

Neue Privat Bank

Stagflation oder „Flatflation“? Weiteres Ungemach durch explodierende Energiepreise

- **Wie wenn das Umfeld an den Finanzmärkten mit der schwelenden Kreditkrise nicht schon garstig genug wäre, entwickeln sich die massiv steigenden Energiepreise zu einem zweiten Störfaktor für das wirtschaftliche Wachstum.**
- **Steigende Erdöl- und Agrarrohstoffpreise haben zu einem deutlichen Anstieg der Gesamtteuerung geführt. Die Europäische Notenbank (EZB) hat weitere Zinserhöhungen angedeutet, um die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer zu brechen. Im aktuellen Marktumfeld besteht allerdings die paradox anmutende Gefahr, dass sich die Anleger durch spekulative Käufe von Rohstoffen gegen Inflationsrisiken absichern und damit die Inflationsraten weiter nach oben treiben.**
- **Das Risiko einer wirtschaftlichen Stagflation ist deutlich gestiegen; dennoch besteht begründete Hoffnung, dass die Teuerung auf absehbare Sicht in einen Korridor mit moderaten Preiserhöhungen (sog. „Flatflation“) zurückkehrt.**

Doppelte Last durch Kreditkrise und hohe Energiepreise

Nachdem zu Beginn des 2. Quartals 2008 dank massiven Zinssenkungen und gezielten Rettungsmaßnahmen der amerikanischen Notenbank die Furcht der Investoren vor einem Kollaps des internationalen Finanzsystems in den Hintergrund gedrängt wurde, droht nun noch von anderer Seite Ungemach. Zum einen zeichnet sich ab, dass die US-Immobilienkrise einem Schwellbrand gleich noch geraume Zeit die Konjunktur belasten und weitere massive Abschreibungen bei den Investmentbanken auslösen wird. Wie wenn dem nicht genug wäre, spielen nun auch noch die Energie- und die Agrarrohstoffpreise verrückt. So wird die Kaufkraft der US-Konsumenten gleichzeitig durch steigende Kreditkosten, höhere Energiepreise und schlechtere Aussichten am Arbeitsmarkt gebremst. Noch weit stärker getroffen werden zahlreiche Konsumenten in den Entwicklungsländern, deren Ausgaben hauptsächlich auf Nahrungsmittel und Energieprodukte entfallen. Die damit verbundenen Bremswirkungen auf die globale Konjunktur wie auch die unerfreuliche Entwicklung der Gesamtteuerung wecken unliebsame Erinnerungen an die Energiekrise der siebziger Jahre, die eine längere Phase wirtschaftlicher Stagflation mit geringem Wirtschaftswachstum und hoher Teuerung eingeleitet hatte. Müssen wir uns nach einer langen Schönwetterphase, während der an den Finanzmärkten die Früchte der Globalisierung geerntet werden konnten, auf deren Nachteile einstellen, wie explodierende Rohstoffpreise als Folge der stark gestiegenen globalen Nachfrage?

Hoffnungen auf eine blosse „Flatflation“

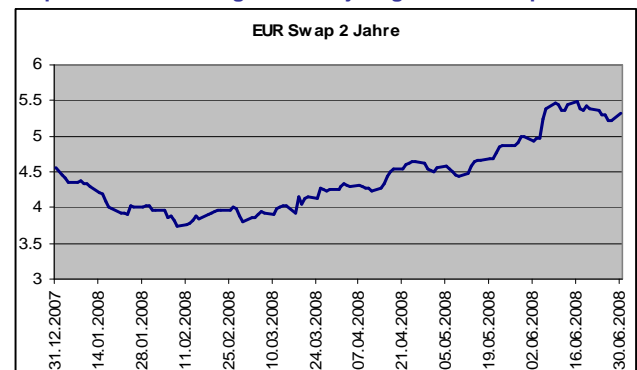
Können wir uns auf diesem Hintergrund noch Hoffnungen darauf machen, dass wir nach einer kurzen Phase eines Wachstumsabschwunges und hoher Teuerungsraten zu moderaten Inflationsraten in einem Teuerungskorridor zwischen 2% - 3% in den USA und 1.5% - 2% in Europa zurückkehren - ein Szenario bzw. Umfeld, das von den wortkreativen Angelsachsen neuerdings als „Flatflation“ bezeichnet wird? Es macht den Anschein, dass vor allem die US-Notenbank bei der Ausgestaltung ihrer Geldpolitik von einem vergleichbaren Szenario ausgeht, wonach die aktuelle Wachstumsabschwächung den meisten Produzenten nicht erlaubt, höhere Rohstoffkosten vollständig über Preiserhöhungen abzuwälzen. Preisschocks in einzelnen Gütern müssen deshalb nicht zu einer wild drehenden, die Gesamtwirtschaft erfassenden Teuerungsspirale führen. Kommt der Energiepreisanstieg schon bald einmal ins Stocken, bestehen über kurz oder lang durchaus berechnete Hoffnungen, dass die „heimliche“ Wette der US-Notenbanker auf eine bald abflachende Teuerung aufgehen kann.

Wird die EZB ungewollt zur Inflationstreiberin?

Von einem anderen Szenario scheinen dagegen die europäischen Währungshüter auszugehen. Diese haben in den letzten Wochen wiederholt in geharnisstem Ton auf die hohen Inflationsgefahren und die Bereitschaft der EZB hingewiesen, die Geldzügel weiter anzuziehen. In guter alter Manier sollen die Inflationserwartungen im Keime erstickt werden, um Zweitrun-

deneffekte bzw. einen allgemeinen Teuerungsschub zu unterbinden. Dabei besteht im heutigen Marktumfeld eine gewisse Gefahr, dass die Europäische Notenbank ungewollt selbst zur Preistreiberin wird, wenn Marktteilnehmer die harschen Signale der EZB dahingehend interpretieren, sich über Anlagen in Energie- und Agrarrohstoffen gegen Inflationsrisiken abzusichern. Spekulativ verstärkte Preiserhöhungen würden in diesem Falle zu einem weiteren Teuerungsanstieg führen, was wiederum noch harschere Reaktionen der EZB und damit einen eigentlichen Circolo vizioso der Teuerung auslösen würde.

Graphik 1: Entwicklung des zwei-jährigen EUR-Swapsatzes



Quelle: Bloomberg

Hohe Kursverluste an den Obligationenmärkten

Nachdem die Märkte noch vor wenigen Wochen davon ausgegangen waren, dass die EZB angesichts schwacher Konjunktursignale von weiteren Zinserhöhungen absieht, hat der überraschende Hinweis auf eine mögliche weitere Zinserhöhung durch den obersten europäischen Währungshüter vor allem im ein- bis fünf-jährigen Laufzeitenbereich die Obligationenrenditen sprunghaft nach oben steigen lassen (siehe Graphik 1). Entsprechend rentieren Bonds mit kürzeren und mittleren Laufzeiten mittlerweile höher als langfristige Obligationen. Offenbar rechnen Käufer von Bonds damit, dass die temporär hohen Geldmarktsätze mittelfristig in Europa zu einer Wachstumsabschwächung mit abflachernder Teuerung führen werden.

Nach dem starken Zinsanstieg im Euroraum gehen wir davon aus, dass eine weitere Zinserhöhung von 25 Basispunkten eingepreist ist und Euro-Obligationen mit Laufzeiten von 1 bis 5 Jahren wieder eine attraktive Anlage darstellen. Auch im Dollar-Obligationensegment sind kürzere Laufzeiten zu empfehlen, zumal aufgrund weiter steigender US-Budgetdefizite in den nächsten Jahren mit einem hohen Angebot von Staatsanleihen gerechnet werden muss. Noch vorsichtiger eingestellt sind wir gegenüber Obligationen in Schwellenländerwährungen, da aufgrund der bislang meist stark expansiven Geldpolitik die lokalen Obligationenmärkte noch nicht so stark wie im Euro korrigiert haben.

„Rien ne va plus“ an den Aktienmärkten

Wie schnell zart aufkeimende Hoffungen zerrinnen und Prognosen zu Makulatur werden können, hat sich im Monat Juni an den Aktienmärkten gezeigt. Hauptspielverderber dürften für einmal die weiter gestiegenen Erdölpreise gewesen sein, die im Dollar mittlerweile rund 44% höher notieren als zu Jahresbeginn, während der Preis für Erdgas im gleichen Zeitabschnitt gar um rund 70% gestiegen ist. Damit scheint eine Schmerzgrenze für Konsumenten und Produzenten erreicht zu sein, die nichts Gutes für Konjunktur und die Gewinnsituation in zahlreichen energiesensitiven Branchen (insbesondere Fluggesellschaften, Automobilbauer, Chemie) erahnen lässt.

Hinzu kommt, dass die Preise für zahlreiche auf Hypotheken basierte Kreditderivate nach einer Erholung in den Vormonaten wieder deutlich gesunken sind. Dies lässt insbesondere für die

grossen Investmentbanken weitere hohe Abschreibungen erwarten. Entsprechend sind denn auch die meisten Bankwerte auf neue Tiefkurse gesunken. Auch wenn wir zwischenzeitlich etwas mehr über die Ursachen der Kreditkrise wissen, ist ein Ende des Credit Crunch nicht absehbar, da kaum prognostizierbar ist, wie weit die Häuserpreise in den USA noch sinken werden. So muss denn mittlerweile damit gerechnet werden, dass der direkte Schaden im Umfeld der Subprime Krise eher bei USD 1.5 Billionen als bei einer Billion zu liegen kommen wird. Obwohl Aktien im historischen Vergleich fundamental immer billiger werden, lässt sich angesichts des garstigen wirtschaftlichen Umfeldes kaum absehen, an welchem Punkt die Stimmung der Anleger für Dividendentitel wieder ins Positive kehren wird.

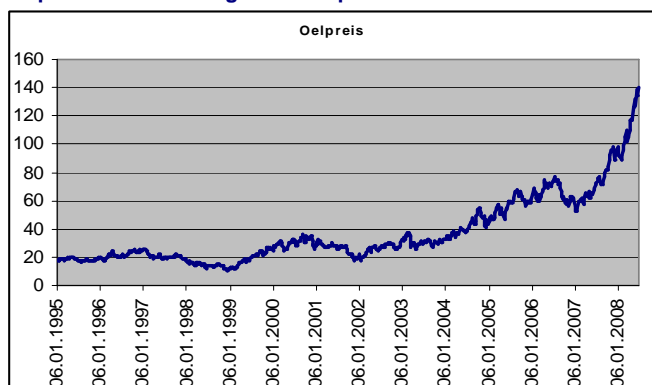
MR

Stark steigende Preise am Erdölmarkt: Anfang einer Kursblase oder Vorbote weiterer Preiserhöhungen?

Erdölpreis kennt nur noch eine Richtung

Der Preisanstieg beim Erdöl hat sich in den letzten 18 Monaten massiv beschleunigt: Nachdem der Erdölpreis sich im Jahre 2007 fast verdoppelte, ist er im ersten Halbjahr 2008 nochmals um rund 44% auf 142 \$ pro Barrel gestiegen. Dabei lag der Preis für das schwarze Gold vor gut 10 Jahren bei rund 10 \$ pro Barrel, einem Bruchteil des heutigen Preises. Vielerorts hatte man anfangs dieses Jahres fälschlicherweise noch damit gerechnet, dass aufgrund der sich abkühlenden Weltkonjunktur und des damit verbundenen rückläufigen Nachfragewachstum der Preisdruck am Erdölmarkt nachlassen würde.

Graphik 2: Entwicklung der Erdölpreise



Quelle: Bloomberg

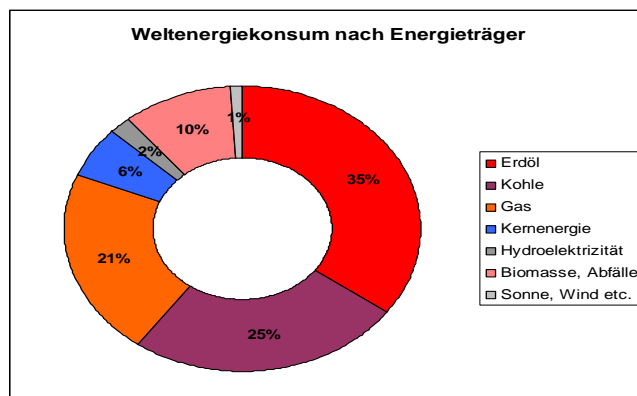
Für diese – ausser für die Erdölproduzenten - wenig erfreuliche Preisentwicklung scheinen primär zwei Gründe verantwortlich zu sein:

- Zum einen nimmt die Nachfrage nach Erdöl und anderen Energieträgern wie Gas und Kohle vorab in den asiatischen Ländern weiterhin fast ungebremst zu. So entfallen heute rund 70% des globalen Nachfragewachstums auf die chinesische Wirtschaft. Die weiter steigende Nachfrage trifft auf ein nur moderat wachsendes Angebot an Erdöl, zumal zahlreiche Nicht-OPEC-Länder (Mexiko, USA, Nordsee) eine rückläufige Fördermenge aufweisen und die meisten OPEC-Länder angesichts der explodierenden Preise keine Veranlassung sehen, die Förderquoten zu erhöhen.

- Zum andern sind die effektiven Überschusskapazitäten der Erdölförderung der OPEC-Staaten in den letzten Jahren kontinuierlich gesunken und machen heute weniger als 2 % der Gesamtnachfrage aus. Kommt es aufgrund geopolitischer Risiken in einzelnen Ländern zu Förderausfällen, kann man sich die Folgen für die Versorgungssicherheit angesichts der knappen Lagerbestände, die im weltweiten Durchschnitt für etwa 70 Tage ausreichen, leicht ausmalen.

Der akzentuierte Preisanstieg der letzten Tage steht denn auch in einem engen Zusammenhang mit Gerüchten über eine bevorstehende US-Intervention im Iran.

Graphik 3: Weltweiter Energieverbrauch nach Energieträger (2004)

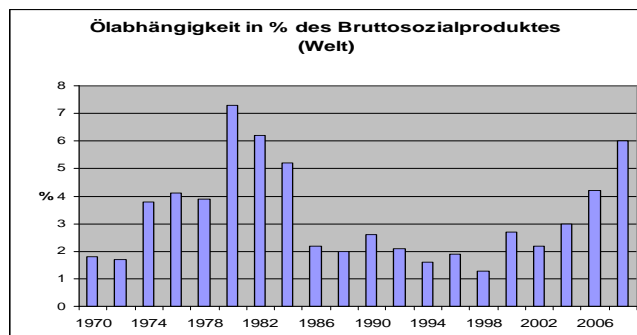


Quelle: Economist

Erdölabhängigkeit wie Ende der siebziger Jahre

Das mittlerweile erreichte Preisniveau beim Erdöl führt dazu, dass ähnlich wie während der Energiekrise Ende der siebziger Jahre die Konsumenten einen immer grösseren Anteil ihres Einkommens für Energie (vgl. Graphik 4) ausgeben müssen. Auch wenn die Preise kurzfristig durchaus korrigieren können, müssen wir uns auf mittlere und längere Frist wohl auf ein höheres Preisniveau einstellen, da die Nachfrage nach Erdöl, Gas und Kohle weiter wachsen wird, die Förderkapazitäten nur beschränkt erhöht werden können und alternative Energieträger auf absehbare Sicht nur wenig zum Energieangebot beitragen können (Graphik 3).

Graphik 4: Entwicklung der Erdölabhängigkeit



Quelle: IAE

MR

Empfehlung strukturiertes Produkt: CHF Hedge Funds Portfolio mit Mindestauszahlung bei Ablauf

Produktbasis

Aktuell erfreuen sich – aufgrund der doch sehr turbulenten Märkte - Produkte mit Kapitalschutz größter Beliebtheit. Auf der einen Seite sollen Chancen auf eine positive Rendite und einen Mehrertrag gegenüber einer Festgeldanlage gewährt werden, andererseits soll jedoch für alle Fälle mit der Kapitalgarantie per Ablauf ein Sicherheitsnetz vorhanden sein. Die NPB Neue Privat Bank, hat ein solches Produkt kreiert, das nicht nur diese beiden Vorzüge bietet, sondern sogar eine Mindestverzinsung per Ablauf garantiert.

Produktdetails

Das Produkt läuft über einen Zeitraum von 10 Jahren. Per Ablauf wird vom Emittenten 110% des eingesetzten Kapitals garantiert. Die angelegte Summe wird einerseits minimal verzinst und gleichzeitig wird in ein breit diversifiziertes Fund of Hedge Funds Portfolio, das sich durch sehr geringe Kursschwankungen sowie eine attraktive Rendite auszeichnet, investiert. Durch den Einsatz von anfänglich 9 verschiedenen Fund of Hedge Funds erhält der Investor Zugang zu rund 400 einzelnen Fonds. Sollte einer derselben – was nicht zu erwarten ist, jedoch auch nicht kategorisch ausgeschlossen werden kann – in arge Schwierigkeiten geraten oder gar geschlossen werden müssen, wäre der Einfluß auf das Gesamtportfolio äußerst gering.

Doppelte Kontrolle

Für das Management und die Auswahl der Fund of Hedge Funds im Portfolio zeichnet die NPB Neue Privat Bank verantwortlich. Da jedoch der Emittent des Produkts die Kapitalgarantie bzw. Mindestverzinsung per Ablauf sicherstellen muß, wird nochmals eine eingehende Prüfung jedes von uns vorgeschlagenen Fund of Hedge Funds vorgenommen. Erst wenn der Fonds auch diese Hürde genommen hat, kann er im Portfolio integriert werden. Dieses Vorgehen gibt dem Anleger doppelte Sicherheit, weil die eingesetzten Fund of Hedge Funds akribisch genau unter die Lupe genommen werden.

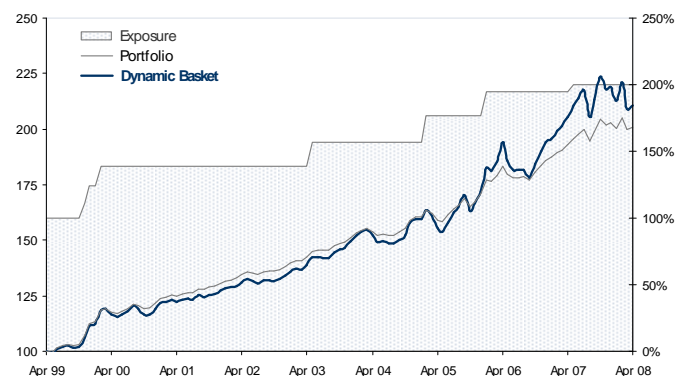
Portfolio / Backtest

Das anfängliche Portfolio besteht aus 9 verschiedenen Fund of Hedge Funds, die gesamthaft in rund 400 einzelne Hedge Funds investieren. Die Auswahl der 9 Fonds erfolgte unter dem Gesichtspunkt, dass ein sog. Kernportfolio (ca. 70%) aus diversifizierten Multi Strategie Fonds bestehen soll. Auch hier wurden jedoch Akzente gesetzt, sind doch gewisse Fonds auf Strategien mit Fokus auf festverzinsliche Anlagen spezialisiert, andere wiederum haben eher ein Schwergewicht in Aktien-Strategien. Ergänzt wird das Kernportfolio mit rund 30% Satellitenanlagen, wo etwas spezifischere Fonds zum Einsatz kommen. Dies sind aktuell zwei Multi-Strategie Fund of Hedge Funds, die ausschliesslich in Rohstoffe investieren.

	Annual Perf	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
2008	-1.05%	-1.28%	2.15%	-2.43%	0.57%								
2007	9.14%	0.61%	1.18%	0.66%	1.21%	1.53%	0.93%	1.08%	-2.51%	2.06%	2.70%	-1.13%	0.56%
2006	9.02%	3.76%	-0.41%	1.44%	2.48%	-2.00%	-0.97%	0.22%	0.12%	-0.79%	1.94%	1.66%	1.36%
2005	6.48%	0.09%	1.91%	-0.84%	-1.80%	-0.37%	1.71%	1.70%	0.98%	2.02%	-2.25%	1.26%	2.01%
2004	5.85%	1.22%	0.82%	0.49%	-0.94%	-1.05%	0.27%	-0.38%	0.21%	0.88%	1.03%	2.44%	0.77%
2003	9.43%	0.98%	0.80%	-0.10%	1.20%	2.01%	0.35%	-0.30%	0.25%	1.37%	0.69%	0.40%	1.41%
2002	5.83%	0.64%	0.46%	0.65%	1.07%	0.76%	-0.17%	-0.39%	0.87%	0.05%	0.09%	0.53%	1.13%
2001	7.44%	1.68%	0.39%	0.85%	-0.41%	0.73%	0.54%	0.12%	1.27%	-0.24%	0.76%	0.41%	1.13%
2000	8.30%	0.99%	4.47%	0.54%	-1.42%	-0.24%	0.66%	1.10%	1.81%	-0.46%	-1.48%	0.25%	1.91%
1999	16.47%	0.48%	-0.32%	1.48%	1.98%	-0.61%	2.26%	1.03%	0.33%	-0.48%	0.69%	3.94%	4.72%

Zertifikat / Backtest

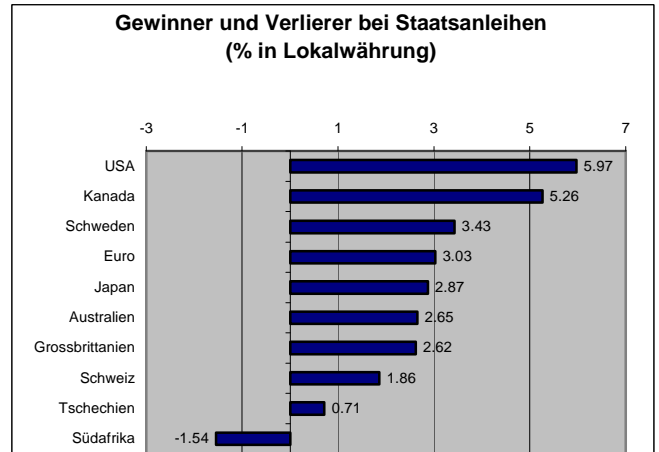
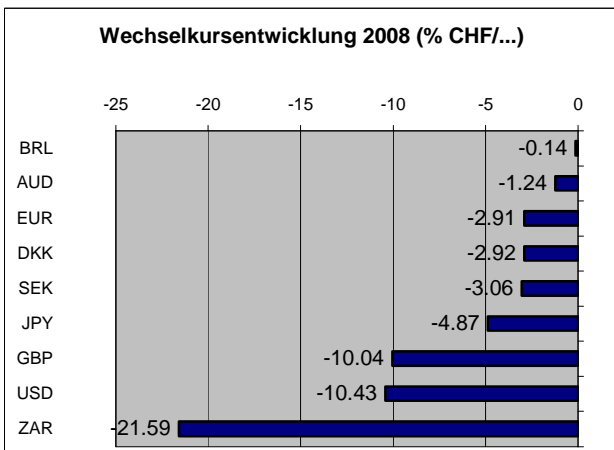
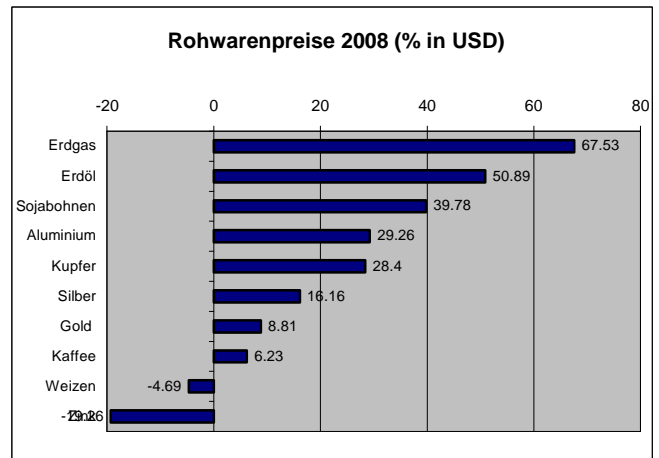
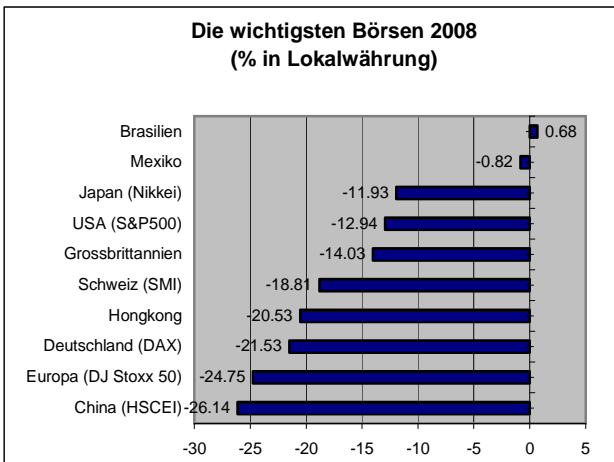
Wir haben das Portfolio mit den ausgewählten Fonds einem Backtesting unterzogen um aufzeigen zu können, wie sich das Portfolio als solches, aber auch das Produkt über die letzten 9 Jahre entwickelt hätte. Gleichzeitig wird in der nachfolgenden Grafik auch noch das Exposure, d.h. der Anteil des Kapitals welcher im Hedge Funds Portfolio investiert wird, dargestellt. Das Exposure beginnt mit 100% und wird dann – dank positiver Entwicklung des Portfolios - sukzessive bis zum Maximum von 200% erhöht. Aus der Grafik geht auch hervor, wie dank der Erhöhung des Exposure ein Direktinvestment in das Portfolio sogar mit dem kapitalgeschützten Produkt noch übertroffen werden kann. Die im Backtest ermittelte Rendite hat 8% pro Jahr erreicht.



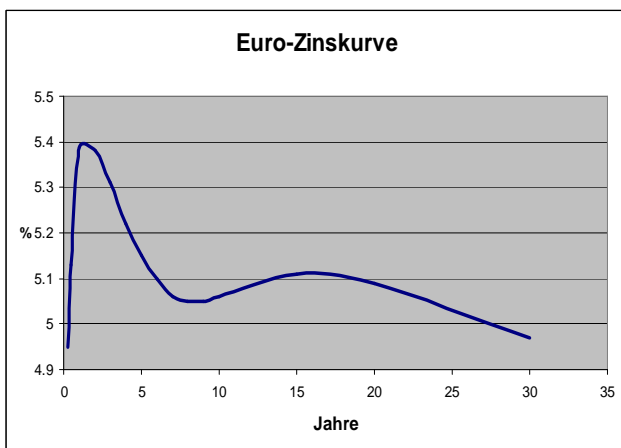
Eckwerte der Emission

Emittent:	BNP Paribas
Rating:	Aa1 / AA+ (Moody's / S&P)
Währung:	CHF
Stückelung:	50'000 (voraussichtlich)
Lancierung:	01.08.2008
Anfangsfixierung:	01.08.2008
Schlussfixierung:	30.07.2018
Rückzahlung:	mindestens 110% bei Ablauf
Basiswert:	Hedge Funds Portfolio
Exposure initial:	100%
Exposure maximal:	200%
Exposure minimal:	25%
Partizipation:	90%
Rückgabe:	monatlich
Anzeigefrist:	75 Tage
Renditeerwartung:	>5% pro Jahr

Entwicklung der Märkte im 2. Quartal 2008



Interessante Charts



Quelle: Bloomberg

