



COMMENTARY FOR THE FOURTH QUARTER OF 2016

ENDE DES ERSTEN QUARTALS 2017,...
ENDE DER FINANZKRISE ?

Betrachtet man die aktuellen Aktienbewertungen, die nahezu stabilen Immobilienpreise, die eher ruhige Lage auf den Währungsmärkten, die allgemein geringe Marktvolatilität und sogar die Staatsanleihenmärkte, welche sich bisher hartnäckig gegen eine natürliche Anpassung an höhere Renditen stemmen konnten, (Renditekurve für langfristige Anleihen ist nach einem zaghaften Aufbäumen wieder abgeflacht) könnte man leicht von einem Ende der Finanzkrise überzeugt werden.

Einfach gesagt, wird man geradezu verführt mit ja, ja ...zu antworten, als könnte eine "Goldilocks"-Wirtschaft fortwährend andauern. Sollte entsprechend Gold und Volatilität verkauft werden, um eher mit Hebeleffekt auf die Steigerung andere Vermögenswerte zu wetten, damit der Tanz auf dem Vulkan weitergehen kann?

Bestehen also wirklich keine Blasen an den Finanzmärkten, keine Selbstzufriedenheit ... Ist Risikovermeidung ein fehlerhaftes Konzept, um Investoren zu locken, eine « Underperformance » zu akzeptieren? Mögliche Risikokonflikte wurden jedenfalls vermeintlich durch die moderne Zentralbankpolitik beseitigt, nur die « Buy the Dips »-Strategie für Aktienmärkte scheint heute noch zu zählen! Spielverderber sind unerwünscht und gelten als Verlierer.

Nun, aus unserer Sicht möchten wir uns an dieser Stelle differenzieren. Zumindest ein wenig nuancieren. Unsere Vision sieht die Finanzkrise eher in der Nähe eines kritischen Niveaus angekommen, wo "der Mister Markt" kurz davor stehen könnte wieder die Oberhand über die Zentralbankpolitik begleitet von instabilen Regierungen zu gewinnen, dessen Handlungen im Grunde nur die Ausbrüche des wirtschaftlichen Niedergangs beschleunigt haben könnten. Der große oftmals angesprochene finanzielle „Reset“ rückt also immer näher. Der Rubikon wurde schon vor langer Zeit überschritten.

ZUNÄCHST IN BEZUG AUF RISIKOBEWERTUNG UND RISIKOBEREITSCHAFT :

Unserer Meinung nach ist das Einschätzen von Risiken bei In-

vestitionen nicht nur eine mechanische Berechnung, die am besten von Computern mit Algorithmen auf der Grundlage des "perfekten" ökonomischen Modells erfolgt. Die Risikobewertung ist inhaltlich mehr eine Funktion des relativen Preises, der für einen Vermögenswert gezahlt wird, als eine mechanische Berechnung auf der Grundlage historischer Kernzahlen der Qualitäten des Vermögenswertes selbst. In der Tat, nehmen wir doch die staatlichen Schuldpapiere als konkretes Beispiel. Wie hoch ist der Risikowert einer solchen Staatsanleihe, nachdem die Renditen seit mehr als drei Jahrzehnten gefallen sind, während die Gesamtschulden der Staatsschulden auf den jemals erreichten höchsten Niveau im Vergleich zum BIP liegen und die Demographie die zukünftige Wachstumsbeschleunigung stark beeinträchtigen wird? Riskante Vermögenswerte, die von akzeptierten Modellen als solche definiert werden, können effektiv sehr schnell weniger riskant werden als Bundesanleihen oder US-Staatsanleihen, wenn die Einstiegspunkte relativ niedrig sind und wenn sie mit negativen Raten / Abschlägen handeln, könnten diese zu einer sicheren Wette, weit über jeden gemeinen Umkehranspruch hinaus werden. Folglich sehen wir für unseren Teil, Edelmetallaktien als weniger riskant an, als einige Regierungsansprüche.

DES WEITERN UND IN BEZUG AUF « BUBBLENOMICS » :

In einem vergangenen Webinar mit dem Thema „ökonomischen Prinzipien der Blasenanalyse“ formulierten wir einige "Naturgesetze". Diesbezüglich scheint die Zeit erneut reif für eine Erfrischung der Erinnerungen. In der Tat vernehmen wir neuerdings seitens der offiziellen "FED"-Sprecher deren besorgniserregenden Bedenken in Bezug auf die überhöhten Vermögensbewertungen in den verschiedenen Märkten wie zum Beispiel Gewerbeimmobilien und Auto-Darlehen, um nur einige zu nennen. Ist die US-Zentralbank nur auf der Suche nach Rechtfertigungen, um die eingeschlagenen Zinserhöhungen fortsetzen zu können, auch wenn die Wirtschaft sich gleichzeitig verlangsamt oder geben es echte tatsächliche Risiken von Blasen, die künftige Wirtschaftskrisen nähren könnten?

NUN, HIER SIND EINIGE DER ANGESPROCHENEN "GESETZE", DIE WIR KONSTRUIERTEN:

- Echte Blasen sind nur mit Sicherheit im Nachhinein entlarvt.
- Echte Blasen lassen sich nicht alleine von hohen Bewertungen aufhalten. Sie enden meist mit einem großen Knall, ei-



ner « Blow-up-Phase » wie zum Beispiel einer endgültigen und beschleunigten Aufwärtsbewegung von 80% in weniger als einem Jahr die anschließend zur Ermüdung dieser Bewegung führt.

- Echte Blasen brauchen 'neue Rechtfertigungen'. Neue ökonomische Theorien werden eingeführt, um zu rechtfertigen, dass diesmal alles anders ist, oder das diesmal irgendjemand anders einspringt um die Dinge zu ändern ... wie Zentralbanker, Ökonomen, Autoritäten, Regierungen etc, welche intelligenter und besser ausgebildet sind um Blasenbildungen rechtzeitig zu erkennen.
- Echte Blasen brauchen eine große Öffentlichkeitsbeteiligung, um alle potenziellen Kapitalreservoirs zukünftiger Käufer zu plündern, bevor sie zusammenbrechen können. Die Mehrzahl typischer langjähriger « Contrarians » müssen zunächst über Bord gehen, bevor die Blasen anschließend platzen können.
- Echte Blasen können niemals von Vorschriften einer betroffenen Regierung oder einem Regulierungsgremium kontrolliert oder sanft entschärft werden.

Mit diesen Grundsätzen im Hinterkopf, stellt sich die Frage, wo wir uns aktuell in der Bewertungsmatrix für die wichtigsten Vermögenswerte befinden?

IN BEZUG AUF DIE ALLGEMEINEN AKTIENMÄRKTEN

sehen wir zwar eine relativ hohe Bewertung, aber im Vergleich zu manchen historischen Tops und den immer noch zu niedrigen Zinsen müssen diese Werte nicht unbedingt als schon überdehnt gelten, zumindest können wir nicht mit Sicherheit bestätigen, schon ein absolutes Blasenstadium definitiv erreicht zu haben, welches jeden Moment platzen könnte.

Der Aktienmarkt scheint eine Menge noch ausstehender positiver Nachwirkungen des Trump-Wahlprogramms und der Geldherrscher ("FED") vorwegzunehmen.

Wir glauben, dass Trump in Bezug auf die angekündigten Deregulierungen, niedrigere Steuern und hinsichtlich der großen Infrastrukturpläne abliefen wird, aber das könnte mehr ein Sache für das Ende des Jahres 2017 sein, möglicherweise auch erst für 2018. Wir denken sogar, dass eine Menge der Ängste bezogen auf die Handelsbarrieren und Obamacare-Aufhebungen schrittweise zu kleineren Problem verblassen werden (viel Gerede und nur wenig Aktionen.) Definitiv bevorzugt die Trump-Regierung eine Politik des schwachen Dollar.

Wir glauben, dass Trump nach einigen der genannten initialen Enttäuschungen aufgrund der soeben erwähnten Verzögerungen, im Nachhinein genügend Präsidentschaftskraft entwickeln wird, um in der zweiten Jahreshälfte von 2017 einen Optimismus in der gesamten amerikanischen Wirtschaft implementieren zu können. Die Wiederbelebung des „Animal Spirit“ könnte heftig (positiv) werden, sei es auch nur eine vorübergehende Passage mit Blick auf 2018.

Von den Geld-Herrschern (Zentralbanken) glauben wir, dass die "FED" die Zinsen erneut im Juni anheben wird. Danach sehen wir einen möglichen dritten Zinsschritt, abhängig von der Tätig- oder Untätigkeit der Trump-Regierung. Die "FED" ist ihrerseits fertig mit der Unterstützung der Wirtschaft und deren Intensivpflege. Trotz abrupter Marktbewegungen wird die "FED" diesmal tatsächlich die Zinsen normalisieren, auch wenn die Wirtschaft nur mit 1,5% bis 2% wachsen sollte und auch wenn die private Schaffung von Arbeitsplätzen auf unter 100-125.000 pro Monat fallen sollte. In der Tat ist der "FED" nun bewusst, dass die Zinsrepressionen nicht den gewünschten « Trickle Down Effect » (<https://de.wikipedia.org/wiki/Trickle-down-Theorie>) auf die Mehrheit der Bevölkerung hatte, welche keine oder wenig Vermögens-Expositionen haben. Also keine Vorteile von Vermögensinflation für Letztere. Darüber hinaus kann die "FED" nicht mehr leugnen, dass Marktverzerrungen und Spekulationen bei der Suche nach Renditen zu einem wachsenden Instabilitätsrisiko geworden sind.

Andere Geldherrscher wie die « EZB » und die Bank von Japan müssen « QE » vor Jahresende schließen, wenn das « RISK ON » getrieben vom « Trumpismus » in der zweiten Hälfte von 2017 wie erwartet gedopt werden sollte.

Also dieses Jahr könnte ein « Sell in May » mit anschließender Rückkehr im September Oktober, ein guter Schachzug bezogen auf das Aktien-Management sein. Wenn eine solche Korrektur auftritt, werden die Marktschreier die Crashtrommeln ordentlich anfeuern. Unserer Einschätzung nach wird es sich aber um eine gute Gelegenheit handeln wieder zu (re)investieren, da die endgültige « Blow Up Top »-Phase für die Aktienmärkte eher in der Nähe des Endes des Jahres 2017 bzw. 2018 sehr wahrscheinlicher ist.

IN BEZUG AUF DIE ALLGEMEINEN ANLEIHENMÄRKTE

sehen wir nur eine starke Überbewertung. Eine pro Zinssteigerungspolitik und ein Anziehen der Inflation, welche Trumps Hoffnung einer wirtschaftlichen Wiederbelebung unterstützen würde, in Begleitung einer Erhöhung der Geldumlaufgeschwindigkeit vor Ende des Jahres sollten als Warnung genügen. Nur



Anleihen von qualitativ hochwertigen privaten Emittenten, Wandelanleihen und einigen spezifisch hochverzinslichen Schwellenländern scheinen Wert zu bieten. Betrachten Sie dies als einen letzten Aufruf zur Liquidation überbewerteter Staatsschulden in Ihren Portfolios.

IN BEZUG AUF DIE EDELMETALLMÄRKTE

Sind wir nach wie vor moderat positiv gestimmt. Wir halten weiterhin an unseren gesteckten Zielmarken von 1.300 – 1.350 \$/Oz für Ende 2017 fest. Selbst mit einem augenblicklichen Goldpreis von 1280-1285 \$/Oz wäre ein solches Niveau am Jahresende sehr wichtig.

Zuerst würde es bedeuten, dass wir endlich die technische Widerstandszone des seit 2011 andauernden und bei 1900 \$/Oz gestatteten Abwärtskanal durchbrochen hätten. Der Markt versucht immer wieder, diesen Widerstand zu beenden und wir sehen eine Erfolgsmöglichkeit in der zweiten Jahreshälfte als realistisch an.

Zweitens kippt die physische Versorgung durch die Minenproduktion stetig und die gestärkte allgemeine Nachfrage unterstützt einen Anstieg der Goldpreise. Die indische Nachfrage normalisiert sich zum Beispiel ebenfalls wieder. Die indischen Importe zogen im März um 582% gegenüber dem März 2016 an. Wir erwarten, dass sich diese Normalisierung während des restlichen Jahres weiter bestätigen sollte, sei es auch auf Basis niedrigerer Vergleichsraten. Sollte Indiens Wirtschaft in den kommenden Jahren schneller als erwartet wachsen, wird die Goldnachfrage umso gewaltiger anziehen.

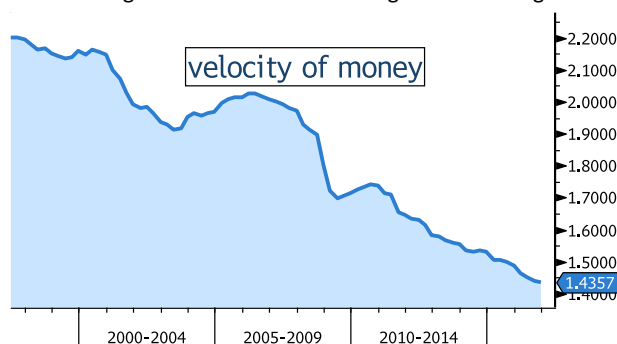
Ein weiterer positiver neuer Trend ist das neue muslimische Regelwerk "Gold-Scharia", welche es diesen Investoren erstmals seit Dezember 2016 erlaubt in physische Goldprodukte wie Barren und Münzen zu investieren. Die Nachfrage von dieser Seite kann leicht zu 20% der gesamten neuen Minenproduktion in den kommenden Jahren ansteigen.

Obendrein sehen wir wieder ein erneutes Interesse an Gold durch den Angsthandel « FEAR-TRADE » in der westlichen Welt. Physische ETFs konnten Zuflüsse von bis zu 32 tonnen im Q1 2017 allein verzeichnen. Die Gründe waren vielfältig: Kriegsängste, Währungsunsicherheiten, Zinsdifferenzen und politische Instabilitäten, um nur einige Motive zu nennen.

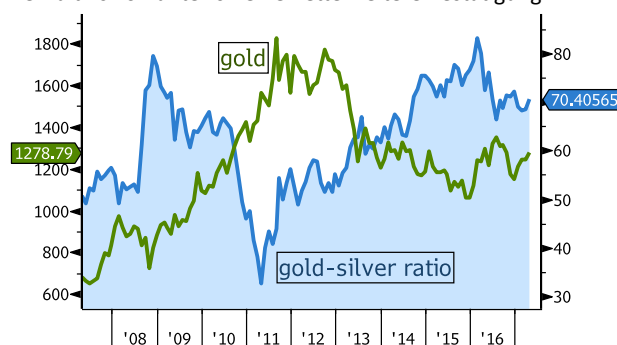
Wir sprachen über eine eher bescheidene Bewegung für Edelmetalle im Jahr 2017. Lassen Sie uns unsere Gründe erklären, warum wir sehen, dass die Goldminenmärkte noch einige weitere Reparaturen benötigen, bevor wir mehr explosive Bewe-

gungen erwarten können.

Wichtig ist, dass eine nachhaltig steigende Inflation und vor allem eine stabil ansteigende Geldumlaufgeschwindigkeit noch nicht Realität geworden sind. Wir erwarten, dass dies deutlicher wird, wenn das Jahr dank der "FED"-Zinsanhebungen und dank der Trump-Initiativen voran schreitet. Wir erwarten weiterhin, dass die realen Renditen in den USA zukünftig noch negativer werden, da die US-Schuldenlast die "FED" bei Ihrer Geschwindigkeit der Zinsnormalisierung beeinträchtigen wird.



Zweitens muss sich die Gold-Silber-Quote unter 64-62 bewegen (aktueller Wert > 70) um uns einen zusätzlichen Schub des Vertrauens zu verschaffen, dass diese Goldkorrektur (ab 2011) definitiv vorbei und fertig ist. In der Tat sehen alle « Up-cycles » auf dem Goldbarrenmarkt immer das Silber vorweglaufen, welches mit noch stärkerer Kraft arbeitet, sobald ein wahrhafter Bullenmarkt im Gange ist. Technisch betrachtet wäre ein Gold Silber Verhältnis von unter 62 eine nette weitere Bestätigung.



Drittens werden Bergbauvermögen durch Deflation (niedrige Inflation) negativ beeinflusst. In der Tat haben Goldminenaktien Ihre stärksten Zeiten bei anziehender Inflation. Ohne Inflation, haben die Minen Schwierigkeiten den physischen Goldpreis zu folgen. Das erklärt teilweise, warum wir noch ein solches niedriges Hui-Gold-Verhältnis gesehen haben, auch wenn Gold 2011 bis zu 1900 \$/Oz aufgestiegen war.



Als letzten Grund sehen wir die noch immer anhaltenden Aufrufe von notorischen "Goldbug- Extremisten" wie Eric Sprott und eine Menge anderer Personen welche der Clique um « King World News » Anhängen. In der Tat durch das stetige Aufschreien nach jeder Aufwärtsbewegung, dass die « US-COMEX-Börse » in den Bankrott geraten wird und, dass Silber bereit ist, zeitnah auf 500 \$/Oz und Gold auf 10.000 \$/Oz zu explodieren, nur um dann erneut eine Korrektur bei den Minenaktien zu erleben, ist nicht sehr förderlich für die Marktstimmung der Investoren im Edelmetallsegment. Gleiches gilt für das Manipulationsgeschrei. Wenn mit jedem Dollar, dass Gold oder Silber fällt immer Manipulatoren verantwortlich gemacht werden, dann müssen Sie verstehen, dass es eine neue Generation an Wertinvestoren brauchen wird welche auf Basis der fundamentalen Gründe zu den neuen Goldbugs « In Town » werden müssen. Diese Wertinvestoren sind definitionsgemäß kühle Köpfe. Sie werden zunächst abwarten wollen, dass Inflation und Geldumlaufgeschwindigkeit definitiv anziehen, bevor sie auf Goldbarren und Minen setzen werden. In einem späteren Stadium, nachdem der Goldmarkt bereits eine Menge Impulse entwickelt hat, wird eine weitere neue Generation von "Goldbug-Spekulanten" in den Markt eintreten, um das Gold auf neue Extreme zu bringen. Aber das ist jetzt noch nicht zu erwarten. Die Wertinvestoren werden im ultimativen Abschnitt einer solchen Blasenbewegung Ihre Bestände und Edelmetallvermögenswerte, an diese neugeborenen Goldbug-Spekulanten, Trend-Anhänger und gehebelten Impuls-Spieler veräußern. Wir hoffen, dass wir dann weise genug sein werden, um so klug zu handeln wie nötig und allmählich neben den starken Händen der Wertinvestoren unsere Positionen allmählich zu liquidieren, sobald die eigentliche « Manie » mit all Ihren Blasenmerkmalen sich in den kommenden Jahren und bei Kursen ab 3.500\$ Oz entwickeln wird. Glücklicherweise kenne Sie und wir die Regeln der « Bubblenomics » im Voraus.

for iW Partners,

the fund manager



PERFORMANCES FOR MARCH 2017

	Class	ISIN	MTD	YTD	NAV
iW Alternative SIF – Low Risk	P	LU0762435906	-0.3%	+4.8%	€11,845.30
iW Alternative SIF – Commodities & Gold Equities	I	LU1244155518	-1.1%	+11.3%	€ 796.96
	P	LU0762436201	-1.2%	+12.0%	€ 538.65
iW Alternative SIF – Real Value Growth Fund	I	LU0762436037	-0.7%	+8.1%	€ 90.97
	P	LU0762436110	-0.7%	+8.1%	€ 88.25
iW Alternative SIF – Apis Lucrosa	I	LU1071453895	0.0%	+5.7%	€ 1415.25
	P	LU1071456054	-0.1%	+5.5%	€ 1300.11
iW Alternative SIF – Apis Resiliens	I	LU1372145638	+0.5%	0.0%	€ 993.56
	P	LU1372145802	+0.4%	-0.2%	€ 985.85
	Q	LU1372145984	+0.4%	-0.2%	€ 988.70

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 Partners ('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.