



## Marktkommentar

### Rückblick und Ausblick

Das vergangene Jahr wird in mancher Hinsicht in Erinnerung bleiben. Nicht nur waren die globalen Finanzmärkte einer der stärksten Verwerfungen seit über 150 Jahren ausgesetzt. Es war auch ein Jahr, das zahlreiche Mythen zerstörte - Sumpflüthen der Hochkonjunktur – und letztendlich Lügen schonungslos enttarnte.

Dass 2008 mit dem Zusammenbruch des Schnellballsystems von Madoff endete, war vermutlich mehr als nur Ironie. Der wahrscheinliche Totalverlust von 50 Milliarden Dollar für die geprellten Anleger aber leider traurige Realität. Die aus der Erkenntnis der Krise resultierenden Konsequenzen werden erst in ein paar Jahren gänzlich sichtbar werden. Wir sind der Meinung, dass sie positiver Natur sein werden und zu einer Gesundung der individuellen und auch globalen Bilanzsummen führen. Eine Pendelbewegung mit der Kraft und auch den verbundenen Schmerzen einer schöpferischen Zerstörung Richtung Realwirtschaft.

Trotz den anhaltenden negativen Nachrichten aus der Realwirtschaft sind wir der Überzeugung, dass 2009 ein besseres Jahr für die Anleger wird. Mit Carl Zuckmeyers Worten: "Die Welt wird nie gut, aber sie könnte besser werden". Der vorsichtige Optimismus basiert nicht auf der Tatsache, dass die vergangenen 12 Monate derart schlecht waren. Eher, dass falsche Praktiken und Ansichten entlarvt wurden, Exzesse blossgestellt und die ersten Weichen für ein hoffentlich gesünderes Finanzsystem gestellt wurden.

### Gewinner und Verlierer

Wir fühlen uns nicht befugt, die weltweit eingeleiteten Massnahmen zur Konjunkturanhebung als richtig oder falsch zu qualifizieren. Auf jeden Fall wird es Gewinner und Verlierer geben, erwünschte und unerwünschte Nebenwirkungen und die gilt es in einer frühen Phase zu identifizieren.

Von den bisher eingeleiteten Massnahmen kann man wohl davon ausgehen, dass sich diese positiv für Gold auswirken werden. Jedoch auch Rohstoffe im Allgemeinen haben das Potential, als Gewinner aus der Finanz – und Wirtschaftskrise hervorzugehen. Auch wenn es angesichts der täglichen ökonomischen Hiobsbotschaften als verfrüht erscheint, gibt es einige Argumente, die eine nähere Betrachtung verdienen. Mehr dazu im weiteren Teil des Kommentars.

Nachfolgend möchten wir auf einige Themen näher eingehen, die unserer Ansicht nach über die nächsten Monate eine Rolle spielen dürften.

### Gold

Einige Marktteilnehmer hatten angesichts der epochalen Verwerfungen an den Finanzmärkten einen markant höheren Goldpreis erwartet. Wir sind nicht der Meinung, dass die Renditeentwicklung des Goldpreises dessen Status als sicheren Hafen kompromittiert hat. Im Gegenteil: seine Attribute und die weltweite Handelbarkeit ermöglichte es Verkäufern in Not, ihre Anlage jederzeit und mit der notwendigen Liquidität zu veräußern.

### US-Dollar

Die seit Mitte des letzten Jahres eingesetzte Dollarstärke und die aufkommende Angst hinsichtlich einer möglichen deflationären Periode waren zusätzliche Faktoren, die einer besseren Preisentwicklung des gelben Metalls im Weg standen.

Es ist absolut verfrüht, eine zukünftige Inflationsgefahr zu ignorieren. Wohl dominieren derzeit deflationäre Tendenzen. Eine sich stark ausweitende Geldmenge birgt jedoch die klassische Saat für Inflation. Auch scheint sich die Sichtweise einiger Zentralbanken durchzusetzen, dass zur Ankurbelung der Wirtschaft Inflation das kleinere von zwei Übeln ist. Deflation ist ungemein schwieriger zu bekämpfen und wirtschaftlich mit fatalen Konsequenzen verbunden, wie das auch die dreissiger Jahre gezeigt haben.

Es gibt gute Gründe, dass die Dollarstärke nur von vorübergehender Natur ist. Wichtig in diesem Zusammenhang bleibt, dass der Dollar weltweit die dominante Verschuldungswährung ist. Die aggressive Reduktion des Verschuldungsgrades vieler Hedge Fonds und die massiven Notverkäufe von Anlegern haben neben anderen Faktoren dazu geführt, dass enorme Summen in den Dollarraum repatriert worden sind und zur Aufwertung beigetragen haben. Die sich rapide verschlechternde Qualität der Bilanzsumme der amerikanischen Notenbank birgt das Risiko zukünftigen Drucks auf den Dollar. Die grössten Käufer und Investoren amerikanischer Staatsanleihen sind im ostasiatischen Raum zu finden. Es gibt erste Anzeichen, dass der Appetit Japans und vor allem Chinas zu weiteren substantiellen Anlagen in US-Treasuries abnimmt. Selbst die Möglichkeit von Nettoverkäufen aus dem fernen Osten darf nicht mehr ausgeschlossen werden. Tritt dies ein, nimmt der Druck auf den Dollar weiter zu.

Die physische Nachfrage nach Gold bleibt unverändert stark. Eine auch saisonal bedingte Abnahme der Schmucknachfrage wird durch institutionelle Anleger mehr als kompensiert. Die Minenproduktion wird auf Jahre hinaus stagnieren und für dieses Jahr ist sogar eine Abnahme möglich.

Diese und weitere Gründe stimmen uns hinsichtlich der zukünftigen Goldpreisentwicklung zuversichtlich. Das momentane Marktumfeld macht kurzfristige Prognosen zur reinen Spekulation. Eine Annäherung an vergangene Rekordwerte innerhalb der nächsten 12 Monate oder sogar darüber wäre jedoch keine Überraschung.

**Goldaktien**

In der zweiten Jahreshälfte enttäuschten Goldaktien zunächst, vor allem auch im direkten Vergleich mit dem Goldpreis. Es gibt eine Reihe von Gründen, die zu dieser Entwicklung geführt haben und die meisten sind mit der Finanzkrise eng verbunden. An den globalen Kredit – und Aktienmärkten erreichten Risikoaversion und Volatilität nie gesehene Höchststände. Scharfe Kurskorrekturen an den Aktienmärkten waren die Folge. Goldaktien blieben von dieser Entwicklung nicht verschont, boten keine sicheren Häfen. Der Abschlag bei grösseren Produzenten fiel geringer aus; kleine und mittlere Firmen fielen teilweise auf das Preisniveau von 2001 zurück, obwohl der Goldpreis im Siebenjahresvergleich um etwa 500 Dollar höher liegt!

Der Tiefpunkt des Anlageuniversums wie auch des Craton Capital Precious Metal Fund fiel zeitgleich in eine Periode, in der zwei wichtige Indikatoren historische Rekordwerte erreichten: der TED Spread (Indikator des Gegenparteienrisikos an den Kreditmärkten) lag am 10. Oktober bei 4.64 %; der VIX (misst die Volatilität der Anlagemärkte) stieg am 20. November auf 80.86 %.

Chart 1: TED spread (1.1.07 to date).



Beide Faktoren sind kritisch und entscheidend für den Verlauf der Aktienmärkte. Je höher die Werte, desto schwieriger das Umfeld für Anlagen. Der TED bei 4.64 % und der VIX bei 80 % bedeuten maximale Orkanstärke an den Finanzmärkten. Beide Indikatoren entfernten sich seit Juli 2007 von ihren langjährigen Mittelwerten. Auf die Goldaktien bezogen: ab diesem Zeitpunkt nahm die Abwertung der Aktien relativ zum Goldpreis ihren Anfang, ab August 2008 auch absolut.

Chart 2: VIX (1.1.07 to date)



Ein Blick in die Vergangenheit zeigt eine weitere Parallele: während des *Crashes von 1929* verlor beispielsweise Goldproduzent *Homestake* 30 % und bot keinen sicheren Hafen für Anleger, ähnlich wie die Goldaktien in den verfallenden Märkten im Herbst. Die weitere Entwicklung verlief jedoch *diametral*. Der Dow verlor in den dreissiger Jahren 40 %, der Wert von Homestake verfünffachte sich im gleichen Zeitraum. Ist eine *ähnliche Entwicklung* denkbar?

Der Craton Capital Precious Metal Fund erreichte seinen Tiefstpunkt am 20. November 2008. Ab diesem Zeitpunkt und bis zum Jahrende erholte sich der Fonds um 76.6 % (die Rendite des S&P 500 im Vergleich lag bei 20 %). Parallel fiel der TED Spread auf 1.35 % und der Volatilitätsindex VIX erholte sich auf 40 %.

**Drei Faktoren** unterstützten offensichtlich die Erholung:

- Goldaktien waren extrem überverkauft (Goldpreis/Philadelphia Gold Index = 11.8 x vs 25 jähriger Mittelwert von 4.22 x),
- die Risikoaversion gemessen am TED Spread reduzierte sich signifikant und
- die Volatilität an den Anlagemärkten halbierte sich.

Für das laufende Jahr erwarten wir, dass sich das Umfeld für Edelmetallaktien und den Craton Capital Precious Metals Fund *weiter verbessert*:

**1. Die Bewertungen bleiben attraktiv**

Trotz der Erholung im Dezember sind Goldaktien immer noch **überverkauft** und sind nach den meisten Kriterien attraktiv bewertet. Das Verhältnis vom Goldpreis zum XAU indiziert immer noch auf ein stark überverkauftes Niveau, wenngleich weniger extrem als am 20. November. Zur Zeit steht die Kennzahl bei 7.8 x und somit immer noch über allen Höchstwerten der letzten 25 Jahre bis zum August 2008. Klein –und Mittelbetriebe handeln nach wie vor zu Ausverkaufspreisen und offerieren *hohes Erholungspotential*.

## 2. Risikoaversion und Volatilität

Obwohl der TED wie auch der VIX noch meilenweit über den langjährigen Durchschnittswerten liegen, setzt sich der **Trend der Erholung** fort. Der Ted Spread liegt inzwischen unter 1 % und antizipiert in der Regel den VIX um ein paar Wochen.

Eine nachhaltige Erholung beider Faktoren ist sehr positiv für den Aktienmarkt zu werten, auch die kleineren –und mittleren Goldproduzenten werden davon profitieren.

## 3. Das Geschäftsmodell für Goldproduzenten bleibt intakt

Das grundlegende Geschäftsmodell eines Goldproduzenten wurde durch die Finanzkrise nur *marginal komprimiert*. Die Nachfrage für das Produkt bleibt intakt, die Kostenstruktur hat sich nachhaltig verbessert und die Preisbildung bleibt stabil.

## 4. Kostenstruktur wird sich markant verbessern

Goldproduzenten hatten in den vergangenen Jahren mit starken Kostensteigerungen zu kämpfen. Diese inflationären Faktoren haben sich in den vergangenen Monaten deutlich verringert: Öl, Stahlpreise, Maschinen und Ausrüstung, Personalkosten, Landeswährung – diese Kategorien haben sich seit Juli des letzten Jahres *verbilligt*. Die durchschnittlichen Förderkosten einer Unze Gold lagen Mitte des letzten Jahres bei 475 \$ pro Unze. Eine Reduktion nahe der 400 \$ Marke ist für das laufende Jahr möglich.

## 5. Verbesserte Profitabilität, bessere Nettomargen, Cash Flows

Die unter Punkt 4 aufgelisteten Faktoren sollten zu einer nachhaltigen Verbesserung der Wirtschaftlichkeit der Goldproduzenten führen.

***Die Kombination all dieser und weiterer Punkte trägt in unseren Augen dazu bei, dass sich das Umfeld für Goldaktien und für den Craton Capital Precious Metal Fonds im laufenden Jahr stark verbessern wird. Wir erwarten, dass sich dies in den Renditen unserer ausgewählten Werte niederschlägt.***

## Rohstoffe

Auf den ersten Blick erscheint eine Anlage im Rohstoffbereich zum jetzigen Zeitpunkt, inmitten einer schweren Rezession und einer globalen Finanzkrise als Glaubensakt erster Güte. Wir betrachten die Ausgangslage unterschiedlich.

Die globale wirtschaftliche Verfassung präsentiert sich zum jetzigen Zeitpunkt als äusserst schwierig, und wir gehen in unseren Annahmen von keiner unmittelbaren Erholung aus.

Der starke Einbruch der meisten Rohstoffpreise wie auch der entsprechenden Aktien war einmalig und die Suche nach Parallelen reicht bis ins Jahr 1873. Die Finanzkrise hat diesem Kollaps kräftig nachgeholfen. Der Bankrott zahlreicher Hedgefonds und Finanzinstitute hatte den Druck zusätzlich verstärkt. ***Der CRB Index ist innerhalb von nur fünf Monaten auf das Niveau von 2001 zurückgegangen!*** Dass die momentane Preisbildung bei Rohstoffen eine direkte Funktion der stark eingebrochenen Nachfrage ist, bleibt unbestreitbar.

Warum deshalb unser Interesse?

1. Vergangene Korrekturen von Rohstoffzyklen verliefen über einen Zeitraum von 3 bis 6 Jahren. Das Ausmass und die Zeitspanne der jüngsten Korrektur sind im historischen Kontext betrachtet einmalig – *wenige Monate*.
2. Ein Nachfragerückgang in einem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld ist normal. Der Stillstand der Kreditmärkte im Herbst 2008 hat jedoch dazu geführt, dass der realen Wirtschaft die *Finanzierungsmöglichkeiten nahezu entzogen* wurden. Das hat den Nachfrageeinbruch bei Konsumgütern und Rohstoffen dramatisch beschleunigt. Daher ist es keine Überraschung, dass nahezu alle wirtschaftlichen Kennzahlen und Indikatoren für das vierte Quartal 2008 desaströsen Charakter haben.
3. Die Verbesserung des TED Spreads von 4.64 % runter auf 0.98 % gibt einen ersten Anhaltspunkt, dass eine *Normalisierung der Kreditmärkte bevorsteht*.

Die Gleichung ist einfach:

Kein Kredit, keine Finanzierung = keine wirtschaftliche Erholung.

Ansonsten würde auch das größte Konjunkturstimuluspaket zur Makulatur werden.

4. Die Mehrzahl der Analysten und Marktkommentatoren konzentrieren sich auf den *Einbruch der Nachfrage* und dessen Folgen. Der zweite Teil der Gleichung wird ignoriert: der sich *abzeichnende Einbruch der Angebotsseite*.
5. Rohstoffproduzenten hatten in vergangenen Korrekturen die Gelegenheit, sich dem veränderten Umfeld über einen längeren Zeitraum anzupassen. *Produktionsanpassungen* wurden deshalb oft nur *halbherzig* umgesetzt, der Angebotsüberhang nicht entscheidend reduziert.
6. Die Reaktion der Angebotsseite über die letzten Monate und bis zum heutigen Tag ist *entscheidend anders und wichtig*. Täglich werden *Produktionskürzungen angekündigt, Minen stillgelegt, Projekte vertagt*.
7. Das bedeutet keinesfalls, dass viele der Firmen nicht profitabel sind: jedoch ist die Produktion auf dem *oberen Teil der Kostenkurve verlustbringend*. Produktionsstätten mit marginalen Gewinnmargen fallen bedingt durch den Rohstoffpreisverfall tief in die Verlustzone.
8. Je nach Rohstoff liegen die bereits angekündigten Produktionskürzungen für das laufende Jahr *zwischen 10 % bis zu über 20 %*. Weitere sind zu erwarten. Dadurch entwickelt sich, unserer Meinung nach, ein *Paradoxon*. Nämlich, dass bei einigen Rohstoffen trotz Wirtschaftskrise und Nachfrageeinbruch im Verlauf des Jahres ein *ausgeglichenes Angebots/Nachfrageverhältnis* entstehen kann.
9. Ein weiterer Aspekt mit vermutlich grösserer Langzeitwirkung: Seit dem Ausbruch der Kreditkrise sind nach unseren Berechnungen rund *40 % der geplanten neuen Projekte verschoben, reduziert oder gar aufgegeben worden*. Dieses Angebot wäre in rund 3 – 4 Jahren auf den Markt gekommen. Mögliche Folge ist ein nachhaltiges Angebotsdefizit auf breiter Basis und massiv höhere Rohstoffpreise im nächsten Wirtschaftsaufschwung. Auch hier ein Paradoxon.
10. Oft war die Rede in den letzten Wochen vom Zerplatzen der Rohstoffblase. Wir möchten dieser Ansicht entschieden widersprechen. Die gestiegenen Rohstoffpreise der vergangenen 7 Jahre waren mehrheitlich eine Funktion der gestiegenen Nachfrage. Die Angebotsseite hat sehr zögerlich auf den Nachfrageanstieg reagiert – ein Studium der Produktionszahlen über den betroffenen Zeitrahmen und über die verschiedenen Sektoren bestätigt dies. Eine übertriebene Preisbildung - zum Beispiel bei Öl - entwickelte sich erst in einem sehr späten Stadium oder anders formuliert in den letzten drei Monaten eines 7 jährigen Aufwärtstrends.

### **Zusammenfassung**

Gemäss unseren Schlussfolgerungen sind es die folgenden Faktoren, die für einen idealen Zeitpunkt einer Anlage im Rohstoffbereich sprechen:

- Auf den drastischen Verfall der Rohstoffpreise hat die Angebotsseite rasch, entschieden und vielleicht sogar überreagiert. Marktgleichgewichte sind deshalb trotz Rezession innerhalb der nächsten Monate wahrscheinlich.
- Die Rohstoffpreise sind zu stark gefallen. Längerfristig sind diese Preise nicht haltbar.
- Die Kombination von Kreditkrise und zu tiefen Rohstoffpreisen wird zu weiteren Produktionskürzungen führen.
- Die Kombination von Kreditkrise und zu tiefen Rohstoffpreisen hat zur Folge, dass 40 % der neuen Projekte vertagt oder sogar eliminiert worden sind. Dieses fehlende Angebot wird in 3 bis 4 Jahren oder sogar schon früher zu Engpässen führen.
- Die Gewinne zahlreicher Firmen werden im laufenden Jahr stark zurückgehen. Nimmt man jedoch als Indikator die Summe der vorhandenen Reserven im Boden, multipliziert mit einem konservativen längerfristigen Rohstoffpreis, so ergibt sich eine äusserst günstige Bewertung. Viele dieser Produzenten werden auf Jahre hinaus nie mehr so günstig zu kaufen sein wie jetzt.

*Am 1. Dezember legte Craton Capital den **Craton Capital Global Resources Fund** auf.*

Das Team hat seit einiger Zeit am Konzept dieses neuen Produktes gearbeitet. Aufgrund der katastrophalen Verfassung der Finanzmärkte haben wir uns im Juli des letzten Jahres entschieden, den Start um einige Monate zu verschieben. Wir sind überzeugt, mit dem 1. Dezember den idealen Startpunkt gewählt zu haben. Diese Überzeugung zeigt sich auch darin, dass wir den Fonds mit unserem eigenen Kapital gestartet haben, und nun das Produkt einem breiteren Publikum zugänglich machen.

Craton Capital Research Team

21. Januar 2009

## Kontakte:

### Depotbank:

Liechtensteinische Landesbank AG, Staedtle 44,  
FL-9490 Vaduz.

Tel: +423 236 8148

Fax: +423 236 8756

### Craton Capital:

Tel: +27 11 771 6260

Fax: +27 11 771 6270

E-mail: [info@cratoncapital.com](mailto:info@cratoncapital.com)

Webseite: [www.cratoncapital.com](http://www.cratoncapital.com)

### Kontakte in Europa:

Doug Elish

Tel: +41 848 48 1000

Mobile: +44 7900 680 000

E-mail: [doug.ellish@cratoncapital.com](mailto:doug.ellish@cratoncapital.com)

Jutta Funck (Marketing Beratung)

Tel: +49 6103 72514

Mobile: +49 172 6265446

E-mail: [funck@ffconsult.de](mailto:funck@ffconsult.de)

**Disclaimer:** Die Informationen über die Craton Capital Fonds richten sich nicht an spezifische Personen, sondern generell an eine Leserschaft, die sich u. a. für die Craton Capital Fonds interessiert und in einem Staat Wohnsitz hat, in dem das Investmentunternehmen konzessioniert und die Fonds registriert sind. Die Informationen über die Craton Capital Fonds stellen weder ein Angebot noch eine Angebotsaufforderung in einem Staat dar, in dem ein derartiges Angebot oder eine derartige Angebotsaufforderung gesetzwidrig ist oder in dem eine Person, die ein derartiges Angebot oder eine derartige Angebotsaufforderung macht, nicht im Besitz der notwendigen Bewilligungen ist. Sie richten sich auch nicht an solche Personen, denen von Gesetzes wegen ein derartiges Angebot oder eine derartige Angebotsaufforderung nicht gemacht werden kann. Die Craton Capital Fonds sind zurzeit nicht unter dem Wertpapiergesetz der USA von 1933 (United States Securities Act) und dem Investment Act von 1940 registriert. Deshalb dürfen insbesondere innerhalb der USA Anteile der Craton Capital Fonds nicht an Anleger mit US-Domizil oder US-Nationalität verkauft, angeboten oder ausgeliefert werden. Ganz allgemein sollten Investitionen in Anteile von Investmentunternehmen nur nach gründlichem Studium der aktuellen, produktspezifischen Unterlagen und einer qualifizierten Beratung erfolgen. Historische Wertentwicklungen sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung der Fonds. Der Wert eines Anteils kann jederzeit steigen oder fallen. Sämtliche Unterlagen, insbesondere die Verkaufsprospekte mit integriertem Anlagereglement sowie Jahres- und Halbjahresberichte, können bei der Fondsleitung, der Depotbank und allen Vertriebssträgern kostenlos angefordert werden, sowie von Jutta Funck Marketing Consultant für Deutschland und Österreich.