

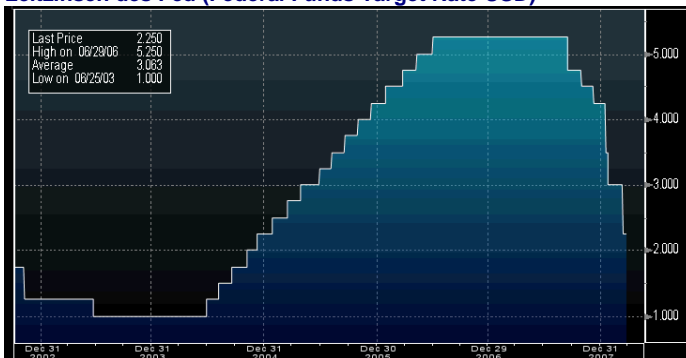
Rettung des Bankensystems auf Kosten der Preisstabilität? Gold als Inflationsschutz und sicherer Hafen

- Die panikartig anmutenden geldpolitischen Massnahmen der US-Notenbank zur Stabilisierung des internationalen Finanz- und Bankensystems lassen Befürchtungen über eine stark steigende Inflation aufkommen. Die aktuelle Kreditkrise hat allerdings auch stark inflationsdämpfende Auswirkungen, sei es über die hohe Liquiditätshaltung der Banken oder auch die rückläufige Nachfrage der Konsumenten als Folge der Vernichtung von Vermögenswerten (Immobilienkrise). Wie die jüngsten Kursrückschläge zeigen, sind auch Investitionen in Rohstoffe keine Einbahnstrasse, zumal neben der stark gestiegenen realen Nachfrage grosse Summen „spekulativer“ Gelder in Edelmetalle, Energie und Agrarrohstoffe fliessen. Auch wenn die Inflationsängste übertrieben erscheinen, dürften Edelmetallanlagen mittelfristig interessant bleiben, da immer mehr Anleger Edelmetalle als einen der wenigen sicheren Hafen betrachten.

Voll aufgedrehter Geldhahn der Notenbanken

Die amerikanische Notenbank (Fed) und ihr oberster Chef Bernanke scheinen kein Mittel zu scheuen, um die als Folge der Hypothekarkrise in den USA instabil gewordenen Finanzmärkte wieder in geordnete Bahnen zu lenken. Innert weniger Monate hat das Fed den Leitzatz um volle 3 Prozentpunkte auf 2.25% gesenkt. Zudem haben die Notenbanken den Geschäftsbanken in grossem Umfang kurzfristige Gelder zur Verfügung gestellt, da sich die Finanzinstitute gegenseitig nur noch sehr zurückhaltend Kredit gewähren. Um die Stabilität der Banken und insbesondere deren Liquidität zu sichern, hat die US-Notenbank die für Banken belehnungsfähigen Wertpapiere auf hypothekarkreditgesicherte Papiere ausgeweitet. All diese Massnahmen haben zu einem starken Anstieg der Geldmenge (M2 in \$) geführt. Dabei scheint die US-Notenbank das Ziel einer Stabilisierung des Bankensystems der Inflationbekämpfung völlig untergeordnet zu haben.

Leitzinsen des Fed (Federal Funds Target Rate USD)



Quelle: Bloomberg

Rohstoffpreise treiben Inflation

Vor allem aufgrund des markanten Anstiegs der Preise für Erdöl und Agrarrohstoffe ist in den letzten Monaten in fast allen Ländern ein starker Anstieg der Gesamtteuerung zu verzeichnen. So ist beispielsweise die Inflation in den USA auf Jahresbasis um 4% und in Europa um 3% gestiegen. In China, wo der Verbrauch von Energie und Agrarprodukten einen viel höheren Anteil des Güterkorbes einnimmt, machte die Jahresteuering gar einen Sprung von über 8%. Viele Investoren an den internationalen Kapitalmärkten scheinen ob dieser Zahlen überzeugt zu sein, dass wir in den USA und Europa vor einer Stagflation mit stark steigenden Preisen und tiefen Wachstumsraten stehen. Rasch steigende Rohstoffpreise und stark fallende Aktienkurse spiegeln diese Marktmeinung. Ebenso sind auch die Preise für inflationsgeschützte Staatsanleihen, welche die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer spiegeln, in den letzten Monaten stark im Wert gestiegen.

Unser Finanzsystem ist offenbar nur noch zum Preis einer starken Inflationierung zu retten, einem Umfeld, in dem - wie sich ein Marktstrategie einer grossen Investitionsbank kürzlich aus-

drückte - die Anleger nur noch an Gott und Gold zu glauben scheinen.

Goldpreis seit 2005



Quelle: Bloomberg

Das Gespenst der Inflation ist um so ernster zu nehmen, als die amerikanische Notenbankpolitik nicht vor der Haustüre halt macht. Vor allem die zahlreichen, nach wie vor wirtschaftlich boomenden Staaten Asiens und des mittleren Ostens, welche ihre Währung in irgendeiner Weise an den US-Dollar gebunden haben, sehen sich ob den tiefen Zinsen in den USA einer wirksamen Geldpolitik beraubt. So haben einige dieser Staaten zur Stabilisierung der Devisenaustauschverhältnisse ihre Leitzinsen nach unten anpassen müssen, obwohl steigende Inflationsraten eigentlich eine Erhöhung nahegelegt hätten.

Sinkende Vermögenswerte wirken inflationsdämpfend

Zahlreiche Ökonomen gehen daher davon aus, dass die Inflation auf diesem Hintergrund zwangsläufig weiter steigen oder zumindest auf hohem Niveau verharren wird. Dabei sollte zumindest bedacht werden, dass die aktuellen Inflationszahlen weniger die Geldpolitik der Zentralbanken als in erster Linie die stark gestiegenen Erdöl- und Agrarpreise widerspiegeln. Angesichts der riesigen Summen, mit welchen die Notenbanken die Wirtschaft überfluten, darf zudem nicht vergessen werden, dass - wie historische Erfahrungen bestätigen - fallende Häuserpreise und eine sehr restriktive Kreditvergabe auch eine stark inflationsdämpfende Wirkung haben. Hinzu kommt, dass den Haushalten in den USA als Folge des schwachen Wirtschaftswachstums und der steigenden Arbeitslosenzahlen weniger Einkommen zur Verfügung stehen und damit auf der Nachfrageseite der Druck auf die Preise abnimmt. Einiges deutet denn auch darauf hin, dass die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) ihren Höhepunkt in den USA wie auch in Europa bereits überschritten hat (1.8% in Europa, 2.3% in USA). Etwas höhere Teuerungsraten müssen lediglich für die rasch wachsenden Wirtschaften in Asien und dem mittleren Osten erwartet werden, wobei selbst in China die Kerninflation aktuell „nur“ bei 1.8% liegt. Was die mittelfristigen Inflationsaussichten anbelangt, wird zudem einiges davon abhängen, wie schnell die Notenbanken nach einer Stabilisierung des

Banken- und Kreditsystems die geldpolitischen Zügel wieder anziehen und die überschüssige Liquidität aus den Märkten abziehen.

Steigende Goldpreise mit und ohne Inflation

Der Markt scheint demgegenüber aktuell nur die Inflationsrisiken zu sehen, ist doch der Preis des Goldes, das als Anlage zum Schutz gegen Inflation schlechthin gilt, in den letzten Monaten förmlich explodiert. Wie die letzten Tage mit markanten Einbrüchen einzelner Rohstoffpreise gezeigt haben, sind aber auch Anlagen in Edelmetallen, Erdöl und Agrarrohstoffe keine Einbahnstrasse. Vielmehr muss davon ausgegangen werden, dass über Hedge Fonds und strukturierte Produkte in den letzten Jahren viel „spekulatives“ Geld in die Rohstoffmärkte geflossen ist. Entsprechend widerspiegeln die aktuellen Rohstoffpreise zum einen die veränderten globalen Knappheitsverhältnisse aufgrund der stark gestiegenen Nachfrage in Asien und Lateinamerika. Zum andern hat die Entdeckung der Rohstoffe als Anlagevehikel zusätzliche Preiserhöhungen ausgelöst, wobei kurzfristige Ge-

winnmitnahmen markante Preisschwankungen auslösen können. Würde es etwa gelingen, das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Stabilität des internationalen Finanzsystems wieder zu erhöhen und den Dollar zu stabilisieren, käme der Goldpreis wohl deutlich unter Druck.

Dennoch gibt es gute Gründe, auf mittlere und lange Frist von weiter steigenden Preisen für Gold und andere Edelmetalle auszugehen. Die aktuell stark gestiegenen Inflationserwartungen haben sicher eine stützende Wirkung auf den Goldpreis. Ob den wiederholt gemachten Erfahrungen mit instabilen Finanzmärkten, werden Anleger in Zukunft Gold und anderen Rohstoffen unabhängig von ihren Inflationserwartungen rein auch aus Diversifikations- und Sicherheitsgründen weiterhin eine hohe Bedeutung beimessen. Dies gilt insbesondere auch für Anleger aus Asien und dem Mittleren Osten, welche weltweit die höchsten Sparquoten aufweisen und Edelmetallen als Anlage immer schon eine grosse Bedeutung zugemessen haben.

Anlagestrategie: Wann kommt die Wende an den Aktienmärkten?

Wenig erbauliche Konjunkturaussichten

Vieles weist darauf hin, dass sich als Folge der Immobilienkrise in den USA und der eingeschränkten Kreditvergabe der Banken das wirtschaftliche Wachstum in Amerika für einige Zeit deutlich abkühlen wird. Insbesondere Europa, aber auch Asien werden sich der US-Konjunkturschwäche nicht ganz entziehen können, obwohl die aktuellen Indikatoren ausserhalb der USA vorerst ein weiterhin robustes Wachstum signalisieren. Müssen wir ob der eher düsteren Konjunkturaussichten mit weiteren Kursrückschlägen rechnen, nachdem die meisten Aktienmärkte bereits massiv eingebrochen sind und sich einzelne Märkte wie z.B. der chinesische Blue Chip Index (HSCEI Index) seit dem Hoch im letzten Herbst im Wert fast halbiert haben?

Fast-Kollaps von Bear Stearns als Vorbote einer Wende?

Aktienmärkte nehmen in der Regel wirtschaftliche Entwicklungen voraus. Vergleicht man die Kursbewegungen bei Aktien in früheren Konjunkturzyklen, lässt sich beobachten, dass die Aktienkurse meist sehr früh im Zyklus einbrechen, fast immer aber auch mit einem ebensolchen zeitlichen Vorlauf eine Erholung antizipieren. Auffallend häufig wurde in früheren Krisen der Wendepunkt durch einschneidende Ereignisse oder durch den Kollaps einzelner Firmen oder Finanzinstitute ausgelöst. Entsprechend könnte man spekulieren, dass der Beinahe-Kollaps des renommierten Brokerhauses Bear Stearns den Wendepunkt an den internationalen Aktienmärkten darstellen könnte. Hoffnungen auf wieder bessere Zeiten werden durch den Umstand genährt, dass vor allem die US-Notenbank bislang fast alle erdenklichen Massnahmen ergriffen hat, um einen Schmelbrand im Bankensystem im Keime zu ersticken. Nachdem einzelne Banken bezüglich ihrer Refinanzierungen massiv unterstützt wurden, erwartet man nun nach den Rettungsaktionen für die „Wallstreet“ auch Hilfe für die „Mainstreet“ bzw. die betroffenen Hauseigentümer, nicht zuletzt um einen massiven Konjunktüreinbruch zu verhindern.

Ein Blick auf die Bewertung der Aktienmärkte macht zudem deutlich, dass wir mittlerweile auf einem Niveau angekommen sind, das historisch als billig betrachtet werden muss. So beträgt etwa das Kurs-Gewinn-Verhältnis des DAX aufgrund der für 2008 erwarteten Gewinne noch rund 10 (langjähriger Durchschnitt: über 15). Selbst wenn man davon ausgeht, dass einige Firmen ihre Gewinnerwartungen weiter nach unten korrigieren müssen, erhalten die aktuellen

Kurse eine solide Unterstützung durch die tiefen Bewertungen.

Entwicklung DAX und Kurs-Gewinn-Verhältnisse (P/E grüne Linie)



Quelle: Bloomberg

Nicht zu vergessen gilt es auch, dass sich tiefe Zinsen (in den USA sind die Realzinsen mittlerweile negativ) positiv auf die Gewinndynamik von Unternehmen auswirken. In jedem Falle scheinen die tiefen fundamentalen Bewertungen darauf hinzuweisen, dass es zum Verkaufen mittlerweile ohnehin zu spät ist, nachdem der Bärenmarkt an einigen Börsen bereits im achten Monat steht.

Instabilität der Finanzmärkte als Damoklesschwert

Wenn es dennoch nicht geraten erscheint, die Aktienquote aufgrund der tiefen Bewertungen massiv auszubauen, hängt dies schlicht und einfach von der nach wie vor hohen Unsicherheit im Bankensystem ab. Der Fast-Kollaps von Bear Stearns und die enorm hohen Abschreibungen der im Investment-Banking tätigen Institute (bislang über 200 Mia. \$) weisen auf eine hohe Instabilität im Bankensystem hin. Weitere hohe Abschreibungen werden notwendig sein, zumal die Kreditkrise vom Subprime-Segment auch auf andere, volumenmässig weit wichtigere Kreditsegmente übersprungen ist. So ist z.Z. kaum jemand in der Lage, zuverlässige Prognosen über den Ausgang der Kreditkrise zu machen. Die Notenbanker werden in diesem Umfeld weiter gefordert sein, wobei insbesondere das Fed für die getroffenen Massnahmen bislang gute Noten verdient.

Empfehlung Anlagefonds: NPB Finaport Dynamic Fixed Income Fund**Produktbeschreibung**

Die NPB hat zusammen mit der Finaport AG einen neuen Fonds für festverzinsliche Anlagen lanciert, den NPB/Finaport Dynamic Fixed Income Fund. Grundgedanke bei der Lancierung des neuen Fonds war die Möglichkeit, einen Fonds für festverzinsliche Anlagen anbieten zu können, der dank sehr breit gefasster und flexibler Anlagemöglichkeiten in jeglichem Zinsumfeld - vor allem auch bei steigenden Zinsen - eine positive Rendite erwirtschaften kann. Der neue Fonds ist als Fund of Funds konzipiert und verfolgt somit einen Multi-Manager-Ansatz. Nebst traditionellen Obligationenanlagen (der Fonds darf bis zu 20% seines Vermögens in Einzeltitel investieren), die vor allem durch günstige Index-Tracker-Fonds erfolgen, kann auch in alternative Anlagen basierend auf Zinsinstrumenten investiert werden. Dies eröffnet neue und vor allem unkorrelierte Anlagemöglichkeiten. Dazu zählen zum Beispiel Katastrophen-Anleihen, Lebensversicherungen oder auch vermögensbesicherte Anlagen, bekannt unter dem Begriff „Asset Backed Securities“ oder kurz „ABS“. Zusätzlich dürfen bis maximal 20% auch zinsbasierte, strukturierte Produkte eingesetzt werden.

Aufgrund der aktuellen Lage an den Finanzmärkten mit der Subprime-Krise stehen vor allem Asset Backed Securities zur Zeit nicht in der Gunst der Investoren, obwohl es viele,

fundamental absolut gesunde Anlagen gibt. Wir verzichten daher im Moment auf entsprechende Investments im NPB/Finaport Dynamic Fixed Income Fund, bis der Markt entsprechende Wertpapiere wieder rational bewertet. Wir sind jedoch überzeugt, das sich nicht zuletzt in diesem Anlagensegment in naher Zukunft vielversprechende Opportunitäten ergeben werden. Aktuell ist der Fonds ausschliesslich in Fonds mit Schuldnern bester Qualität investiert, ergänzt um zwei Einzel-Obligationen sowie zwei strukturierte Zinsprodukte, welche deutlich unter Pari erworben werden konnten. Im momentanen Umfeld reagieren auch die Zinssätze auf jede Nachricht, was die Volatilität von festverzinslichen Anlagen erhöht. Dank der breiten Diversifikation des NPB/Finaport Dynamic Fixed Income Fonds wird diese jedoch für Investoren in diesem Fonds geglättet.

Eckwerte des Fonds

Lancierung:	7.03.2008
Erstausgabepreis:	EUR 100.-
Liquidität:	täglich
Fondsleitung:	LB(Swiss) AG
Depotbank:	Bank Sarasin AG
Revision:	PriceWaterhouseCoopers AG

Empfehlung strukturiertes Produkt: Gold Pick-up Note**Produktbeschreibung**

In Zeiten erhöhter Unsicherheit stehen Produkte mit Kapitalgarantie im Vordergrund. Zugleich steht Gold in solchen Zeiten ebenfalls vermehrt im Rampenlicht, was sich auch in der Entwicklung des Goldpreises in den letzten Monaten widerspiegelt. Die Gold Pick-up Note kombiniert diese beiden Komponenten vorteilhaft. Grundlage bildet eine Note mit einer Laufzeit von 3 Jahren, die jedes Jahr einen garantierten Coupon von 1% (CHF) bzw. 1.5% (EUR) auszahlt und bei Ablauf zu 100% zurück bezahlt wird. Der Coupon kann jedoch bei einem Goldpreis von über USD 1'000.- bis 6% (CHF) respektive 8% (EUR) betragen. Massgebend ist dabei, dass der Goldpreis jeweils am im voraus definierten Stichtag über USD 1'000.- pro Feinunze liegt. Aufgrund der aktuellen Wirtschaftslage ist von einem weiterhin hohen oder sogar weiter steigenden Goldpreis auszugehen. Die Chance, dass die Couponzahlungen der Gold Pick-up Note über dem Minimalcoupon von 1% (CHF) bzw. 1.5% (EUR) zu liegen kommen, erachten wir daher als sehr gross.

Die Vorteile des Produkts auf einen Blick:

- Relativ kurze Laufzeit von 3 Jahren
- 100% Kapitalgarantie bei Ablauf
- 1% (CHF) resp. 1.5% (EUR) garantierter Coupon pro Jahr
- Maximum 6.0% (CHF) resp. 8% (EUR) Coupon pro Jahr

Eckwerte der Emission

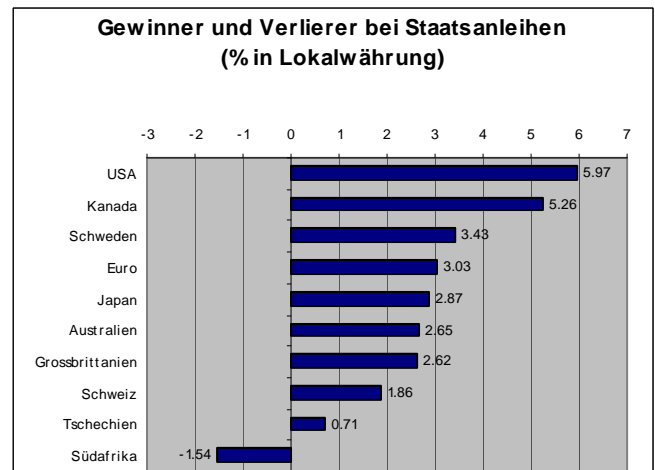
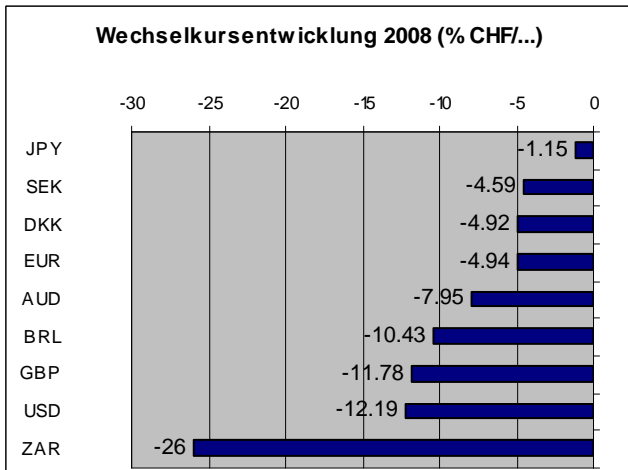
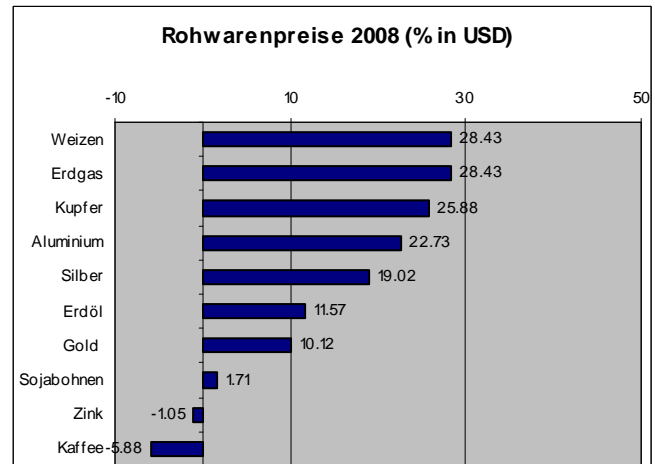
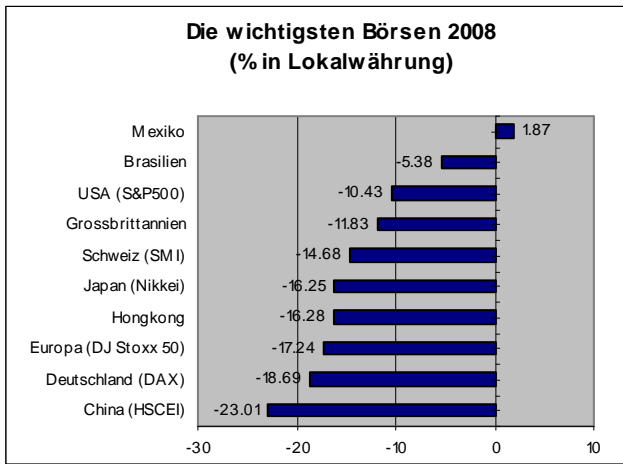
Emittent:	Lehman Brothers
Rating:	A1/A+ (Moody's / S&P)
Währung:	CHF / EUR
Lancierung:	12.03.2008
Anfangsfixierung:	28.03.2008
Schlussfixierung:	28.03.2011
Rückzahlung:	100%
Stichtage:	jährlich am 28.03.
Couponstermine:	jährlich am 11.04.
Minimalcoupon:	1.0% (CHF), 1.5% (EUR)
Maximalcoupon:	6.0% (CHF), 8.0% (EUR)
Maximalcoupon:	Wird fällig, wenn der Goldpreis an den Stichtagen über dem Anfangsniveau (indikativ USD 1'000) liegt.

Sorgfaltspflichtvereinbarung (VSB)

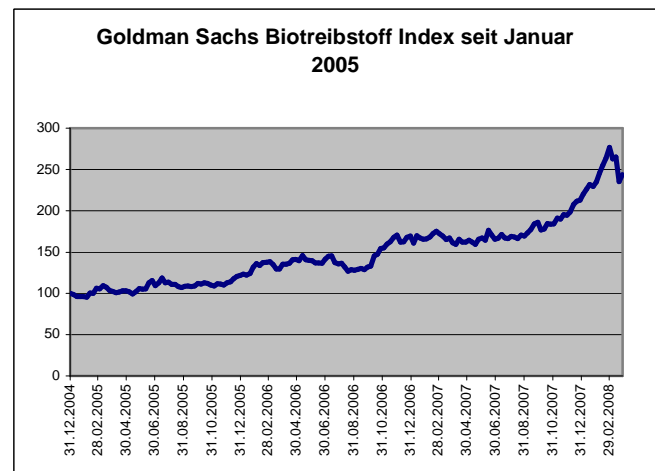
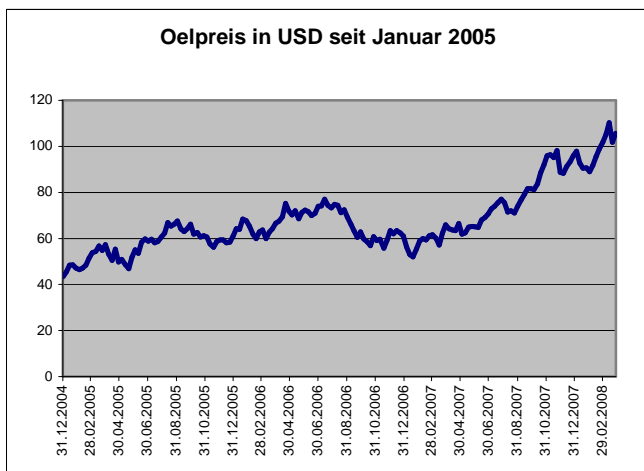
Seit ihrer Entstehung im Jahr 1977 wird die Vereinbarung über die Standesregeln zur Sorgfaltspflicht der Banken (VSB) alle fünf Jahre überarbeitet. Mit der siebten Fassung, der VSB 08, kann die VSB ihr 30-Jahr Jubiläum feiern. Diese tritt zusammen mit der revidierten Geldwäschereiverordnung der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) am 1. Juli 2008 in Kraft. Auch wenn die definitive Fassung der VSB 08 noch aussteht, kann festgestellt werden, dass die Gelegenheit genutzt wurde, in der Praxis bereits Bewährtes zu kodifizieren und damit Klarheit und Rechtssicherheit zu

schaffen. Mit der Einführung einer Bagatellregelung wird erreicht, dass wieder vermehrt der materielle Kerngehalt anstelle von übertriebenem Formalismus in den Vordergrund gerückt wird. Ziel aller Fassungen der VSB war und ist es, dass der Kunde als Vertragspartner vor einer Aufnahme einer Geschäftsbeziehung aufgrund von amtlichen Ausweisen einwandfrei identifiziert wird und im Zweifelsfall auch der wirtschaftlich Berechtigte auf einem speziellen Formular aktenkundig festgehalten wird.

Entwicklung der Märkte im 1. Quartal 2008



Interessante Charts



Quelle: Bloomberg