



COMMENTARY FOR THE SECOND QUARTER OF 2017

ENDLICH ETWAS KLARHEIT

Die Finanzmärkte wurden u.a. verzerrt, von unkonventionellen Zentralbankpolitiken wie dem "QE" (Quantitative Easing) und den Zinsrepressionen, welche weitläufig die Nullgrenze unterschritten haben. Das ist zumindest die vertretene Meinung vieler (frustrierter) Marktteilnehmer. Die Jagd nach Renditen hat die grundlegende makroökonomische Analyse auf eine simple Beobachtung der Zentralbankhandlungen bzw. Aussagen reduziert und die eigentlich aktive Finanzanalyse wurde durch bloße "ETF" Index-Investitionen (Exchange Traded Funds) – passiv verwaltete Investitionsvehikel, ersetzt.

Die Hoffnung auf eine rasche Wiederbelebung des „Animal Spirit“ ist in diesem Semester einem im Grunde unstimmigen Kongress zum Opfer gefallen, obwohl die Politik der US-FED klar und deutlich war. Ist dieser Mangel an Klarheit über die künftige Fiskalpolitik der einzige Schuldige der heutigen Marktverschleierungen, oder könnte noch mehr Unheil aus dem Hinterhof des „Goldilocks“ auftauchen?

Klarheit wurde wie angesprochen seitens der Zentralbanken geschaffen, zumindest in deren Kommentaren und im Falle der US-FED ebenfalls mit der Umsetzung in echten Handlungen (Zinserhöhungen).

Die US-FED ist mit dem "QE"-Experiment fertig. Nach dem zweimaligen Anheben der Zinsraten im laufendem Jahr 2017 und einer weiteren geplanten Anhebung vor Ende des Jahres ist die Zinsnormalisierung auf dem richtigen Weg. Der Fall für "QT" (Quantitative Tightening) - quantitative Verschärfung) wird nun vermutlich an der Spitze der Diskussionen der Zentralbanker bei der anstehenden "Jackson Hole"-Konvention sein. Um wie viel wird die US-FED ihre Bilanz reduzieren? Studien behaupten, dass eine Verringerung um 1,5 Billionen vergleichbar sei mit einer Zinsanhebung zwischen 0.45% - 0.60%.

Warum diese neu gefundene Religion seitens der US-FED? Zwei Gedankengänge scheinen diese anzuführen.

Zunächst will die US-FED einen Puffer erstellen, um in der nächsten Rezession die Zinsen erneut senken zu können. Da der

aktuelle wirtschaftliche Aufwärtszyklus bereits der drittlängste seit 1990 ist, wird mit jedem Monat der vergeht, eine neue Rezession wahrscheinlicher. Boom-Zeiten sterben zu gegebener Zeit an eigener Altersschwäche.

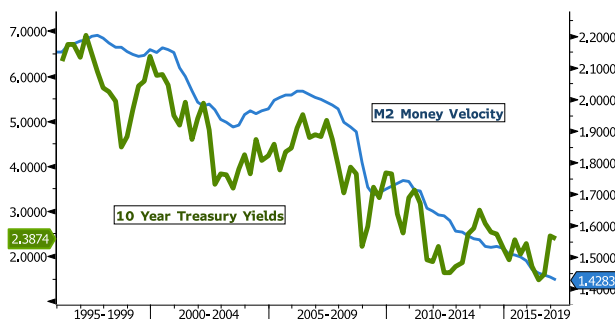
Zweitens glauben wir, dass die US-FED gezwungen war zu erkennen, dass die tatsächlichen Liquiditätsströme, die von den weltweiten Zentralbanken geschaffen wurden, die erwarteten Ziele nicht vollständig erreicht haben. Allerdings neigen sie nicht dazu diese Erkenntnis öffentlich auszudrücken, aus Angst, an Glaubwürdigkeit einbüßen zu müssen und ggf. die Kontrolle zu verlieren. Ja, die Liquidität hat dazu beigetragen, Bankbilanzen zu reparieren. Ja, sie haben dabei geholfen, der Regierung und dem privaten Sektor die nötige Zeit zu geben, um eine allgemeine Verringerung des Schuldenhebels zu ermöglichen. Viele Regierungen haben jedoch dieses Fenster der Gelegenheit missbraucht. Bezogen auf den privaten Sektor in den USA, mit Rekorden bei den Studenten-Schulden und Auto-Darlehen, zeigt sich klar, dass ein Teil der Bevölkerung die eigentliche Botschaft aus der Zentralbank-Politik nicht allzu gut verstanden haben. Und nein, die erwarteten Auswirkungen auf den allgemeinen Konsum durch Inflationierung der Vermögenswerte, gingen nicht von den Reichen zu den Armen hinab. Ein Wachstum des BIP unter zwei Prozent erlischt nur eine solche Präntention. Und nein, die FED - und ihre Kollegen weltweit - können ihre Augen nicht unendlich schließen, in Bezug auf die Auswirkungen einer weiter anwachsenden Jagd nach Rendite, welche durch ihre hauseigene Politik erschaffen wird. Diese Jagd reicht von Einzelpersonen, die sich mit Hebel in stumpfen Vermögensspekulationen beschäftigen, bis hin zu institutionellen Geldern der bereits unterfinanzierten - Pensionskassen, die sich immer weniger auf feste Erträge stützen können. Die Zentralbanken fürchten den Fingerzeig, für die Tage an welchen brutale Schocks in Richtung Realität drängen, sei es wegen steigender Inflation oder einer neuen Rezession. Risikoprämien und Marktkräfte könnten so viel Destabilisierung ausüben, dass das gesamte Finanzsystem in einer neuen 2008-ähnlichen Korrektur zurückfallen könnte. Die US-FED fängt an, mehr und mehr über Marktbewertungen und ihr drittes „implizites“ Mandat der Marktstabilität zu sprechen. Sie wissen, dass das nächste Mal die Bevölkerung die Entschuldigung nicht akzeptieren wird, dass die Eindämmung von zu viel Spekulationen nicht die Rolle der US-FED ist und dass es vor allem durch Regulierung der Regierung geschehen müsste. Dieser Gedanke wird durch die Tatsache gefördert, dass aus der Folge des Lehman Ausfalls, die Zentralbank jetzt offiziell für die



Stabilität der Banken zuständig ist. Somit und mit Blick auf den erschaffenen Zinspuffer, gibt es zukünftig keine Sündenböcke mehr bei den Zentralbanken in dieser Angelegenheit.

Die Konklusion der US-FED war, dass die „Normalisierung“ im Gange ist, selbst wenn Wachstum und Inflation noch unter 2% liegen. Im Laienbegriff bedeutet das, dass die Wall Street nicht mehr auf den berühmten „US-FED-PUT“ zählen sollte. Da so viele Marktteilnehmer in einem pavlovischen Reflex des „Buying The Dip“ jederzeit in irgendeinem Markt missbraucht wurden, ist es kein Wunder, dass wir neue Höhen im DOW-JONES, S&P und NASDAQ sehen. Auch die Anleihemärkte bezweifelten weiterhin die Entschlossenheit der Zentralbanken, gegen Marktexzesse anzugehen. Wir glauben, dass die Mehrheit der Marktteilnehmer hier falsch liegt. Die US-FED wird nicht mehr ständig als eine unentgeltliche Beruhigung für jede Korrektur zur Verfügung stehen, im Gegenteil. Herr Draghi wird ebenfalls gezwungen sein, den Fußstapfen der US-FED zu folgen und damit zu beginnen, ein Ende des Euro-„QE“ noch vor dem Ende des Jahres bekannt zu geben. Wir sehen die von der EZB geordnete Rekapitalisierung der spanischen und italienischen Banken als Vorbereitung dieser neuen Politik der EZB. Erwarten Sie auch das Japan gleichfalls, in den kommenden Monaten über das Ende der „QE“ zu sprechen beginnen wird. Kanada hat letzte Woche eine erste Zinserhöhung abgeschlossen und London beginnt auch, die gleiche Sprache zu sprechen.

Somit werden die Zentralbanken nun allgemein mit einer Reflationsstrategie starten. Seitdem nun die Geldumlaufgeschwindigkeit seit über zwei Jahrzehnten mit stetig sinkenden Zinsen parallel gesunken ist, braucht es also nur steigende Zinsen um Inflation zu erzeugen.



Wir wissen, dass die Lehrbuchökonomie das Gegenteil erklärt. In der Tat haben sich die Märkte daran gewöhnt, die Zinsen für jede Krise niedriger zu sehen, in der Hoffnung, die Wirtschaft zu stimulieren. Aber ist es so schwer zu verstehen, dass, seitdem die Zinsen auf ein solches Extrem gesenkt worden sind, dass so-

gar die Null-Rate-Einschränkung ungültig wurde, dieses Phänomen vielleicht einem Paradigmenwechsel unterlegen ist. Gibt es kein altes Sprichwort auf Französisch, das heißt: „les extrêmes se touchent“. Könnte es sein, dass mehr Zinseinkommen tatsächlich der Nachfrage der Verbraucher helfen und anfangen, Geldströme aus Rückkäufen und sterilen Vermögenswerten zu verlagern - wo Geldgeschwindigkeit stirbt - wie in Immobilien, Wertsachen und FANG-Aktien? Könnte es die Pensionsgelder aufhalten, kontinuierlich an der Risikotreppe empor zu klettern. Könnte es sein, dass dies dazu beitragen würde, den Geschäftsbereich zu heilen, indem er moribunde Konkurrenten tötet und den finanziell gesunden Unternehmen ihr „Pricing Power“ zurückgibt? Könnte es sein, dass Banken Geld von ihren Zentralbankeinlagen wieder in die Realwirtschaft reinvestieren würden?

Also ja, nie zuvor in den letzten 30 Jahren, gab es bessere Chancen zu sehen, dass sich die Zentralbankpolitik, mehr mit den Zielen der „Main Street“ statt der „Wall Street“ auseinandersetzen wird. Sogar die 1 Prozent der alles „Habenden“ und alles „Verdienenden“-Bevölkerung, welche von den Absprachen zwischen Politik und Unternehmen, gepaart mit den Zentralbankhilfen, die größten Profiteure waren, wissen, dass der Tanz vorüber ist. Das gleiche alte Schema einfach weiterzuführen würde wahrscheinlich nur dazu führen, dass die ruhelose und überwiegend schon sehr unzufriedene Bevölkerung noch aggressiver würde und an einem gewissen Punkt könnte es möglicherweise eine persönliche Lebens und System bedrohliche Explosion auslösen. Selbst eine neugeborene Revolution wäre nicht auszuschließen und könnte eine Hexenjagd auf die Reichen eröffnen und Banker könnten auf den Straßen gehängt werden. Also ist den „Habenden“ jetzt auch bewusst geworden, dass eine Neuausrichtung von der „Wall Street“ zur „Main Street“ stattfinden muss. Der letzte Aufruf von Frustration von Jamie Dimon von JP Morgan spricht Bände:

JP Morgan chief blasts US dysfunction: 'It's almost an embarrassment being American'

- Jamie Dimon rails at Washington and laments 'stupid shit' in US politics
- Dimon says bad policy is 'holding back and hurting the average American'

Wird die von der US-FED begonnene Normalisierungspolitik tugendhaft sein?

Für den Augenblick bleibt dies eine offene Frage. Wir glauben, dass echte grüne Triebe, welche eine Wiedererlangung der Kraft



in der Realwirtschaft anzeigen, wahrnehmbar geworden sind. Auch wenn die Inflation nicht 2% erreicht hat, sehen wir einen Arbeitsmarkt, in dem qualifizierte Arbeiter Gehaltsverhandlungen erfolgreich abschließen konnten. Die US-Banken verleihen wieder mehr Geld. Erinnern Sie sich an Greenspans Rede über die bevorstehende Inflation, seinem Vergleich mit der geparkten Liquidität bei den Zentralbanken und einer Streichholzdose, welche nur auf ein Zünden wartet (Zinserhöhungen) um ein Strohfeuer (der Inflation) auszulösen. Lassen Sie Ihren Blick nicht trüben von dem letzten Preisverfall der Energiepreise oder mancher heiß gelaufener Immobilienpreistrübkänge oder einem gedämpft Wachstum bei der Erschaffung neuer Arbeitsplätze, in den vergangenen Monaten. Selbst niedrigere Autoverkäufe sind möglicherweise kein korrekter Indikator zu diesem Zeitpunkt. Wenn die US-Wirtschaft nicht von einer Klippe fällt und weiter um 1,5 Prozent wächst, wird sie dies in Begleitung ein erhöhten Inflation tun. Jede Erholung nach einer Rezession, hat immer mehr Inflation in Richtung der Endzeit der Erholung gesehen. Es ist keine einzige statistische Ausnahme zu finden. Diese Inflation sollte die US-FED stärken, um ihre neue Politik weiterhin umzusetzen.

„Banc of America“ dient u.a. auf Grund seiner spezifischen Stellung im US Bankensektor, als Paradebeispiel für das Entdecken eines Reflationsprozesses. Mit Zufriedenheit konnten wir im vergangenen Monat eine Erholung des gesamten US-Banksektors beobachten, welcher sich nachhaltig von einer vorangegangenen scharfen Korrektur erholt.

Ein weiteres Zeichen wird aus dem Geldumlaufgeschwindigkeits-Diagramm der US-FED kommen, aber hier ist noch etwas Geduld gerechtfertigt, da Verzögerungen bei den Auswirkungen der neuen Normalisierungspolitik dies zu einem augenblicklich nicht führenden Indikator machen.

Somit hat unser Hauptszenario für eine Fortsetzung der Erholung der Wirtschaft noch weiter bestand, bis die Zentralbanken gezwungen sein werden, über das Ziel hinauszuschießen. Zinsraten über 3% würden vermutlich eine Rezession auslösen und diese angesprochene Zinsmarke könnte noch etwas erhöht werden, wenn die Reflation tatsächlich greifen würde. Aktuell sind wir weit entfernt von solchen Zinsniveaus. Der DOW-JONES Index hat also immer noch genügend Zeit, eine Art „Blow-off-Top“ zu machen, welchen wir in der Vergangenheit so oft angesprochen haben mit Zielmarken von 32.000 Punkten. Vielleicht sehen wir eine Herbstmarktkorrektur, bevor die „Blow-off-Top-Rallye“ starten könnte. Verzögerung der fiskalpolitischen Reformen und des Kongresses, die nicht rechtzeitig vor dem „Debt Ceiling“-Limit handeln, könnten die perfekte Entschuldigung

dazu liefern.

Haben wir jetzt keine Zweifel mehr, da nun so vieles klarer geworden ist?

Doch, wir haben immer noch keine 100% Sicherheit. Tatsächlich wollen wir, genau wie die US-FED, einen Sündenbock für unser Reflationsszenario finden. Um in den kommenden Quartalen ein erfolgreiches Reflationsszenario beobachten zu können, bedarf es vor allem einem richtigen Handeln seitens der Politik.

„QT“ (Quantitative Tightening) - quantitative Verschärfung) muss durch eine fördernde Steuerpolitik begleitet werden: Defizit Ausgaben, niedrigere Steuern und Infrastrukturprogramme, sind das richtige Umfeld um Menschen zum Glauben an die wirtschaftliche Heilung zu führen. Oder in Laiensprache ausgedrückt, braucht es zusätzliches Geld direkt in die Hand des durchschnittlichen Verbrauchers, um eine Nachfragerwiederbelebung erzeugen zu können. Da die positiven Effekte höherer Zinsraten eine Verzögerung von 6 bis 9 Monaten haben, brauchen wir gleichzeitig die Regierung, um den kleinen Mann optimistischer zu machen und den „Animal Spirit“ wiederzubeleben und einen von Ludwig von Mises beschriebenen „Blow-Off-Top“ zu kreieren.

Vor Jahresende werden wir wissen, ob die Regierung anfängt zu liefern, anstatt nur vielversprechende „Goodies“ für den Mittelstand zu besprechen.

Wir denken, dass die Schlussfolgerungen, was in den kommenden Quartalen zu erwarten ist und was die Auslöser sein könnten, nun klar sind. Vielleicht lohnt es sich noch, die Konsequenzen für Edelmetallinvestitionen zu extrapolieren.

Für die Minen bestehen wir darauf, dass wir Reflation brauchen, um zu sehen, dass diese den Kurs von „Underperforming“ im Vergleich zum physischen Gold ändern werden. Deflation und niedrige Inflation verursachen einen negativen Effekt für Minen auf die tatsächliche Bewertung ihrer Reserven. Wenn die Margen abnehmen, wird der theoretische Wert des Goldes im Boden gesenkt. Die Produzenten bauen weniger Reserven wegen zu geringer Wirtschaftlichkeit ab. Bei der Reflation muss das Gegenteil passieren ... In einer solchen Umgebung können die Aktien der Mine zusammen mit den Aktienmärkten steigen!

Für Gold müssen wir zugeben, dass der Abwärtstrend auf dem technischen Bild seit 2011 noch immer nicht verletzt wurde. Gold muss \$ 1300-1320 übertreffen, um dies zu tun.



Wir denken, wenn die Reflation zu Performen beginnt, wird das Gold auch positiv ausbrechen.

Indische Goldimporte waren in der ersten Hälfte des Jahres höher als erwartet und zum Glück ist die neue "GST"-Steuerregelung nicht zu einem erneutem Negativargument für den indischen Goldmarkt mutiert. Darüber hinaus sollte eine normale Monsun-Regensaison in diesem Jahr, nach einigen schlechten Jahren, auch dazu beitragen, die gute Kaufaune der ländlichen Bevölkerung aufrecht zu halten.

Solange China mit über 6,4% weiter wächst, wird der Kaufrausch aus China ein weiterer positiver Effekt für den Goldmarkt sein.

Blockchain Gold, Krypto Gold und Scharia Gold sind auch positive Faktoren, obwohl sie noch in ihren Kinderschuhen stecken.

In den vergangenen Monaten haben wir gesehen, dass die Goldsilberquote von 68 auf 76 gestiegen ist, da die Zweifel an der "Trumponomie" viele Marktbeobachter an den Reflationshandel zweifeln ließen. Dies ist ein weiterer Indikator den es zu beobachten gilt: Wenn der Inflationmotor beschleunigt, sollte dieses Verhältnis nach unten gehen.

Der US-Dollar ist im Rückzug und das sollte auch dem Gold in den kommenden Monaten helfen.

Letztlich ein ,Diagramm der Gold-Saisonalität von Herrn Dimitri Speck: ab +/- 15 August hat Gold eine Tendenz zu steigen.

Wir hoffen, dass Sie einen schönen Urlaub haben werden und eine Goldpreis Wiederbelebung ab August genießen können.

for iW Partners,
the fund manager

