



## COMMENTARY FOR THE THIRD QUARTER OF 2016

Was passiert, wenn Herrn Draghi's berühmte Aussage « whatever it takes... » zum Gegenstand wissenschaftlicher Diskussionen und dessen angewandte Geldpolitik insgesamt, mehr und mehr als schlicht ineffizient angesehen wird?

Wir wurden Zeuge einer neuerdings spürbar zögerlichen Haltung seitens der europäischen Zentralbank (EZB) und der Bank of Japan (BOJ) hinsichtlich einer ursprünglich geplanten Verlängerung der «Quantitative Easing» (QE) und «Negative Interest Rates» (NIRP)-Mandate. Die « FED » hat ebenfalls entgegengesetzt ihrer vorherigen verbalen Aussagen, die eigentlich anstehende Zinserhöhung erneut vertagt.

Warum?

Ist es, weil nach mehr als zwei Jahrzehnten einer solch gewagten Politik mit Blick auf Japan, die Zeit gekommen scheint, ernsthaft Bilanz zu ziehen?

Ist es, weil die Banken der Eurozone, zumindest in Italien und Deutschland weiterhin grob unterkapitalisiert sind? Ist es, weil Griechenland immer noch insolvent ist, selbst im Jahre 2016 ?

Ist es, weil das geringe Wachstum in der Eurozone vielleicht mehr mit einer Lockerung im Rahmen der Haushaltsdefizite zu tun hat, als mit dem niedrigen Zinsniveau? Und wie nachhaltig ist das?

Ist es, weil auch in den USA mit angemessenem Wachstum und quasi Vollbeschäftigung das gemeine Volk trotzdem Unzufrieden scheint und eine Verringerung der sozialen Ungleichheiten beansprucht? Ist der amerikanische Traum in naher Zukunft ausgeträumt, gefolgt vom Fall des Imperiums wie einst das antike Rom?

Ist es, weil die Kapitalflucht und YUAN-Abwertung sich als echte Risiken für China entpuppen könnten mit negativen Auswirkungen auf das gesamte weltweite Wirtschaftswachstum?

Ist es, weil die bösen Kräfte des Terrorismus und der Kriegstreiberei die normalen wirtschaftlichen Wachstumskräfte behindern?

Ist es, weil so viel politische Unsicherheit bezogen auf die anstehenden Wahlen, das allgemeine wirtschaftliche Bestreben auf individueller und Unternehmensebene einfrieren?

Ist es, weil die absolute Höhe der Schulden (sehen Sie bitte auch den letzten alarmierenden IWF-Bericht) es offensichtlich machte, dass diese Schuldenberge entweder auf dem Weg der Insolvenzen bzw. Deflation geschrumpft werden müssen, oder über eine standardmäßig erhöhte Inflation in Begleitung von scharfen Währungsabwertungen, oder irgendeiner Kombination dieser Faktoren? Ansonsten könnten sowohl die Zinsraten, als auch das Wirtschaftswachstum für lange Zeit niedrig bleiben. Vielleicht auch für immer?

Ist es, weil Regulierungswut und Besteuerungsbestrebungen mittlerweile zu einer scheinbar lebensbedrohlichen Krankheit für das weltweite Wachstum mutiert haben?

Immer mehr Marktbeobachter leugnen die Möglichkeit eines „Status quo“ für die kommenden Jahre. Die Verwendung des Begriffs « the endgame is near or here » expandiert schnell. Erwarten Sie kein Geständnis, nicht mal ein Teilgeständnis seitens der Zentralbanker in Bezug auf das Versagen Ihrer ökonomischen Modelle und der darauf basierenden Politik.

Ein solches Eingeständnis würde Sie nicht nur beschämen, sondern auch einem direkten Kontrollverlust über die Kreditmärkte gleichkommen. Konsequenzen, wie zum Beispiel eine eher chaotische Zinsnormalisierung, erhöhte Volatilität bei Währungen und den allgemeinen Bewertungen, wären u.a. die zu erwartenden Folgen. Die erschaffenen Blasen an den verschiedenen Märkten, nebst vorangeschrittenen wirtschaftlichen Verzerrungen könnten eben so schnell in so einem Sog implodieren. Die Werthaltigkeit der Sozialansprüche und Renten könnten rasch in Frage gestellt bzw. als wertlos angesehen werden.

Wir nannten das Endspiel einen weltweiten « Finanz-RESET », welcher uns weiterhin als eher unvermeidlich scheint. Umso näher wir diesem Kernpunkt kommen, umso verzerrter, hilfloser und unvorhersehbarer werden die Märkte sich verhalten. Neu entstehende Korrelationen zwischen den einzelnen Sektoren und Anlageklassen, « Flash-Crash's » und emotionale Höhen bzw. Tiefflüge sind nur die logische Abfolge. Anleihen und Aktien könnten nun auch erstmals zusammen korrigieren. Eine Vielzahl an Hedge-Fonds und deren Liquidität müssten die Märkte sicherlich in Massen und hohem Volumen verlassen. Insgesamt enttäuschten zahlreiche Hedge-Fonds im laufenden Jahr anhand negativer Renditen. Aktive Verwaltung verliert gegen die Rückkehr zur passiven Verwaltung an Bedeutung. Somit liegen die « Exchange Traded Funds » (ETF's) voll im aktuellen Trend, schaffen aber ihrerseits andere Arten von Markt Instabilitätsrisiken.



Zu erwarten bleiben nur zukünftige Lippenbekenntnisse von Zentralbankern in Bezug auf « what ever it takes ...». Die einzigen wirklichen Werkzeuge, die den Herrn noch verbleiben, sind, die “verbale Intervention” und ein langsames stetiges Anheben der Zinsen, sowohl für die USA und für Europa, als auch mit Blick auf Japan. “Nolens volens” werden schlussendlich echte Marktkräfte reaktive Handlungen der Zentralbanker erzwingen. Die Phase proaktiver monetärer Interventionen ist beendet. Wir befinden uns nun in der Phase der « Transition ».

Die Zentralbanker zeigen bereits auf einen erkorenen Sündenbock, nämlich die Finanzpolitik, welche nun, nach dem Bankers-Mantra « we did what we can » an Ihre Stelle einspringen soll. Damit sind erweiterte Defizit Ausgaben für die Infrastrukturprojekte gemeint, nachdem das private Kapital die Flucht angetreten hat mit einem Umfeld was von Letzteren nicht mehr als sicher angesehen wird. Dies ist die neueingeschlagene akademische Richtung der Herrn Zentralbanker, welche aktuell in der Presse als « Hubschrauber Geld Politik » betitelt wird.

Aber diesbezüglich kann leider nicht außer Acht gelassen werden, dass die großen Regierungsausgabenprogramme grob gesprochen, eine schlechte Erfolgsbilanz vorzuweisen haben und dem Ruf unterlegen sind verantwortlich für fehlerhafte Kapitalallokationen zu sein ggf. gepaart mit der offenen Einladung zu einem Mehr an Korruption und Günstlingswirtschaft.

Wir sehen außerdem anhaltend niedrige Wachstumsraten der Weltwirtschaftsproduktivität voraus. Wir erwarten trotzdem ein langsames Überschnellen von der Deflationsdebatte hinzu einer Wiedergeburt der Inflationsdebatte.

Inflation daher, weil Fehlallokation von Kapital und der Mangel an produktiven Investitionen der Wirtschaft bereits strukturellen Schaden zugefügt hat.

Inflation daher, weil höhere Zinsen an diesem Punkt, das Banksystem animieren wird, deren überschüssiges Kapital allmählich in Richtung der Kreditvergabe an die Realwirtschaft zu lenken, welches augenblicklich auf Ebene der Zentralbanken eingefroren ist. Schlussendlich sollte dadurch die Geldumlaufgeschwindigkeit des Geldes wieder in Schwung kommen dürfen.

Inflation daher, weil die Erwartungshaltung von Verbrauchern und Unternehmern die Preise nach oben bringen, noch bevor die Zinsen in einem steigendem Umfeld als unerschwinglich gelten werden.

Inflation daher, weil mehr Regulierungen, Besteuerungen, entsprechend deren zusammenhängende Kosten (Cost-Push-Inflation), auch in Verbindung mit dem Klimawandel, die strukturellen Produktionskosten, schon in naher Zukunft antreiben werden.

Inflation daher, weil die Energiepreise die Talsohle überschritten haben könnten und zukünftig eher ein erhöhtes Risiko für steigende Preise über die Marken von 60-70\$ pro Barrel im Verlauf 2017-2018 besteht. Zu geringe Investitionen in die Explorationen und die Kapazitäten aufgrund des gewaltigen Preisverfalls in den vergangenen Jahren wird dann im Gegensatz zu den weiteren Innovationen einer elektrischen Motorisierung im Transportsektor, genauso an Bord der Pro und Kontra-Diskussionen sein.

Der akute Mangel an Investitionen in der Metall und Rohstoffbranche allgemein wird sich gleichfalls auf die Preise der Rohstoffe auswirken. Sollten die angesprochenen Regierungspläne die Nachfrage nur leicht stimulieren, wird sich das positiv auf deren Preisentwicklung auswirken.

Wenn der Klimawandel so dringlich ist wie berichtet, sind steigende Risiken liiert an einer Nahrungsmittelinflation sehr real und deren Preise würden zusätzlich von einem derzeitigen niedrigerem Niveau aus starten.

Die Lohninflation beginnt sich in den USA bereits zu zeigen und stieg um 2,7% auf 12-Monats-Basis an. Dieses Bild könnte sich leicht weltweit abzeichnen, trotz einem Umfeld von langsamen Wachstum, getrieben durch die stetige Unzufriedenheit der kleinen Leute, deren Stimmen schließlich wieder irgendwie zurückgekauft werden müssen.

Währungsinduzierte Inflation ist auch an einigen Stellen zu erwarten, wie wir bereits in der britischen « Post-Brexit » Wirtschaft erkennen können, selbst vor dem Greifen des Artikel 50. Sollten die Resultate der anstehenden Wahlen in Europa zu erneuten Überraschungen der jeweiligen Bevölkerungen führen, wird der Euro wahrscheinlich Opfer heftiger Bewegungen werden.

Nur in einem einzigen Szenario von erneut ausbrechender Rezession auf weltweiter Ebene erscheint eine fortgesetzte Periode von Disinflation noch möglich. Sollte sich dies manifestieren, würde dann nicht eine der bedeutenden Regierungen mit noch schwerwiegenderen Stimulationen reaktiv antworten, was in seiner Natur wiederum inflationistische Auswirkungen zur Folge haben würde ?



Währenddessen die Inflation wieder schleichend Einkehr hält und die Zentralbanken allesamt bekanntlich « behind the curve » agieren, sind ihnen ohnehin die Hände durch eine hohe Verschuldung gebunden und Ihre verbleibenden Optionen begrenzter denn je.

Ein solches Umfeld sollte sich positiv auf die Edelmetalle und Rohstoffsektoren auswirken. Manche Schwellenländer begleitet von einigen Aktiensektoren sollten parallel profitieren können.

Für klassische Anleihen gilt bis auf weiteres, dass absolute Vermeiden dieser Anlageklasse.

Was wäre das eigentliche Risiko, selbst für ein solches B-Szenario? Vor allem der Zeitfaktor, da davon noch einiges vergehen könnte, bevor die "Geld Hubschrauber" ihre Start und Missionserlaubnis erhalten werden.

Amerika und Indien scheinen die Vorreiter der wichtigen Regionen zu sein, wo die Regierungen entsprechend in Aktion treten könnten. Denken Sie an das erste Trimester 2017 mit einem neuen US Kongress und einem neuen Präsidenten in den Staaten. Für Europa wird das Abwickeln des BREXIT begleitet von den zu erwartenden Kapriolen im Bankensektor die Aufmerksamkeit an sich ziehen. Nur neue Wahlen in Richtung 2018 könnten ein breitangelegtes Euro-Zonen-Investitionsprogramm möglich machen. Japan bleibt eine ungeklärte Frage. China ist im « Stop » and « Go » Modus, da sie versuchen gleichzeitig die alten Wirtschaftssektoren zu restrukturieren und auf kontrollierte Art anstreben, Luft aus der Immobilienfinanzierungsblase abzulassen.

Neben dem Zeitfaktor könnten geopolitische Turbulenzen auch unser Szenario jederzeit ungültig machen. Die Obama-Regierung scheint Russland kontinuierlich zu provozieren. Selbst Cyber-Hacking wurde kürzlich von Washington als ein Akt des Krieges deklariert. Ein tatsächlicher Kriegsausbruch, würde kolateral den Euro bzw. die Eurozone in eine Opferrolle drängen.

Wir achten also unsererseits intensiv auf die veröffentlichten Inflationsdaten in den kommenden Quartalen. Eine Überraschung könnten parallel steigende US-Dollar und Goldpreisenotierungen sein. Unsicherheit und Angst beginnen wieder die Märkte zu steuern und könnten zu einer verlängerten Periode im RISK-OFF Modus beisteuern zumindest bis ein Start des RESET-Prozesses seitens der Marktkräfte erzwungen würde. Sobald die US-Staatsanleihen, die Anlage mit dem scheinbar geringsten Risiko auf Vermögen, nicht mehr als einziger sicherer

Hafen gelten werden, könnten Gold in Begleitung des US-Dollars mit einem gemeinsamen Anstieg beginnen.

Wir befinden uns noch nicht in dieser Phase und verweilen aktuell in der „Transition“. Aber die Vorzeichen sind bereits deutlich sichtbar geworden.

written by our analyst Marc Syx,

for iW Alternative Alternative General Partner,

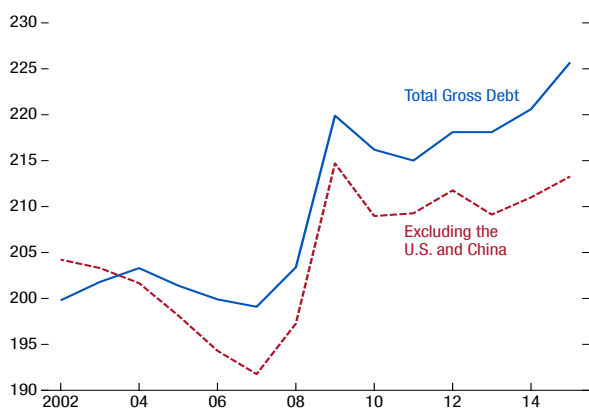
the fund manager



## SOME EXCERPTS FROM THE RECENT IMF REPORT 'DEBT: USE IT WISELY, FISCAL MONITOR, OCT 2016'

At 225 percent of world GDP, the global debt of the nonfinancial sector—comprising the general government, households, and nonfinancial firms—is currently at an all-time high. Two-thirds, amounting to about \$100 trillion, consists of liabilities of the private sector which, as documented in an extensive literature, can carry great risks when they reach excessive levels.

**Figure 1.1. Global Gross Debt**  
(Percent of GDP; weighted average)



Sources: Abbas and others 2010; Bank for International Settlements; Dealogic; IMF, *International Financial Statistics*; IMF, Standardized Reporting Forms; IMF, *World Economic Outlook*; Organisation for Economic Co-operation and Development; and IMF staff estimates.

Note: U.S. = United States.

New empirical evidence confirms that financial crises tend to be associated with excessive private debt levels in both advanced and emerging market economies, but high public debt is not without its risks. In particular, entering a financial crisis with a weak fiscal position exacerbates the depth and duration of the ensuing recession.

It is clear that meaningful deleveraging will be very difficult without robust growth and a return to normal inflation, but what can fiscal policy do to facilitate the deleveraging process? The path toward strong growth in those countries mired in a debt overhang may require decisive and prompt action to repair the balance sheets of banks—a clear priority in some European countries—and the private sector, notably nonfinancial corporations in China.

If bank recapitalization is necessary, it should be carried out swiftly, with the private sector taking the lead.

However, fiscal policy cannot do it alone; it has to be supported by complementary policies within credible frameworks. More specifically, monetary policy should remain accommodative in those countries where inflation is still well below target, while financial policies should provide incentives for banks to recognize losses and facilitate balance sheet repair.



## PERFORMANCES FOR SEPTEMBER 2016

	Class	ISIN	MTD	YTD	NAV
<b>iW Alternative SIF – Low Risk</b>	P	LU0762435906	+1.1%	+32.9%	€12,183.55
<b>iW Alternative SIF – Commodities &amp; Gold Equities</b>	I	LU1244155518	+4.6%	-9.7%	€ 902.79
	P	LU0762436201	+4.5%	+135.5%	€ 606.72
<b>iW Alternative SIF – Real Value Growth Fund</b>	I	LU0762436037	+2.4%	+72.1%	€ 94.46
	P	LU0762436110	+2.4%	+71.6%	€ 91.73
<b>iW Alternative SIF – Apis Lucrosa</b>	I	LU1071453895	+1.4%*	+21.4%*	€ 1367.35*
	P	LU1071456054	+1.4%*	+20.9%*	€ 1260.35*
<b>iW Alternative SIF – Apis Resiliens</b>	I	LU1372145638	+0.1%	-0.3%	€ 996.76
	P	LU1372145802	-0.0%	-0.7%	€ 992.97
	Q	LU1372145984	-0.0%	-0.4%	€ 995.84

\* The official NAVs for Apis Lucrosa are only available on the 16th of each month so the figures given are based on our best estimates and could differ from the actual official NAVs

*Note: This report is not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of, or located in, any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or regulation. Additional information is available upon request.*

*The information, tools and material presented in this document are provided for information purposes only and are not to be used or considered as an offer or solicitation to buy, sell or subscribe any securities or other financial instruments. Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance and no representation or warranty, expressed or implied, is made by iW Alternative General Partner ('iW') regarding future performance. Information found in this report has been prepared based on information provided by various financial sources. Information usually attributable to a unique specific source is quoted whenever such information is available. Otherwise, the information may have been gathered from public news dissemination services such as Bloomberg, Reuters or any other news services.*

*Information and opinions presented by iW have been obtained from sources believed to be reliable, and, although all reasonable care has been taken, iW is not able to make any representation as to its accuracy or completeness. Accordingly, iW accepts no liability for loss arising from the use of this document presented for information purposes only. iW has no obligation to update, modify or amend this report or otherwise notify a reader thereof in the event that any matter stated herein becomes inaccurate.*