sicheren Häfen“ im Allgemeinen, die unüblich starke Kursbewegungen zeigten. Der Bund-Future verzeichnete mit einem Anstieg von zwischenzeitlich etwa 6 Punkten den größten Monatsanstieg seit der Einführung des Kontrakts Anfang der Neunziger Jahre. Gleichzeitig flüchteten sich die Anleger in Gold und den Yen. Der Konjunkturpessimismus kehrte zurück und erreichte neue Höhepunkte, ohne dass die Nachrichtenlage dies widerspiegelt hätte.

Entwicklung verschiedener Risiko-Barometer (01.01.2010 = 100)



Für die Rohstoffmärkte bedeutete der August eine volatile Seitwärtsbewegung, die mit einem leichten Minus endete. Unter den großen Rohstoffindizes lag dieses Mal der Dow Jones UBS Commodity Index (DJUBS) mit -2,5% knapp vor dem Rogers International Commodity Index (RICI), der etwa -2,8% verlor. Mit -5,5% büßte der S&P Goldman Sachs Commodity Index (GSCI), aufgrund des überdurchschnittlichen Kursrückgangs im Energiesektor, deutlich mehr ein.

Auf Sektorebene konnten die Edelmetalle am meisten hinzugewinnen, da die Anleger, wie oben beschrieben, die „sicheren Häfen“ aufsuchten. Gold (+5,6%) und Silber (+7,6%) trugen hier in etwa gleichem Maße zur Performance bei. Die relative Stärke der Industriemetalle wollte jedoch nicht so recht zu dem an den Anleihemärkten gehandelten Konjunkturpessimismus passen. Zinn (+7,8%), Zink (+1,4%) und Kupfer (+1,1%) konnten entgegen der Indexentwicklung absolut positive Renditen erzielen, Blei (-0,8%) und Nickel (-2,2%) zählten ebenfalls noch zu den Outperformern. Nur Aluminium (-5,5%) musste stärkere Verluste hinnehmen, die aus unserer Sicht jedoch fundamental gerechtfertigt sind. Ebenso deuten aus unserer Sicht die Basismetallrenditen an, dass sich die Destocking-Phase in China allmählich dem Ende zuneigt. Wir erwarten, dass damit auch das Abbröckeln der weltweiten Frühindikatoren allmählich zu Ende geht.

Sehr positive Renditen ergaben sich erneut im Agrarsektor. Bei den Soft Commodities konnte Baumwolle (+9,5%), ein ebenfalls positiv mit dem Industriezyklus korrelierender Rohstoff, beinahe zweistellig zulegen. Die große Wachstumsdynamik bei US-Exporten hat die Lagerbestände in den USA bereits auf ein unterdurchschnittliches Niveau gebracht. Die Nachrichten über die flutbedingten Ernteschäden in Pakistan trieben die Kurse zusätzlich an. Zucker (+0,9%) und Kaffee (+0,3%) beendeten den Monat nahezu unverändert, während Kakao (nicht im DJUBS enthalten) um 12,3% regelrecht abstürzte. Hier waren die Aussicht auf eine besser als erwartete Ernte in der Elfenbeinküste, die Normalisierung der Terminpreise in London und technische Verkaufssignale ausschlaggebend für den Kursrückgang.

Der Getreidesektor entwickelte sich gemischt. Nach seinem fulminanten Anstieg im Juli, legte Weizen (-0,7%) eine Verschnaufpause ein, da sich nun die Auswirkungen der Ernteauffälle in Russland/Osteuropa besser einschätzen lassen. Sojabohnen (+0,5%) und Sojabohnenöl (-1,2%) erzielten auch kaum von der Nulllinie verschiedene Ergebnisse. Erstmals seit langem konnte sich hingegen Mais (+7,7%) deutlich von den anderen Getreiden absetzen. Die positiven Fundamentaldaten dieses

Rohstoffe wurden zuletzt von vielen Marktteilnehmern wahrgenommen. Die Nettokaufpositionen der spekulativen Marktteilnehmer sind in den letzten Wochen sehr stark angestiegen.

Zu den Underperformern zählten die Energierohstoffe. In den USA, wo die wichtigsten Energiekontrakte gepreist werden, nahmen die Überschusslagerbestände weiter zu. Dadurch verschlechterten sich die Terminkurven erheblich. Viele Long-Investoren sahen sich in einem derartigen Umfeld stark negativer Roll-Renditen zu Verkäufen gezwungen. Zudem belastete der allgemeine Konjunkturpessimismus die Energiepreise.

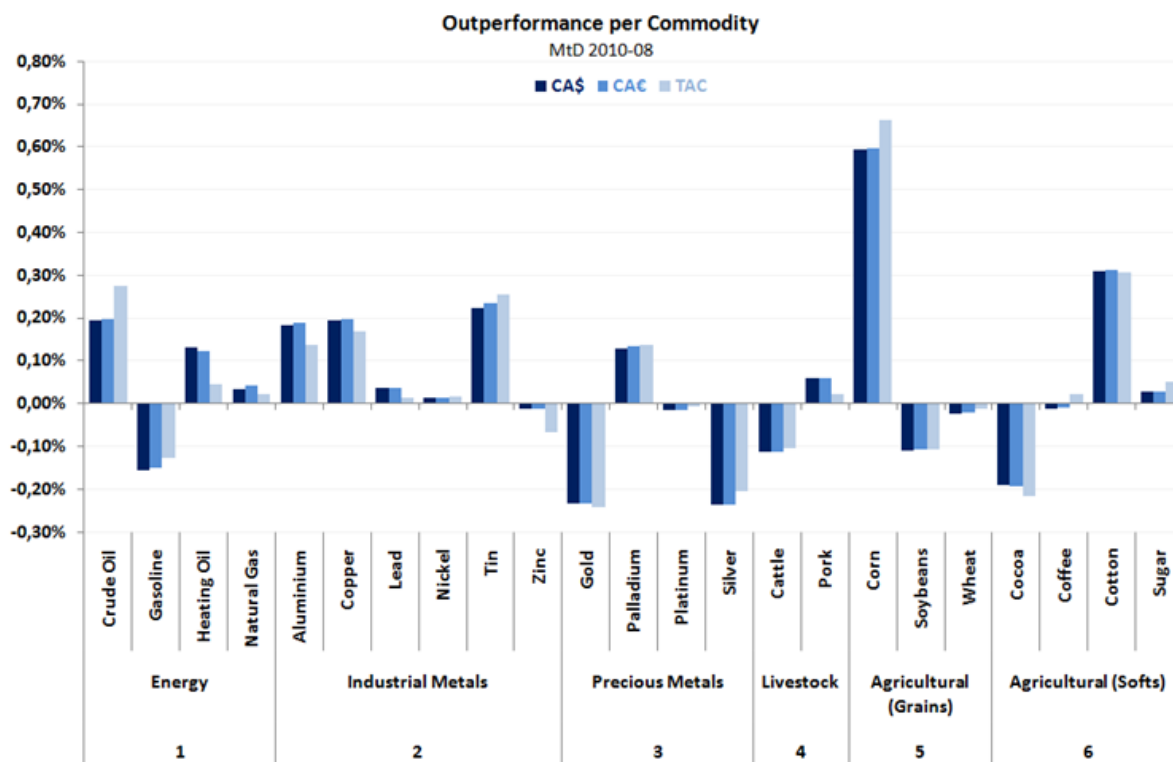
<b>Commodity EXCESS RETURNS</b>			
<i>Commodities</i>	<i>YTD</i>	<i>MTD</i>	<i>YoY</i>
Crude Oil	-14,84%	-8,08%	-9,24%
Heating Oil	-12,10%	-6,23%	-3,97%
Natural Gas	-34,95%	-20,51%	-28,60%
Unleaded Gas	-13,92%	-9,83%	-5,96%
Aluminum	-11,11%	-5,74%	1,97%
Copper	-1,75%	1,11%	15,37%
Nickel	10,76%	-2,20%	6,87%
Zinc	-22,43%	1,38%	3,61%
Gold	13,25%	5,61%	30,04%
Silver	14,37%	7,61%	28,84%
Live Cattle	10,14%	2,83%	7,58%
Lean Hogs	0,79%	-4,90%	26,25%
Corn	-6,65%	7,73%	13,06%
Soybean	-1,44%	0,50%	4,31%
Soybean Oil	-6,86%	-1,23%	4,29%
Wheat	10,26%	-0,71%	15,25%
Coffee	25,31%	0,26%	36,21%
Cocoa	-19,39%	-12,29%	-6,70%
Sugar	-26,82%	0,92%	-24,75%
Cotton	13,82%	9,45%	36,31%

## Performance unserer aktiven Rohstoff-Fonds

Die absolute Rendite fiel bei den long only Fonds im August 2010 mit Werten zwischen -1,74% und -2,19% leicht negativ aus. Die aktive Rendite war jedoch positiv. Alle long only Fonds schlossen den Monat mit einer besseren Performance als der jeweilige Vergleichsindex ab. So konnte der Commodity Alpha OP (CA\$) eine positive relative Rendite in Höhe von +0,80%, der Tiberius Active Commodity OP (TAC) in Höhe von +0,60% und der Tiberius Commodity Alpha Euro OP (CA€) in Höhe von +0,65% erzielen.

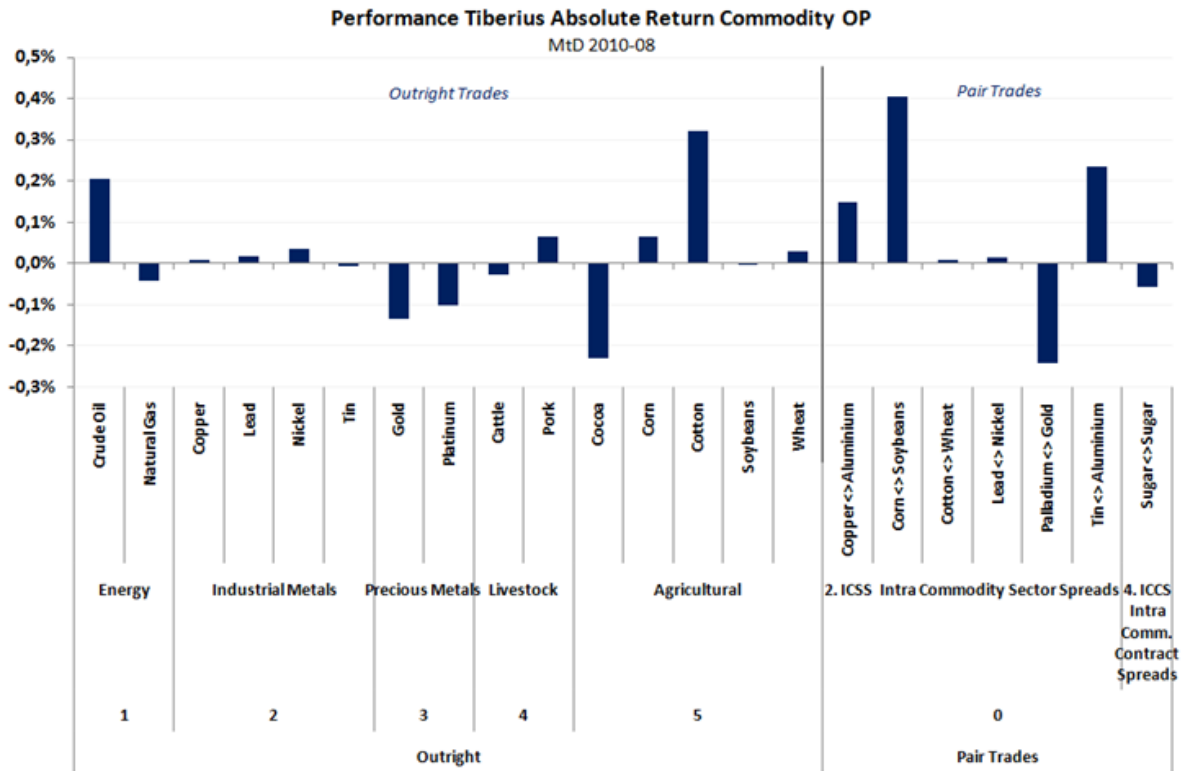
Bei der Rohstoffselektion ergaben sich einheitliche Überrenditen. Erfolgreich war die Allokation im Agrarsektor. Hier zahlten sich die Übergewichtungen bei Mais und Baumwolle mit rund +0,90% aus. Die beiden Rohstoffe konnten aufgrund guter Fundamentaldaten und hohem Anlegerinteresse den vergangenen Monat am erfolgreichsten innerhalb des von uns analysierten Anlageuniversums abschließen.

Bis auf einen geringen negativen relativen Wertbeitrag bei Zink wiesen die Basismetalle positive relative Erträge auf, sodass auf den gesamten Sektor rund +0,65% bei den beiden CAs und rund +0,50% beim TAC erzielt wurden. Ein gemischtes Bild ergab sich bei den Edelmetallen. Die Übergewichtungen von Palladium und Platin konnten im vergangenen Monat die negativen relativen Ergebnisbeiträge aus der Untergewichtung von Gold und Silber nicht ausgleichen, sodass hier rund -0,35% eingebüßt wurden. Dies wurde jedoch durch einen positiven relativen Performancebeitrag im Energiesektor (ca. +0,20%) größtenteils kompensiert, der vor allem aus der Untergewichtung von Rohöl und Heizöl resultierte.



Der long/short Fonds Tiberius Absolute Return Commodity OP (TAR) erzielte im August 2010 eine positive absolute Rendite in Höhe von +0,46%. Im strategisch ausgerichteten Pairtrade-Portfolio wies der Pairtrade long Mais <> short Sojabohnen den größten positiven Wertbeitrag in Höhe von +0,40% auf. Weitere positive Erträge resultierten aus den Pairtrades im Basismetallbereich, die Aluminium auf der short Seite allokiert hatten. Mit Kupfer auf der entsprechenden long Seite konnten +0,15% und mit Zinn als korrespondierender long Komponente rund +0,25% erzielt werden. Mit einem größeren negativen Performancebeitrag (-0,24%) schlug lediglich der Pairtrade long Palladium <> short Gold zu Buche.

In unserem taktisch ausgerichteten Outright-Portfolio konnten in der Summe +0,19% erzielt werden. Sowohl der beste als auch der schlechteste Performancebeitrag stammt hier aus dem Agrarbereich. Aus der Long-Positionierung bei Baumwolle ergab sich ein positiver Performancebeitrag in Höhe von rund +0,30%. Negativ entwickelte sich hingegen die Long-Position bei Kakao (-0,23%). Aussichten auf gute Bedingungen für die Entwicklung der nächsten Ernte in der Elfenbeinküste führten hier zu Kursverlusten.



## Marktperspektiven

### Konjunktur: Kein Double Dip

Wir sind der Überzeugung, dass die Finanzmärkte derzeit zwei Fehlschlüssen aufsitzen. Erstens wird für die USA vielfach eine erneute Rezession (Double Dip) nach dem Vorbild der Jahre 1980-1982 eingepreist. Zweitens wird die US-Konjunktur bedenkenlos mit der Weltkonjunktur gleichgesetzt. Beides lässt sich unserer Meinung nach nicht halten.

Betrachtet man zunächst die US-Konjunktur, so stellt man fest, dass die harten Daten gemischt ausfallen. Tendenziell vorauslaufende Daten wie Auftragseingänge und Investitionsneigung haben sich in den letzten Monaten spürbar abgekühlt, nachdem sie im Laufe des Jahres 2009 teilweise noch nach oben übergeschossen waren. Allerdings liegen die vorauslaufenden Indikatoren immer noch auf einem Niveau, bei dem man von einem realen US-Wirtschaftswachstum zwischen 1,5% und 2,0% ausgehen darf. Es gibt angesichts der nach wie vor mehr als ausreichenden Liquiditätsversorgung der US-Wirtschaft durch die Notenbank und der starken Konjunktur in anderen Teilen der Welt keinerlei Hinweis, dass sich die US-Frühindikatoren in den nächsten Monaten weiter abschwächen sollten. Für ein Double Dip der US-Konjunktur gibt es somit keine Anzeichen. Einen großen Dissens gibt es momentan über nachlaufende Konjunkturindikatoren wie z.B. die US-Arbeitsmarktdaten. Als Beleg für eine schwache Konjunktorentwicklung wird bei vielen Marktteilnehmern der Stellenzuwachs im privaten Gewerbe angeführt. Diese vom Bureau of Labor Statistics (BLS) monatlich veröffentlichte Zahl ist jedoch ein statistisches Monster, das eine vernünftige Prognose kaum zulässt. Sie hängt nämlich in einem hohen Maße von notorisch volatilen Annahmen ab, u.a. wie viele Firmen neu geschaffen wurden und untergegangen sind (Net Birth/Death Model), sowie von großen saisonalen Bereinigungen. Regelmäßig werden Revisionen (nicht selten noch Jahre später) vorgenommen, die höher ausfallen als die ursprünglich berichtete Zahl. Einen besseren Eindruck von der Zyklik des US-Arbeitsmarkts geben die ebenfalls monatlich berichtete Arbeitslosenquote und die wöchentlich berichteten Anträge auf Arbeitslosenhilfe. Beide Indikatoren zeigen, dass sich der US-Arbeitsmarkt bis Juni 2010 graduell verbessert hat, aber seither in eine Stagnationsphase eingetreten ist. Alles in allem sind die Schlüsse für die US-Wirtschaft auch hier eindeutig. Die US-Wirtschaft hat sich auf ein Wachstumsniveau um 2% abgekühlt, das auf dem Arbeitsmarkt keine großen Verbesserungen, aber auch keine erneute Abwärtsdynamik erwarten lässt. Den Europäern mag eine derartige Lageeinschätzung vertraut vorkommen. Lediglich die US-Politik, verblendet durch die nicht

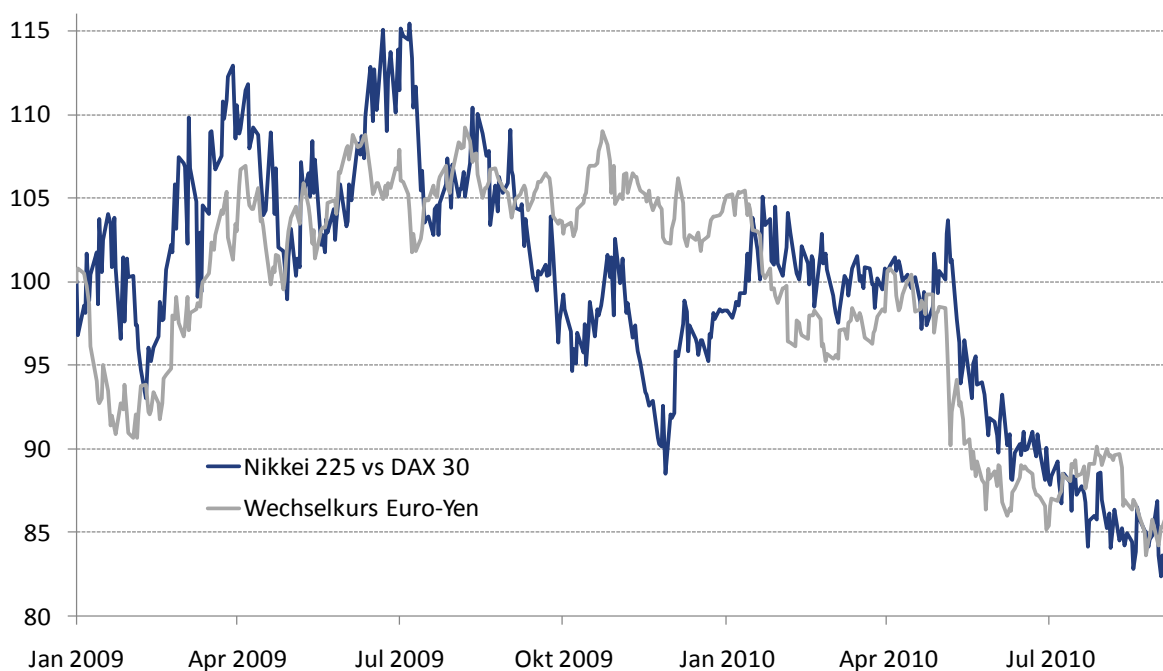
---

nachhaltigen Wachstumsraten des privaten Konsums in den vorausgegangenen Aufschwüngen, sträubt sich gegen diese Erkenntnis.

Was unmittelbar zur zweiten Fehleinschätzung, der Gleichsetzung der US-Konjunktur mit der Weltkonjunktur, führt. Wir haben in unserem im Dezember 2009 veröffentlichten Kapitalmarktausblick 2010 ausführlich dargelegt, warum die US-Wirtschaft das Wachstumstempo der vorangegangenen Aufschwünge nicht mehr erreichen kann. In einem Satz zusammengefasst: „Die Übertreibungen an den US-Kreditmärkten haben in den Jahren 2005-2007 kurzfristig einen privaten Mehrkonsum ermöglicht, der in der Phase der Kreditrückführungen (Deleveraging) deutlich eingeschränkt werden muss.“ Viele amerikanische Haushalte bezahlen heute für den vorangegangenen Konsumrausch, aus dem sie erst durch die Finanzkrise erwacht sind. Das Wachstumspotenzial der US-Wirtschaft ist deswegen für viele Jahre deutlich niedriger als in anderen Teilen der Welt. Wir verstehen nicht, warum diese einfachen Wahrheiten heutzutage eine so große Verwunderung bei vielen Marktteilnehmern hervorrufen. In unserem Kapitalmarktausblick 2010 hatten wir den USA ein japanisches Szenario prognostiziert. In den Jahren 1991-2000 war die japanische Wirtschaft bei moderater Deflation der Konsumgüterpreise deutlich langsamer gewachsen als der Rest der Welt, der in den neunziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts eines seiner realwirtschaftlich besten Jahrzehnte erlebte. Insofern wäre es durchaus nicht unwahrscheinlich, dass ein moderates Wachstum in den USA einhergeht mit hohen Wachstumsraten in Ländern, in denen die Notwendigkeit des Deleveraging nicht in dem Maße gegeben ist. In der Tat zeigen sich einige Volkswirtschaften Europas relativ unbeeindruckt von den Spekulationen um die Europäische Währungsunion. So deutet der vom Münchner IFO-Institut ermittelte Geschäftsklimaindex nach wie vor auf ein stark überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum in Deutschland hin. Ein ähnliches Signal sendet die relative Stärke europäischer - insbesondere deutscher - Aktien gegenüber dem MSCI-Weltaktienindex. Da viele Unternehmen ihr Umsatz- und Gewinnwachstum in Schwellenländern erzielen, heißt dies im Umkehrschluss, dass auch in diesen Wirtschaftsregionen kein Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität zu beobachten ist. In China waren in den letzten Monaten die offiziell berichteten Makro-Indikatoren vor dem Hintergrund der restriktiveren Immobilienpolitik zwar ebenfalls leicht rückläufig. Es scheint sich aber allenfalls um eine vorübergehende Abkühlung zu handeln. Eine generelle Trendwende und ein Platzen der Immobilienblase, wie sie von einigen Marktkommentatoren voreilig ausgerufen wurden, sind nicht zu erkennen. Die schwachen Makrodaten des Nachbarn Japan dürften weniger einem Abschwung der Wirtschaftsregion Asien, sondern vielmehr den Effekten des starken Yen geschuldet sein.

---

### Relative Entwicklung Nikkei / DAX und Euro-Yen Wechselkurs (01.01.2009= 100)



#### Währungen: Unterbewerteter Euro

Damit wären wir neben der erhöhten privaten Sparquote beim zweiten Grund, warum die Wirtschaftsleistung der USA und Japans zuletzt relativ zu Europa enttäuschte. Die Währungen beider Länder sind zum Euro schlichtweg zu hoch bewertet, um den hiesigen Exporteuren eine wettbewerbsfähige Position zu gewähren.

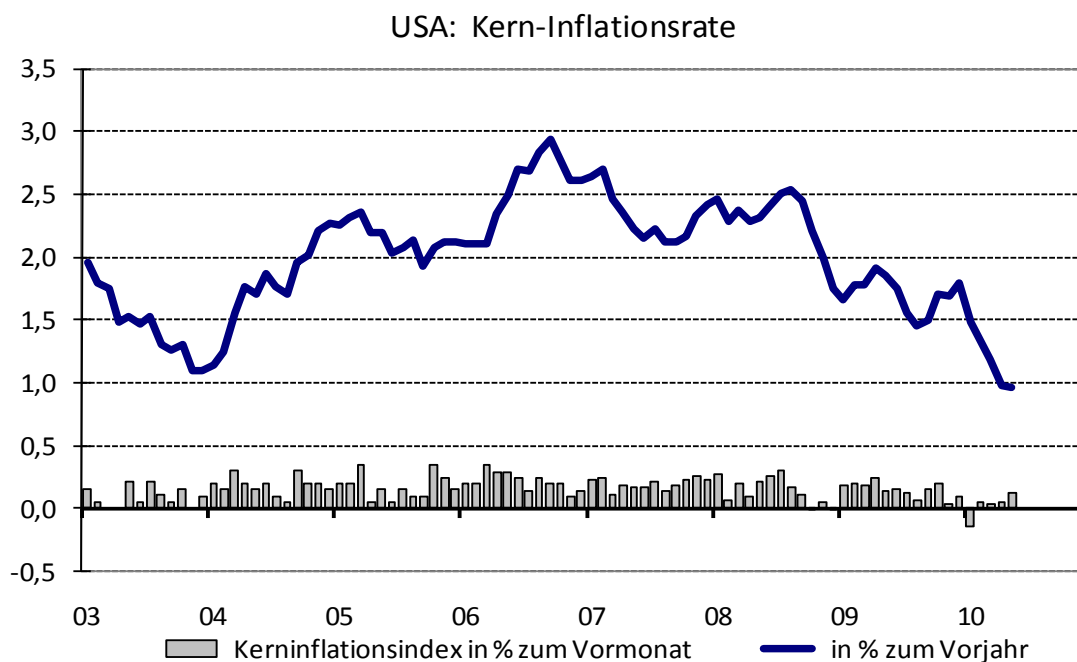
Dies gilt umso mehr, wenn neben der Wettbewerbsfähigkeit der Industrie die üblichen anderen Bewertungsfaktoren für Währungen – u.a. Staatsschuldenquoten, Regierungsdefizite, Nominalzinsen, Zentralbankgeldmengen – herangezogen werden. Bei allen dieser Kriterien sehen die Währungen der USA und Japans schlechter aus als die Gemeinschaftswährung Europas. Selbst die viel kritisierten Peripheriestaaten Eurolands (PIGS) stehen im Vergleich zu einzelnen Bundesstaaten der USA noch relativ solide da. Und paradoxerweise hat eine weitere Eintrübung der Fundamentaldaten des Yen und des US-Dollar, z.B. die Ankündigung des US-Notenbankpräsidenten Bernanke, die Zentralbankgeldmenge nicht wie ursprünglich beabsichtigt zurückzuführen, zuletzt für Kursgewinne bei eben diesen Währungen gesorgt. Nach dem Motto: Je schlechter die Nachrichten aus den USA, desto fester der US-Dollar. Das gleiche gilt in abgeschwächter Form für Japan, in dem das chronische

Führungschao in der möglichen Ablösung des Premiers Kan durch einen seiner Vorgänger Ozawa seine Fortsetzung findet. Premier Kan hat es immerhin schon auf 3 Monate Amtszeit gebracht. Für Nippon, bei dem die Halbwertszeit von Ministerpräsidenten immer deutlicher gegen Null konvergiert, keine schlechte Leistung.

Wir hatten im [Marktkommentar April 2010](#) detailliert begründet, warum wir den Euro nicht mehr länger als den Einäugigen unter den Blinden bei den großen Währungen betrachten. Allmählich beschleicht uns jedoch der Verdacht, dass der blinde Fleck der Währungsmärkte in einer extremen Schwäche des Yen und des US-Dollar bestehen könnte. Diejenigen Marktteilnehmer, die noch vor 2 Jahren vollmundig das nahende Ende der US-Währung hinausposaunt haben, scheinen mittlerweile ausgestorben. Viele Studien, die ausführlich begründen, warum das Staatsschulden Thema langfristig nicht zu lösen ist, bleiben im Währungsbereich seltsam ambivalent. Deswegen legen wir uns hier fest: Das Ausufern der Staatsdefizite und die damit verbundene Beschleunigung der Staatsschuldenquoten ist vornehmlich ein Problem der USA und Japans. Beide Länder haben ebenfalls festgestellt, dass ein keynesianisches Deficit Spending nicht zu nachhaltigem Wachstum führt. Im Gegenteil: durch eine zunehmende Staatsquote verkrusteten Volkswirtschaften, da produktivere, private Initiativen zurückgedrängt werden. Auf der anderen Seite gehen die Volkswirtschaften Europas, angestachelt durch die Staatsanleihenkrise in den PIGS-Staaten richtigerweise den Weg der Konsolidierung der Staatsfinanzen. Entgegen der Prognosen der meisten Volkswirte ist die Wirtschaftsleistung in den PIGS-Staaten nicht dramatisch eingebrochen. Darüber hinaus sind die vielfach befürchteten Proteste gegen die Sparanstrengungen der europäischen Regierungen praktisch gänzlich ausgeblieben. Dennoch beharren viele Marktteilnehmer, vor allem angloamerikanischer Herkunft, auf einer weiteren Abwertung des Euro. Wir erwarten das Gegenteil. Auch aus technischer Sicht ist ein nachhaltiger Kursverfall des US-Dollar keine unwahrscheinliche Variante. Dass die Spreads zwischen PIGS-Anleihen und deutschen Bundesanleihen in den letzten Wochen wieder angestiegen sind, hatte eher mit einer eingeschränkten Preisfunktion der Anleihemärkte zu tun.

### Anleihemärkte: Gestörte Preisfindungsfunktion

Die Anleihemärkte haben sich in den Augen vieler Marktteilnehmer in den letzten Jahren zu einem heimlichen Favoriten unter den Konjunkturpropheten gemausert. Während die Weltaktienmärkte erratisch schwankten und mehrfach Opfer von Blasenbildungen wurden, erwies sich die Zinsstrukturkurve an den nationalen Anleihemärkten oft als ein verlässlicher Indikator für die Konjunkturentwicklung. Insofern wurde die Verflachung der Zinsstruktur zwischen Kurz- und Langläufern in den USA und Europa als ein ernstes Warnsignal interpretiert, dass diesen Wirtschaftsregionen trotz aller konjunkturpolitischen Anstrengungen japanische Verhältnisse drohen. Wir teilen diese Sichtweise zumindest kurzfristig nicht, auch wenn ein derartiges Szenario für die USA mittelfristig nicht unwahrscheinlich ist. Vielmehr sind wir der Meinung, dass zum ersten Mal seit vielen Jahren die Anleihemärkte wieder Gegenstand einer Spekulationsblase sind. Zum Einen sprechen die makroökonomischen Daten in vielen Weltregionen immer noch für eine Hochkonjunktur, die in den letzten Monaten auf Normalmaß reduziert wurde. Zum Zweiten kann auch an der Preisfront eine deflationäre Bewegung, wie sie die Anleihemärkte implizieren mögen, zumindest kurzfristig nicht hergeleitet werden. Die Kerninflationen haben sich in den USA auf niedrigem, aber positivem Niveau zwischen 0,1% und 0,2% stabilisiert. Im Jahresvergleich wird die Kerninflation in den USA bei gleichbleibender Dynamik durch den Wegfall von Basiseffekten von aktuell 1,0% auf 1,4% ansteigen. Für Europa gilt Ähnliches. Die Geldpolitik hat in den wichtigsten Währungsräumen die angedachte Straffung ausgesetzt, so dass das langfristige Inflationspotenzial nicht eingegrenzt wurde.



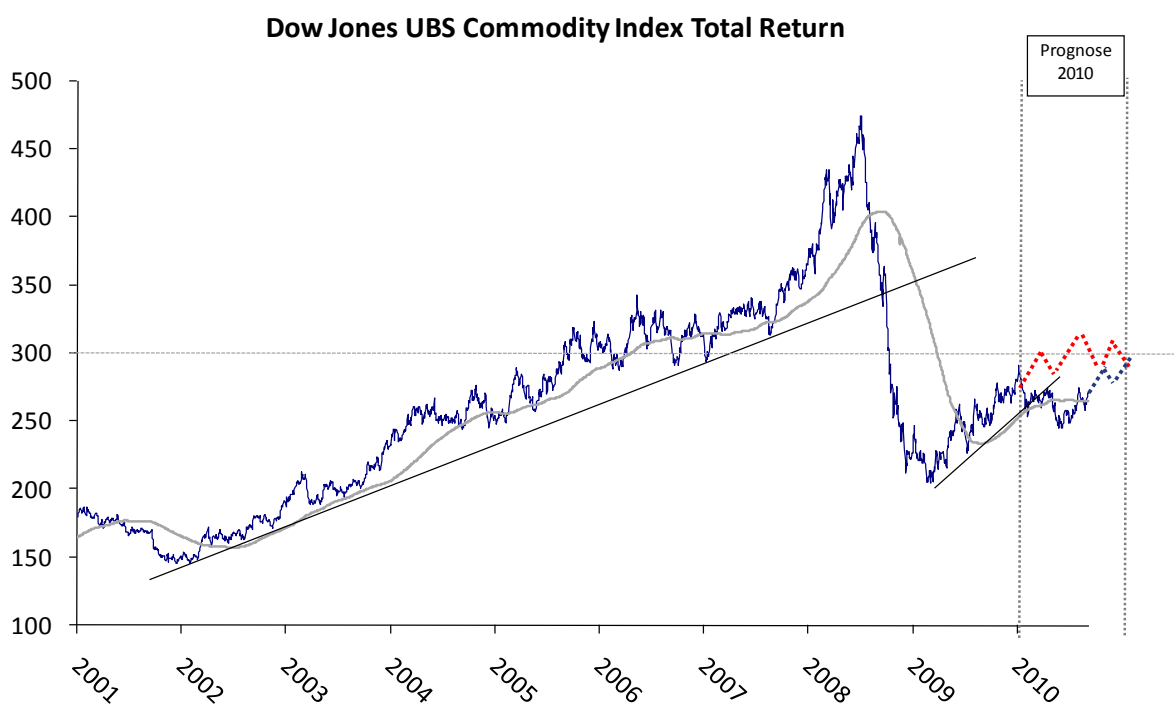
Anhand fundamentaler Faktoren lässt sich die Kursexplosion an den Märkten für langlaufende Staatsanleihen also schwerlich erklären. Was sonst treibt dann die Kurse? Möglicherweise haben die Anleihemärkte die jüngsten Äußerungen der US-Notenbank falsch verstanden. Diese hatte mitgeteilt, sie werde die US-Zentralbankgeldmenge nicht wie ursprünglich beabsichtigt zurückführen, sondern durch Direktkäufe von US-Staatsanleihen auf ihrem exponierten Niveau halten. Als Begründung wurde die Standardformulierung angewandt, dass kurzfristig die Konjunkturrisiken zu hoch seien, um restriktivere Maßnahmen zu rechtfertigen. Diese Nachricht ist aus unserer Sicht bullish für Aktien und bearish für Anleihen, da sie die Marktliquidität und das langfristige Inflationspotenzial erhöht. Der Markt interpretierte dies jedoch gerade umgekehrt: Wenn die Fed schon Konjunkturrisiken sieht, wie ernst muss da die Lage tatsächlich sein? Zudem werde die US-Notenbank ja Anleihen kaufen. Im eigenen Vorgriff gekaufte Anleihen ließen sich ja dann risikolos an die US-Notenbank zu einem höheren Preis veräußern. Diese Variante der „Bigger Fool“ - Theorie erinnert an die Warnung an jeden Pokerspieler, der einer unbekanntem Kartenrunde beitrifft: „Wenn Du den Dummen im Raum nicht erkennst, dann bist Du es am Ende wahrscheinlich selbst“.

Neben diesen Überlegungen dürfte aber auch die Rückabwicklung von strukturierten Kreditpapieren, die noch vor der großen Krise des Jahres 2008 eingegangen wurden, eine Rolle gespielt haben. Die Ausweitung der Zinsdifferenz zwischen den Anleihen der PIGS-Staaten und den als sicherer Hafen

fungierenden Bundesanleihen deutet in diese Richtung. Technisch motivierte Anschlusskäufe akzentuierten die Kursbewegung. Wir erwarten in den kommenden Wochen nach wie vor einen schnellen Rückgang der Kurse langlaufender Staatsanleihen. Unser Kursziel für den Dezember 2010 Bund-Future Kontrakt liegt bei 127 Punkten.

### Rohstoffmärkte: Vor einer Rallye

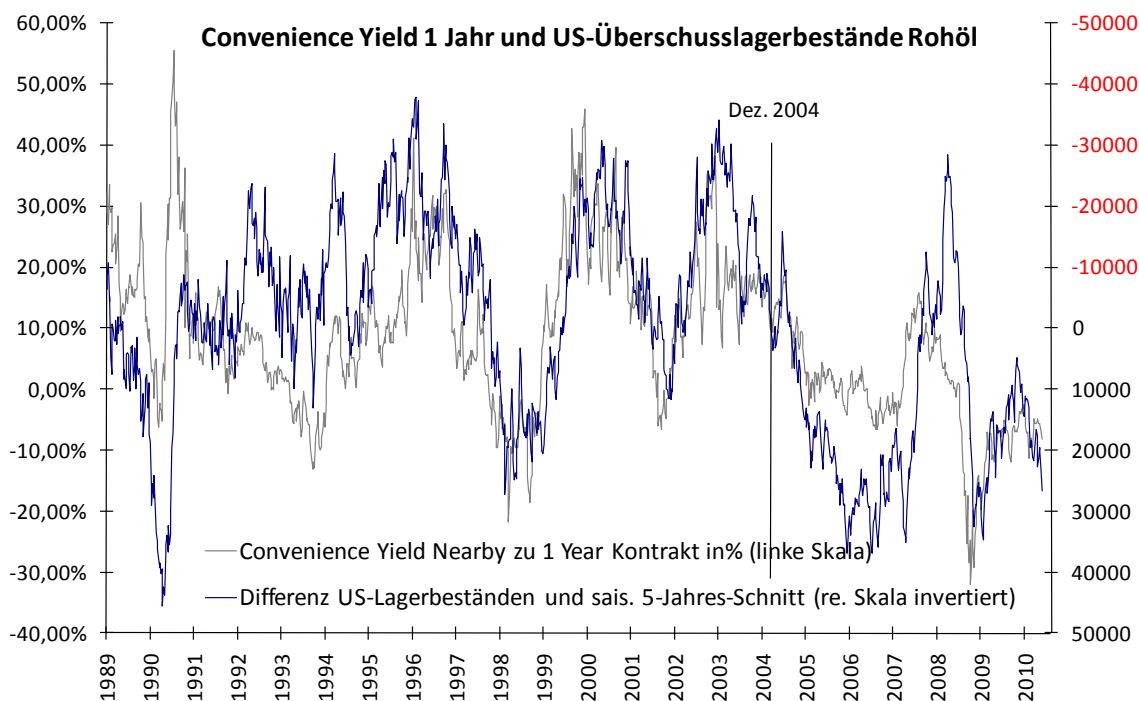
Eine besser als befürchtete Konjunktorentwicklung, eine reichliche Liquiditätsausstattung, ein relativ negatives Sentiment gegenüber Rohstoffen und in einigen Fällen recht ansprechende Fundamentaldaten... Dies sind unserer Ansicht nach die Triebfedern einer Rohstoffrallye in den kommenden Monaten. Die von uns verwendeten Timing-Modelle geben überwiegend nach wie vor positive Signale. Das Konjunkturzyklusmodell zeigt immer noch einen robusten Aufschwung (s.o.), die spekulativen Kapitalzuflüsse in Rohstoffe von Hedge-Fonds und CTAs haben vor allem im Agrarsektor merklich aufgelebt und die Rohstoffindizes konnten wichtige technische Marken, wie z.B. den gleitenden 200-Tages-Durchschnitt, erneut überwinden. Lediglich bei den Roll-Renditen ergaben sich insbesondere im Energiebereich leichte Rückschritte. Alles in allem halten wir an unserer Jahresendprognose von 300 Punkten im Dow Jones UBS Commodity Index Total Return weiterhin fest.



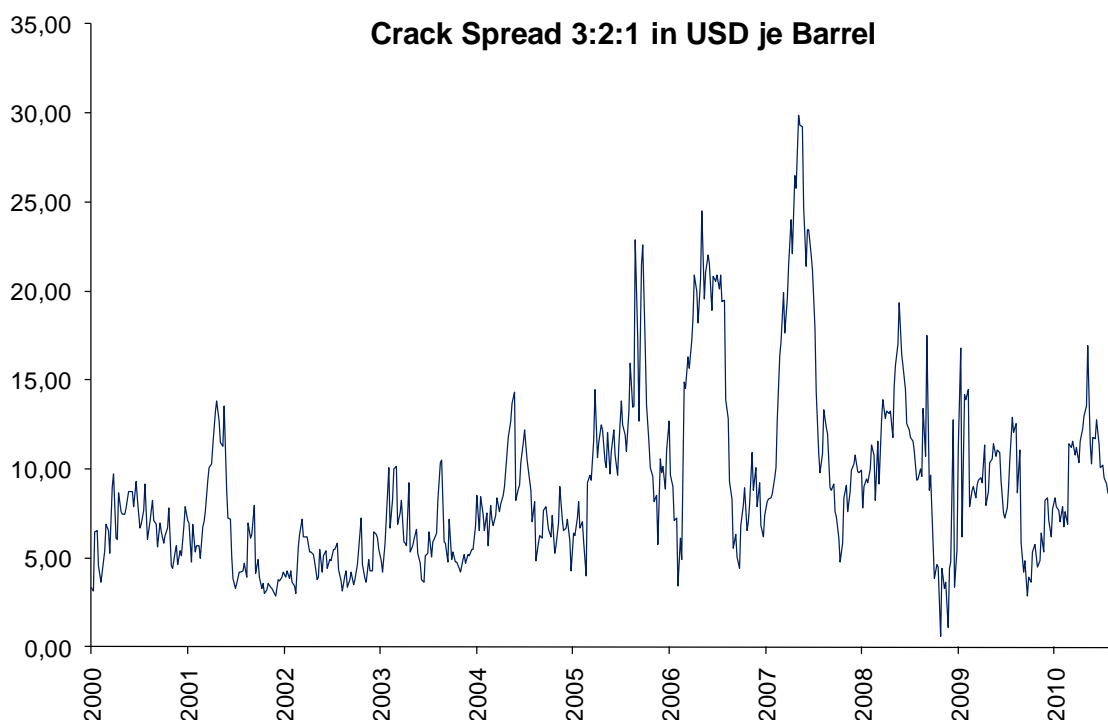
## Mikroperspektiven Rohstoffe

### Energie

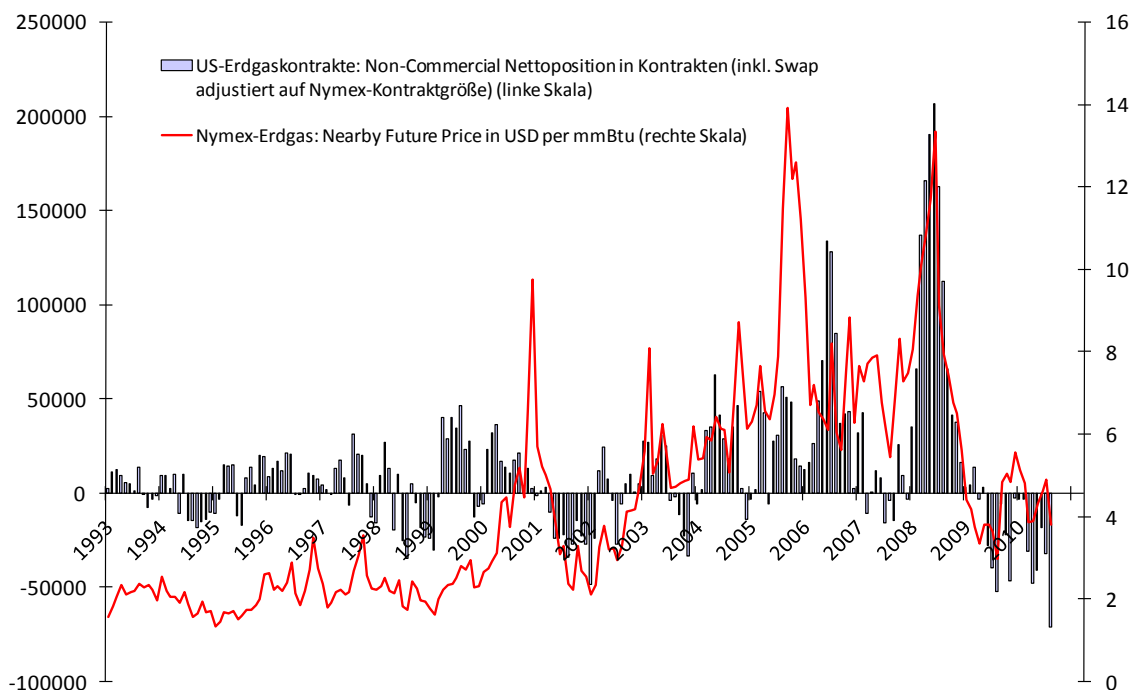
- Bei Rohöl verliert die in den großen Rohstoffindizes vertretene Ölsorte West Texas Intermediate (WTI) immer mehr den Charakter einer globalen Ölbenchmark. Global sieht der Rohölmarkt nach wie vor eher attraktiv aus. Für 2011 erwarten wir ein ordentliches Nachfragewachstum von durchschnittlich 1,4 Millionen Barrel pro Tag (mb/d). Diese Mehrnachfrage kann nur zu geringen Teilen durch Nicht-OPEC-Staaten bedient werden. Somit dürfte das Ölangebot, das die OPEC bereitstellen muss um den Markt zum Ausgleich zu bringen (Call on OPEC), von 29,5 mb/d auf 30,5 mb/d ansteigen. Dies wiederum reduziert die freien Produktionskapazitäten empfindlich. Lokal, d.h. in den USA, haben wir es immer noch mit einer Überversorgung zu tun, die die Preise des Frontkontrakts von WTI relativ zur Ölsorte Brent und relativ zu den länger laufenden Kontrakten stark drückt. Besonders groß ist diese Überversorgung in Cushing, dem Erfüllungsort des WTI-Kontrakts, da dort immer noch relativ hohe Importe aus Kanada ankommen. Die negativen Roll-Renditen belasten die Performance von Long-Investoren, die sich gemäß den CFTC-Daten reihenweise aus dem US-Ölmarkt verabschiedet haben. Die global und lokal widersprüchlichen Pricing-Faktoren werden den Ölmarkt kurzfristig weiterhin eher am unteren Ende der Handelsspanne zwischen 70 und 85 USD je Barrel halten. Wir warten eine Verbesserung der US-Lagerbestandsdaten ab, bevor wir unsere leichte Untergewichtung beseitigen.



- Die Rohölprodukte präsentierten in den USA zuletzt sehr gute Absatzzahlen. Die für die Benzinnachfrage ausschlaggebende Driving Season des Jahres 2010 sieht annähernd so gut aus wie vor der Lehman-Krise im Jahr 2008. Die Werte liegen jetzt seit vielen Wochen deutlich über denen des Vorjahrs. Und auch bei den US-Destillaten gab es zuletzt einen markanten Nachfragesprung. Von einer schwachen US-Konjunktur ist in beiden Nachfragekategorien nichts zu sehen. Dennoch haben bei beiden Rohölprodukten die Überschusslagerbestände zugenommen, was zum Teil auf überdurchschnittlich hohe Importe zurückzuführen ist. In den nächsten Wochen beginnt für die US-Raffinerien die Instandsetzungsperiode (Maintenance), die angesichts niedriger Crack-Spreads auch ausgedehnter sein könnte. Dadurch sollten bei anhaltend hoher Nachfrage die Überschusslagerbestände bei den Produkten zurückgehen und bei Rohöl zunehmen. Wir erwarten einen Anstieg des 3:2:1 Nearby Crack Spreads.



- Bei Erdgas setzen nicht wenige Marktteilnehmer auf die Wiederholung des Traumas aus dem Jahr 2009. Damals waren die Kurse in der Kasse von über 6 USD je mmBtU auf 2,5 USD je mmBtU eingebrochen, da viele Marktteilnehmer befürchteten, die Lagerkapazitäten in den USA könnten nicht ausreichen um die überschüssige Produktion aufzunehmen. Die Kapazitätsgrenze des Erdgaslagers wurde bei knapp 4.000 Mrd. Kubikfuß (bcf) angenommen. Tatsächlich wurden zum Ende der Einlagerungs-Saison Ende November 2009 3.837 bcf erreicht. In diesem Jahr scheinen die Erdgaslager auf einen ähnlichen Wert zuzusteuern. Und auch die Chartbilder der Dezemberkontrakte 2009 und 2010 ähneln sich sehr. Der Analogieschluss einer erneuten Verkaufspanic ist aber unserer Ansicht nach nicht angebracht. Denn Notverkäufe am Kassamarkt sind heuer nahezu auszuschließen, da die Lagerkapazitäten auf deutlich über 4.000 bcf erweitert wurden. Zudem zeigen die CFTC-Daten bereits ein so hohes Short-Exposure, dass eine Short-Covering-Rallye jederzeit einsetzen kann. Das Markttief wurde übrigens im Vorjahr am 4. September erreicht. Ähnlich wie 2009 gibt es auch in diesem Jahr gute Argumente für eine plötzliche Preiswende: Die lohnende Substitution von Kohle durch Erdgas bei Stromerzeugern, geringer als erwartete Flüssiggasimporte aufgrund des gedrückten Preisniveaus und ein langfristig reduziertes US-Angebot, da Bohr-Aktivitäten bei diesem Preisniveau nicht mehr rentabel gegen einen weiteren Preisverfall abgesichert werden können.



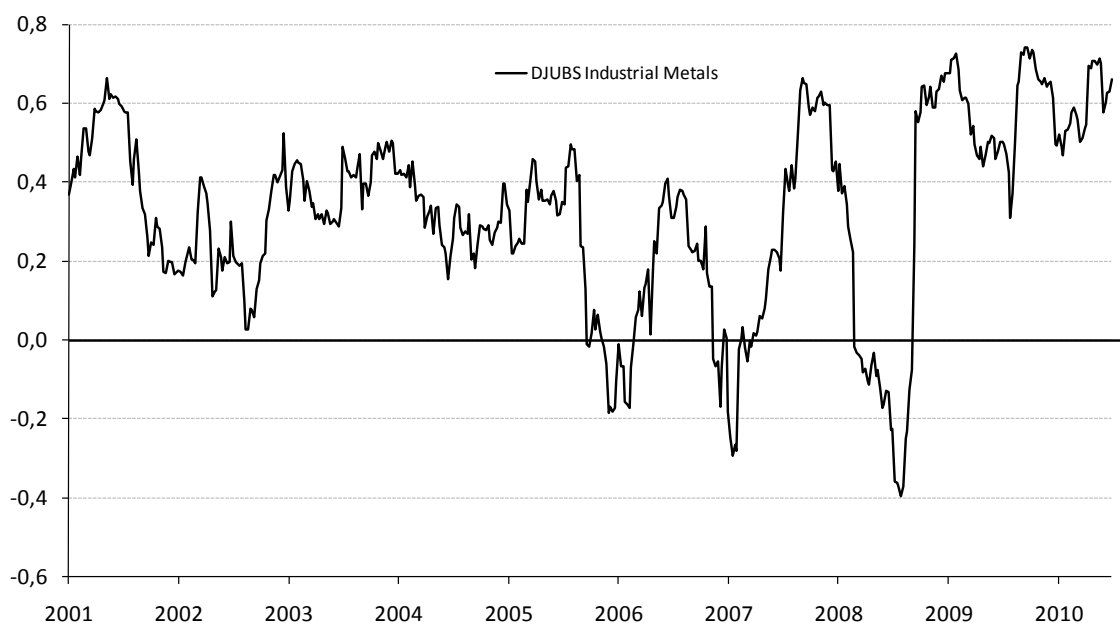
**Industriemetalle**

- Für die Analyse der Industriemetalle ist seit jeher die makroökonomische Entwicklung die entscheidende Variable. Insbesondere die Nachfrageseite der einzelnen Industriemetalle entwickelt sich sehr gleichmäßig. Daher ist auch die Korrelation der Industriemetalle untereinander hoch. So betrug in diesem Jahr die durchschnittliche Korrelation zwischen den sechs an der Londoner Metallbörse (LME) gehandelten Metallen etwa +0,69.

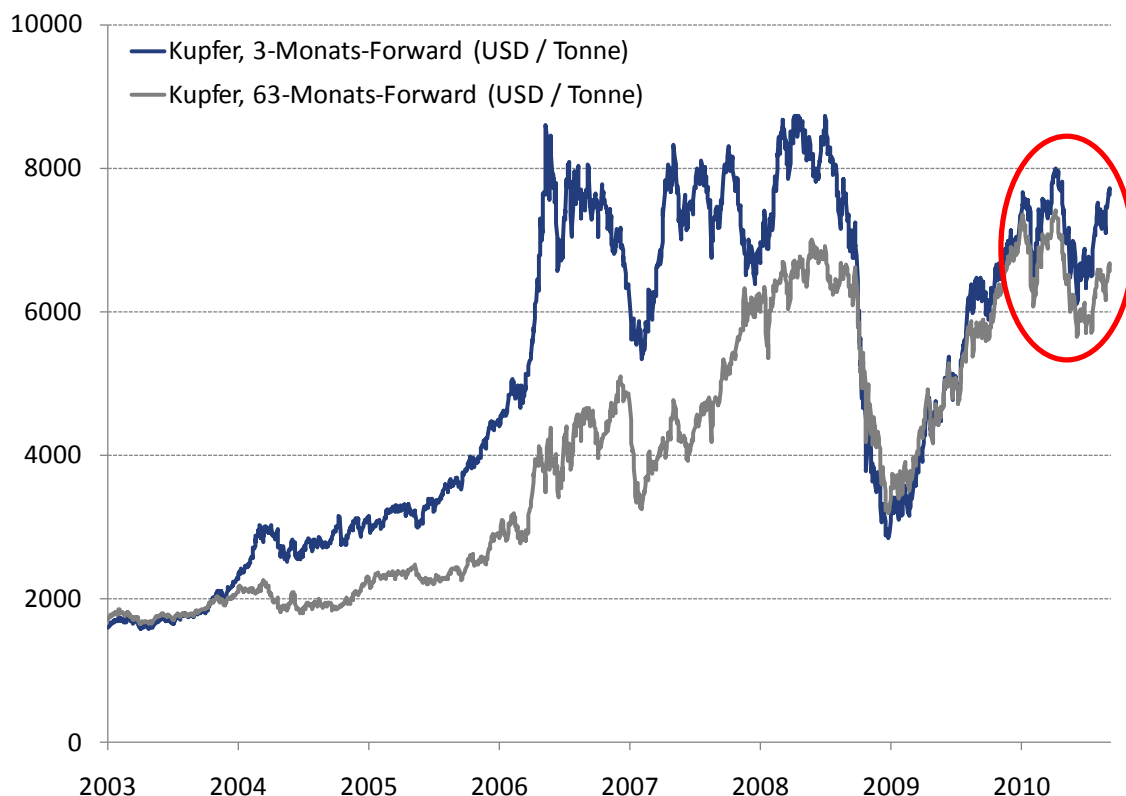
Korrelationstabelle (basierend auf täglichen Renditen, 31.12.2009 - 31.08.2010)								
	Kupfer	Alu	Nickel	Blei	Zink	Zinn	S&P 500	USD Index
Kupfer	1,00	0,81	0,67	0,80	0,84	0,59	0,40	-0,37
Alu		1,00	0,66	0,70	0,78	0,56	0,44	-0,42
Nickel			1,00	0,70	0,68	0,52	0,30	-0,31
Blei				1,00	0,81	0,58	0,41	-0,45
Zink					1,00	0,58	0,35	-0,34
Zinn						1,00	0,37	-0,37
S&P 500							1,00	-0,42
USD Index								1,00

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

- Auffällig ist, dass der Markt mit dem geringsten Volumen unter den sechs Industriemetallen, Zinn, auch die geringste Korrelation zu den anderen Metallen aufweist. Wir interpretieren dies dahingehend, dass Zinn weder im DJUBS noch im S&P GSCI vertreten ist und damit weniger unter der Beobachtung von Finanzmarktakteuren steht.
- Die Korrelation zum handelsgewichteten USD-Index ist derzeit besonders negativ. Es zeigt, dass die Marktakteure dieses Jahr stark Wechselkursbewegungen in ihr Kalkül einbeziehen. Diese Korrelation war historisch jedoch nicht so ausgeprägt, so dass wir für die Zukunft die Wechselkursentwicklung des USD nur für einen geringen Preiseinfluss halten.
- Interessanter ist in diesem Zusammenhang die Korrelation der einzelnen Industriemetalle mit dem S&P 500 Aktienindex. Alle weisen hier Werte zwischen +0,30 und +0,44 auf. Diese Korrelation lässt sich ebenfalls durch die gemeinsame Abhängigkeit vom Konjunkturzyklus erklären. Allerdings hat die Korrelation zwischen den Renditen des Aktienmarktes und des Industriemetallsektors in den letzten Jahren eher zugenommen. Die Betrachtung der rollierenden Korrelation auf 6-Monats-Basis ergibt, dass die Korrelation seit Beginn des Jahres 2009 sehr stabil um Werte zwischen +0,5 und +0,7 schwingt. Derzeit befindet sie sich in der Nähe der Höchststände.

**Rollierende Korrelation (26W) zwischen Basismetallen & Aktien (S&P 500)**

- Der Aktienmarkt ist einer der besten Frühindikatoren der Konjunktur. Eine strukturell zunehmende Korrelation zwischen Industriemetallen und Aktienmärkten würde darauf hinweisen, dass die Industriemetallpreise ebenfalls einen stärkeren Prognosecharakter bekommen haben
  
- Wir kommen auf Basis der Korrelationen zu dem Schluss, dass für die Industriemetalle auf Sektorebene vor allem die Konjunkturzyklik korrekt prognostiziert werden muss, um Überrenditen zu erzielen. Es scheint so, dass die Industriemetallpreise sich weniger an der aktuellen Angebots-/Nachfragesituation orientieren werden, sondern weiter in der Zukunft liegende Entwicklungen bereits einpreisen. Insofern spricht die Entwicklung der Industriemetalle im August eindeutig gegen den von den Anleihemärkten antizipierten Double Dip der Weltkonjunktur.
  
- Unsere beiden Favoriten im Industriemetallsektor bleiben weiterhin Zinn und Kupfer. Bei beiden impliziert die Terminkurve eine gewisse Knappheitsprämie. So ist die Terminkurve von Zinn vollständig in Backwardation, bei Kupfer ist sie bis zu Laufzeiten von etwa 18 Monaten flach und fällt dann in eine deutliche Backwardation. Erstaunlich ist, dass der 63-Monats-Forward bei Kupfer Anfang des Jahres 2010 ein neues Hoch erzielen konnte, seither jedoch hinter der Kassapreisentwicklung (approximiert durch den 3-Monats-Forward) zurückblieb. Wir gehen davon aus, dass mehrere Faktoren zu diesem Ergebnis geführt haben: Eine hohe Kassanachfrage nach Kupfer, Konjunkturpessimismus für die Zukunft und Terminverkäufe von Kupferproduzenten. Wir glauben nicht, dass sich die Knappheitsprämie am Kupfermarkt auflösen wird, da es große strukturelle Probleme auf der Angebotsseite gibt und neue Minenprojekte ihre ursprünglichen Ziele regelmäßig verfehlen. Somit bleibt Kupfer auch weiterhin attraktiv und es besteht nach langer Zeit erstmals wieder die Chance auf positive Roll-Renditen.



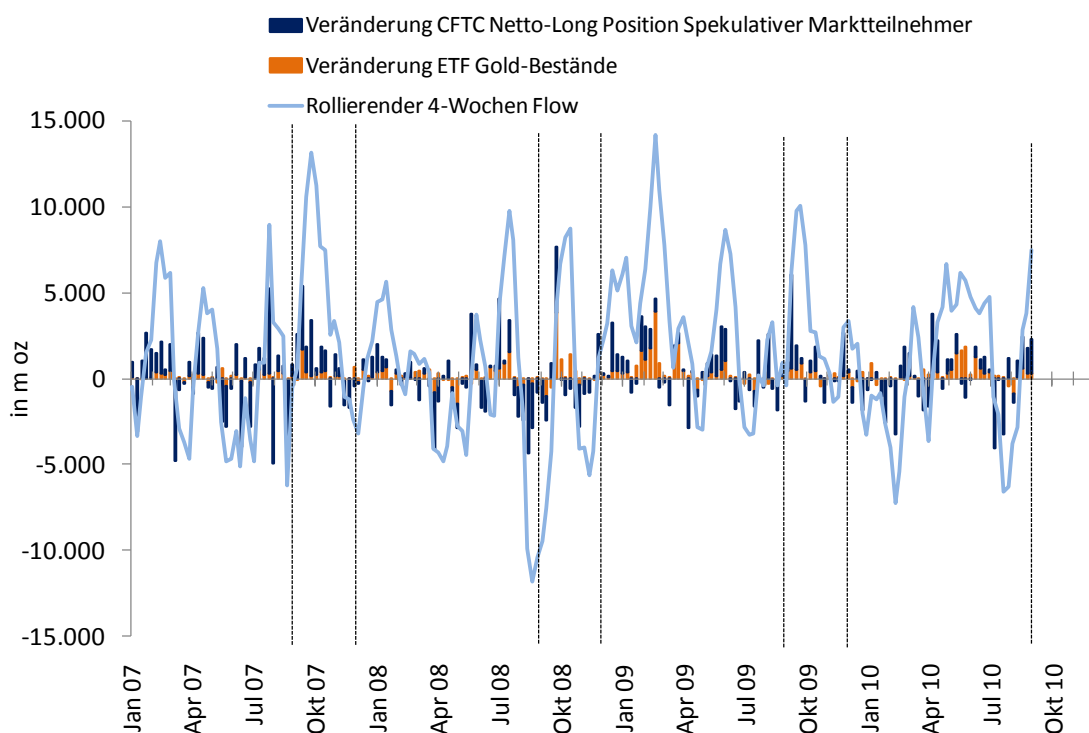
- Aluminium ist noch immer das Industriemetall mit den negativsten fundamentalen Aussichten. Der Marktüberschuss dürfte auch im Jahr 2011 weiterhin bestehen. Chancen bieten sich immer nur dann, wenn der Preis leicht unter den Grenzkosten der Herstellung liegt und gleichzeitig ein steigender Gesamtmarkt erwartet wird. Dies war Ende August der Fall. Außerdem hat das Kupfer-Aluminium-Ratio im August einen neuen Hochpunkt erreicht, so dass einige Marktakteure aus diesem Grund auf ein Anziehen der Aluminiumpreise hoffen. Unsere „Untergewichte“-Meinung ist aus diesen Gründen taktisch weniger stark ausgeprägt. Langfristig sehen wir jedoch keinen Grund, warum Aluminium im Portfolio gehalten werden sollte, zumal die Roll-Renditen ebenfalls klar negativ sind.
- Nickel litt in den letzten Monaten unter einer sich abschwächenden Stahlkonjunktur, nachdem es im ersten Halbjahr zu einer großen Überproduktion gekommen war. Der Streik in den kanadischen Minen des Unternehmens Vale ist inzwischen größtenteils beigelegt und die Nickelförderung wurde wieder angefahren. Aus China werden allerdings Berichte laut, dass die energieintensive Herstellung von Nickel Pig-Iron eingeschränkt werden soll. Vor dem Hintergrund unseres positiven Konjunkturbildes sind wir daher auch bei Nickel für die nächsten Monate eher neutral eingestellt.

- Für Blei beginnt mit dem bevorstehenden Herbst / Winter wieder die „Hochsaison“ in Sachen Batterienachfrage. Dieser saisonale Effekt sollte die Notierungen gut unterstützen.
- Zink ist aus unserer Sicht unattraktiver geworden, da die Angebotssteigerungen aus dem chinesischen Minensektor zu einem sich permanent ausweitenden Überschuss beitragen. Gleichzeitig ist der Rohstoff als im wahrsten Sinne des Wortes „billiger“ Ersatz bei Spekulanten an der Shanghaier Futuresbörse (SHFE) gefragt. Die Notierungen liegen weit über jenen der LME. Dies ist für uns in diesem Falle kein positives Zeichen einer hohen Inlandsnachfrage in China, sondern ein klarer Fall spekulativer Übertreibung. Eine Liquidation dieser Positionen würde sich zumindest kurzfristig auch negativ auf den LME-Preis auswirken. Gleichzeitig ist die Terminkurve am vorderen Ende die unattraktivste aller Basismetalle, so dass sich auf Sicht der nächsten Monate auch Zink nur bei freundlichem Gesamtmarkt positiv entwickeln dürfte.

## Edelmetalle

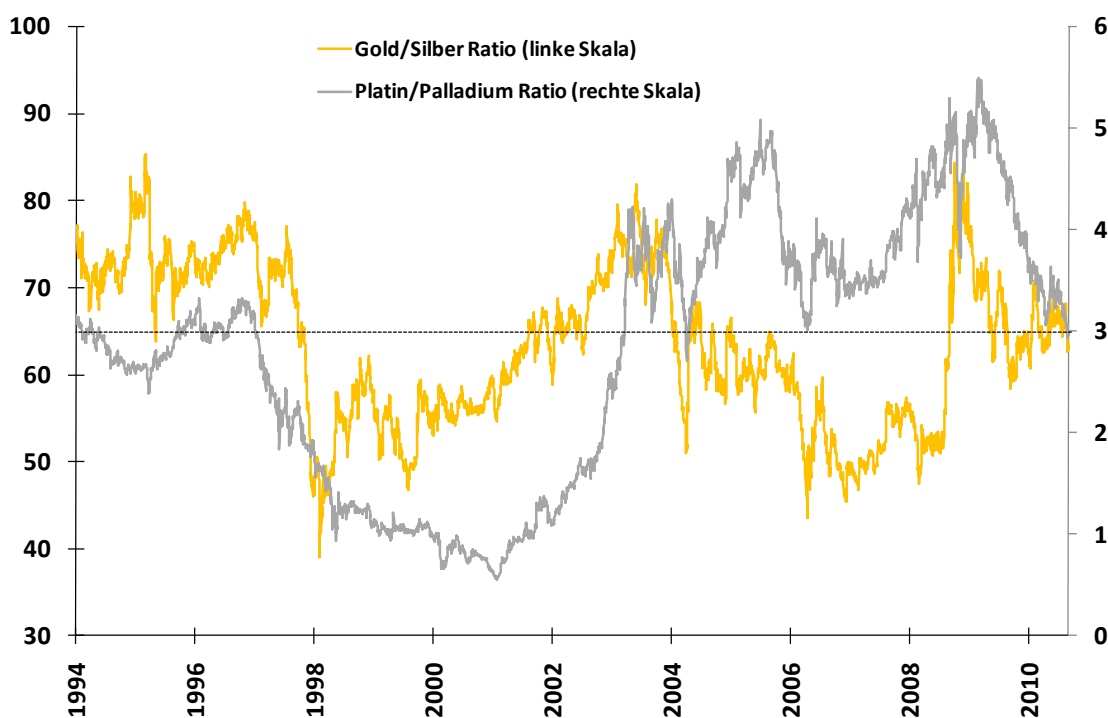
- Bei Gold könnte erneut ein „heisser Herbst“ bevorstehen. Im August lag die Flucht in sichere Häfen an den Märkten im Trend, von dem Gold profitieren konnte. Auch aus technischer Sicht scheint die Lage recht attraktiv, zumal der Goldpreis sich knapp unter seinem Allzeithoch befindet und nahezu täglich ausbrechen könnte. Und nicht zuletzt war in den vergangenen Jahren eine saisonale Tendenz zu Goldkäufen an den Terminmärkten (gemessen an der Netto-Long Position der spekulativen Marktteilnehmer) und den physisch hinterlegten Exchange Traded Funds (ETFs) zu beobachten. Ob sich dieses Muster im Jahr 2010 wiederholt ist jedoch völlig unklar. Die Marktteilnehmer am Terminmarkt haben sich bereits in diese Richtung positioniert. Die Zu- und Abflüsse bei ETFs hielten sich in den letzten 2 Monaten jedoch die Waage. Bei einem Ausbruch wäre damit zu rechnen, dass diese ebenfalls ansteigen. Sollte der Ausbruch jedoch scheitern und dadurch ein Doppeltop im Chartbild entstehen, so wären wiederum Anschlussverkäufe der Futures-Spekulanten zu erwarten.

## Gold - ETF Flows and Futures Positionen



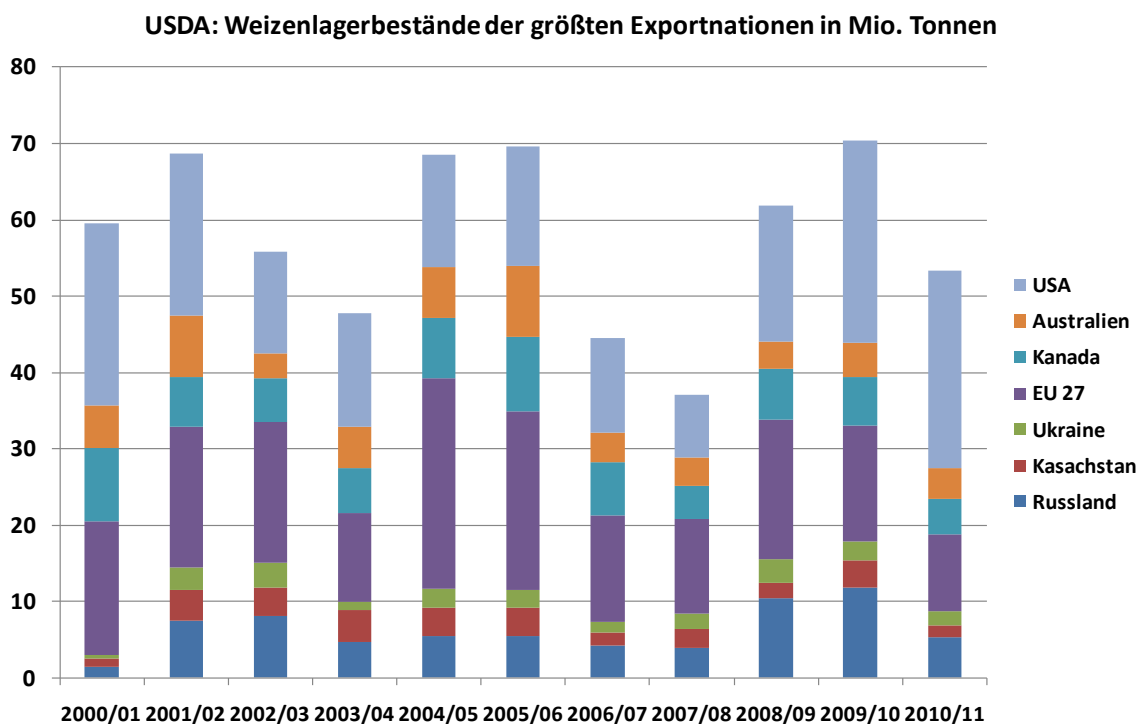
- Alles in allem bleibt die Tendenz des Goldmarktes unklar. Die von uns erwartete positive Konjunktorentwicklung und die damit verbundenen Umschichtungen hin zu riskanten Anlageklassen, sollten den Goldpreis in den nächsten Monaten bremsen. Andererseits ist eine erneute US-Dollar Schwäche nicht auszuschließen. Insofern erscheint uns das geeignete Vorgehen auf eine Zunahme der Volatilität des Goldpreises zu setzen. Die Optionspreise sind – gemessen an der impliziten Volatilität – derzeit vergleichsweise günstig.
- Silber bewegt sich weiterhin in enger Korrelation zu Gold. Zuletzt gab es einen stärkeren Anstieg, nachdem sich der Bruch des 200-Tage-Durchschnitts als technisches Fehlsignal erwiesen hatte. Dadurch mussten viele Short-Positionen geschlossen werden. Wir erwarten aufgrund der schlechten Fundamentaldaten von Silber keine signifikant unterschiedliche Entwicklung von Silber relativ zu Gold. Das Preisverhältnis zwischen Gold und Silber dürfte weiterhin zwischen 60 und 70 (Unzen Silber je Unze Gold) schwanken.

- Zu Platin und Palladium gibt es nur wenige fundamentale Neuigkeiten. Die Automobilkonjunktur hat sich im Jahresvergleich aufgrund von Basiseffekten (verschiedene Arten von „Abwrackprämien“, die 2009 noch geboten wurden) etwas beruhigt. Nichtsdestotrotz sind die Wachstumsraten in den Schwellenländern weiterhin sehr überzeugend. Davon konnte Palladium aufgrund des höheren Anteils von neu zugelassenen Otto-Motoren besonders profitieren. Inzwischen ist allerdings das Preisverhältnis zwischen Platin und Palladium wieder auf den langjährigen Mittelwert um 3 (Unzen Palladium je Unze Platin) gefallen. Wir halten zwar die Angebots-/Nachfragedynamik von Palladium weiter für besser als jene von Platin, jedoch ist diese nun weitgehend in den Marktpreisen reflektiert. Die Tatsache, dass es bei Platin deutlich geringere überirdische Lagerbestände gibt als bei Palladium, macht es anfälliger für Angebotsausfälle. Die Marktteilnehmer scheinen dieses Risiko jedoch derzeit für gering zu halten. Auch die Nachricht über einen neu begonnenen Streik bei Northam Platinum in Südafrika (etwa 3% der Weltjahresproduktion) konnte die Anleger nicht sensibilisieren. Eine solche Nachricht hätte im Jahr 2008 wahrscheinlich eine Kaufpanik ausgelöst. Und nicht zuletzt im Vergleich zu Gold erscheint uns Platin wieder günstig bewertet.

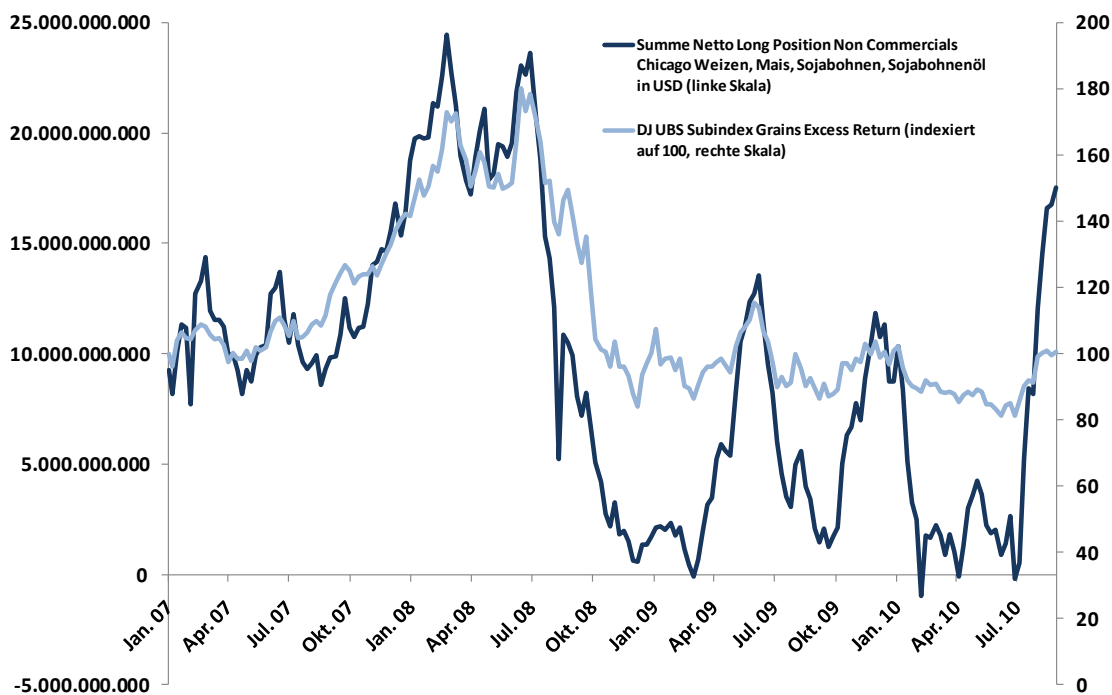


## Agrarsektor

- Die Entwicklung der Wetterbedingungen wird bei Weizen weiterhin das entscheidende Thema bleiben. Nachdem in den beiden vergangenen Monaten der Fokus auf der Abschätzung der Ernteaufträge durch Wetterkatastrophen lag, richtet sich die Aufmerksamkeit nun darauf, wie viel der ursprünglich geplanten nächsten Ernten auf entweder ausgetrockneten Böden (Russland, Ukraine) oder überschwemmten Gebieten (Pakistan) ausgebracht werden kann. Für Verwirrung sorgen konträre Äußerungen seitens der führenden Köpfe Russlands, wo zuletzt Ministerpräsident Putin eine weitere Verlängerung des Exportstops vom Jahresende 2010 bis zur Ernte 2011 verkündete, Präsident Medwedew jedoch in Aussicht stellte, die Einstellung der Exporte demnächst nochmals zu überprüfen. Von der globalen Unsicherheit hinsichtlich der Verfügbarkeit von Weizen konnten bisher die USA durch gesteigerte Exportdaten profitieren. Durch die globale Angebotsreaktion der vergangenen beiden Jahre - als Folge der letzten Weizenknappheit - stehen im historischen Vergleich hohe globale Lagerbestände als Puffer für die Ernteaufträge zur Verfügung. Zusätzliche Risiken könnten sich jedoch bei weiterhin ungünstigen Wetterbedingungen auf der Südhalbkugel (Argentinien, Australien) ergeben. Wir sind jedoch short positioniert, da aufgrund des bereits exponierten Preisniveaus in den nächsten Monaten mit einer starken Angebotsreaktion zu rechnen ist und die Lager unserer Meinung nach mehr als ausreichen, um zwischenzeitliche Engpässe aufzufangen.



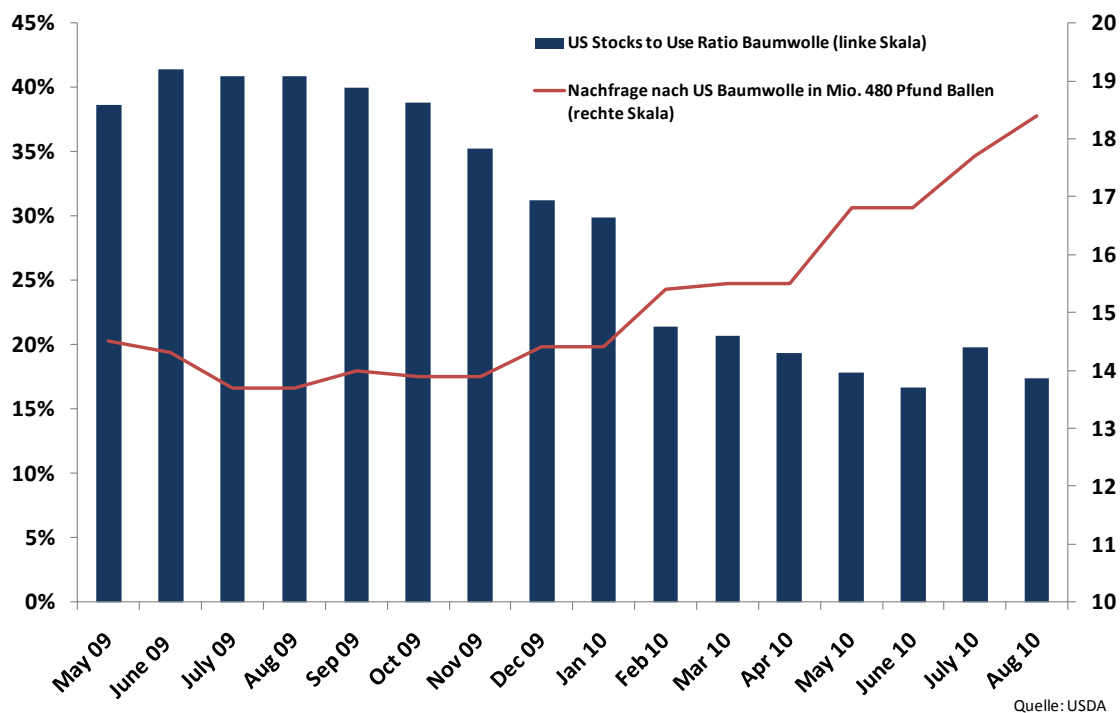
- Mais konnte auf Basis des Excess Returns den vergangenen Monat als zweitbesten Rohstoff der im DJ UBS Commodity Index enthaltenen Rohstoffe abschließen. Dies war zum einen auf die Auswirkungen der Entwicklungen bei Weizen – zu erwartende Substitutionseffekte - zurückzuführen. Zum anderen auf die Tatsache, dass die ersten geernteten Felder in den USA wohl Erträge je Flächeneinheit aufweisen, die unter den Erwartungen liegen. Grund zur Besorgnis gibt jedoch die Zunahme des Netto-Long Volumens der spekulativen Marktteilnehmer (Non Commercial) im gesamten Getreidesektor (s. nachfolgende Grafik). Wenn man die Netto-Long Positionen in Kontrakten analysiert, wurde bei Mais zuletzt sogar das Niveau der Höchststände aus 2008 überschritten. Obwohl wir die Fundamentaldaten von Mais grundsätzlich positiv beurteilen, erscheint uns diese spekulative Positionierung bei aktuellen Maispreisen um 4,50 USD je Bushel als alarmierend, da im Vergleich zu 2008 die damaligen Höchststände der Non-Commercials bei Maispreisen um 7,50 USD je Bushel erreicht wurden. In Kombination mit dem Druck, der durch die voranschreitende Ernte auf die Maisnotierungen stärker zunehmen dürfte, ist unserer Ansicht nach jederzeit eine scharfe Korrektur möglich. Wir haben unsere Übergewichtung zuletzt deutlich reduziert, bleiben aber in Relation zu Sojabohnen weiter übergewichtet.



- Sojabohnen standen zuletzt nicht mehr im Mittelpunkt des Interesses der Agrarmärkte. Sie wurden zwar durch die gestiegenen Notierungen bei Weizen und Mais unterstützt, wiesen jedoch keine eigenen positiven Argumente auf. Die chinesische Nachfrage kühlte sich im vergangenen Monat etwas ab. Im Verlaufe der demnächst beginnenden Ernte in den USA, erwarten wir sinkende Notierungen. Wetterbedingte Unsicherheiten hinsichtlich der Entwicklung der nächsten Ernten in Südamerika können allerdings im weiteren Verlauf zu ansteigenden Risikoprämien führen.
- Obwohl bei Zucker nach zwei Defizitjahren in Folge für das Marketingjahr 2010/11 ein geringer globaler Überschuss zu erwarten ist, stiegen die Notierungen während der letzten Monate nochmals an. Grund hierfür war zum einen die Tötigung von Importen, die bei höheren Preisen noch zurückgestellt worden waren. Zum anderen sorgten die Wetterlagen in Russland und Pakistan und die dadurch entstandenen Produktionseinbußen für weitere Unterstützung. In Brasilien, dem größten globalen Zuckerproduzenten und –exporteur, sorgte trockenes Wetter seit April zwar für ein schnelles Voranschreiten der Ernte. Negativ wirkte sich die Wetterlage jedoch beim Zuckerrohr auf den Ertrag je Flächeneinheit aus, da dieser unter den zu geringen Niederschlägen litt. Gemäß den Angaben des Verbands der brasilianischen Zuckerrohrindustrie nahmen die Zuckerexporte im Zeitraum April bis Juli 2010

um 10,9% gegenüber dem Vorjahr zu. Bei der Zuckerproduktion der aktuellen Saison wird ein Anstieg um 17,8% gegenüber dem Vorjahr erwartet. Auch bei Indien, dem zweitgrößten Zuckerproduzenten, wird ein deutlicher Produktionsanstieg erwartet, der die Rückkehr vom Zuckerimporteur zur Zuckerexportnation ermöglichen sollte. Insgesamt sehen wir bei Zucker in diesem Jahr einen nahezu ausgeglichenen Markt. Aufgrund des im historischen Vergleich hohen Preisniveaus sollten sich aber in den Folgejahren Überschüsse ergeben, so dass wir einen weiteren Preisanstieg bei Zucker zu einer Untergewichtung nutzen würden.

- Der von uns erwartete Rücksetzer bei Kaffee aufgrund der Ernteaktivitäten des größten Arabicaproduzenten, Brasilien, blieb bisher aus. Die Knappheit hochwertiger Arabicabohnen, der starke Rückgang der zertifizierten Lagerbestände der Intercontinental Exchange und die Zunahme spekulativer Marktteilnehmer unterstützten die Notierungen auch in den vergangenen Wochen. Auch die gemäß der Internationalen Kaffeeorganisation im Zeitraum Januar bis Juli 2010 um 5,2% im Vergleich zum Vorjahr geringeren Exporte verdeutlichen die Knappheit. Langfristig behalten wir unsere positive Meinung bei Kaffee bei, da die Marktteilnehmer im Anschluss an die abgeschlossenen Ernten bereits das nächste *off-year* mit geringerem Erntevolumen einpreisen sollten. Kurzfristig erwarten wir jedoch weiterhin eine, möglicherweise sehr scharfe, Preiskorrektur.
- Obwohl der Anbau von Baumwolle aufgrund des gestiegenen Preisniveaus im Marketingjahr 2010/11 deutlich ausgeweitet wurde, besteht dennoch keine Überschussituation. Die globale Stocks to Use Ratio wird aktuell auf den niedrigsten Stand seit 1994/95 geschätzt und auch in den USA halbierte sich die Stocks to Use Ratio während der letzten 15 Monate. Grund hierfür ist die gesteigerte Nachfrage im Zuge der konjunkturellen Erholung. Darüber hinaus wirkten sich zuletzt die Verluste durch die Überschwemmungen in Pakistan, dem viertgrößten Baumwollproduzenten der Welt, sowie die Exportbeschränkung seitens Indien, dem zweitgrößten Baumwollexporteur nach den USA, unterstützend auf die Kursentwicklung aus. Die positive fundamentale Situation spiegelt sich auch in der Terminkurve wider, die in Backwardation notiert. Wir sind in Baumwolle noch übergewichtet, sehen aber den mehrjährigen Hausstrend kurz vor dem Ende.



Stuttgart, den 09.09.2010

Tiberius Rohstoff-Research

**Risikohinweis**

Die in der Vergangenheit erzielten Erfolge sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung. Die Berechnungen der Wertentwicklung erfolgen ohne Berücksichtigung eines Ausgabeaufschlags bzw. Rücknahmeabschlags und unter der Annahme der Reinvestition aller Ausschüttungen. Dies ist kein Verkaufsprospekt im Sinne des Gesetzes, sondern dient der individuellen Beratung. Die Verkaufsprospekte sind kostenlos erhältlich bei Tiberius Asset Management AG oder Oppenheim Fonds Trust GmbH, Unter Sachsenhausen 4, 50667 Köln.

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