

Neue Privat Bank

Einer grossen Depression entronnen Realwirtschaft im Krebsgang – Inflation noch lange kein Problem

- Das internationale Finanzsystem ist dank massiven Stützungsmaßnahmen der Staaten und Notenbanken wieder stabiler geworden, wobei die Banken mit Kreditvergaben allerdings nach wie vor stark zurückhalten.
- Die entwickelten Industrieländer befinden sich ohne Zweifel in der grössten Rezession seit der Grossen Depression anfangs der dreissiger Jahre. Der Welthandel ist stark rückläufig und vor allem exportorientierte Staaten leiden an einem massiven Einbruch der Industrieproduktion. Nach dem Ende eines beispiellosen Kredit-Superzyklus, der das weltwirtschaftliche Wachstum angetrieben hat, muss realistischerweise angesichts hoher Schuldenlasten und weiter ansteigender Arbeitslosigkeit mit einer verhaltenen Konjunkturerholung gerechnet werden.
- Wir empfehlen für das kommende Quartal an den bestehenden Aktienpositionen festzuhalten, zumal sich die Gewinnerosion bei vielen Unternehmen verlangsamt und Aktienmärkte eine Konjunkturerholung bekanntlich vorwegnehmen.

Teuer erkaufte Stabilisierung des Finanzsystem

Glücklicherweise haben die massiven Kapitalspritzen und Liquiditätshilfen zur Stützung der systemrelevanten Banken in den letzten Monaten Wirkung gezeigt. Nachdem die für das Funktionieren des Bankensystems lebenswichtige Kreditvergabe von Bank zu Bank im Gefolge des Konkurses von Lehman Brothers fast vollständig zusammenbrach, gibt es nunmehr verlässliche Indikatoren, dass der Interbankenmarkt wieder zu funktionieren beginnt. Das Vertrauen in die meisten grossen Bankinstitute ist wieder zurückgekehrt. Nicht zuletzt dank laxeren Bilanzierungsregeln und einer Verbesserung der Ertragslage im ersten und zweiten Quartal sahen sich zahlreiche amerikanische Grossbanken in der Lage, die staatlichen Unterstützungsgelder wieder zurückzuzahlen. Auch wenn die Welle der Bereinigung vor allem bei US-Hypothekarbanken weitergehen wird, ist in den USA wie in Europa die Zahl der systemrelevanten Problembanken überschaubar geworden. Ihnen gilt denn auch weiterhin das Hauptaugenmerk der Bankaufsichtsbehörden und der Notenbanken, die alles daran setzen, das internationale Finanzsystem in normale Bahnen zu lenken und der restriktiven Kreditvergabe entgegenzuwirken.

Die massiven Rettungsaktionen haben zweifelsohne einen hohen Preis in Form von tiefroten Staatsbilanzen. Während in Deutschland das Budgetdefizit in diesem Jahr auf rund 6% klettern wird, wird es in den USA auf über 10% und in Grossbritannien auf fast 15% ansteigen – ganz zu schweigen von einigen osteuropäischen Staaten, die ohne internationale Hilfsmassnahmen in die Nähe des Staatsbankrotts geraten würden.

Massiver Einbruch des Welthandels und der Exporte

Mittlerweile hat auch die Realwirtschaft die Kehrseite des exzessiven Kreditwachstums der letzten Jahre voll zu spüren bekommen. Während die entwickelten Industriestaaten stark rückläufige Wachstumsraten aufweisen, sind auch in den aufstrebenden Entwicklungsländern deutliche konjunkturelle Bremsspurten auszumachen. So verloren etwa im vielgelobten Wachstumsparadies China in den südlichen Industriegürteln rund 30 Mio. Wanderarbeiter ihre Stelle. Dieses Beispiel zeigt, dass die in Medien und Politik schon fast gebetsmühlenhaft wiederholte Schuldzuweisung, wonach die Finanzwirtschaft die Realwirtschaft ins Verderben gezogen hat, relativiert werden muss. China hat dank weitgehend staatlich kontrolliertem Kreditwesen keine Banken- und Finanzkrise und hat in den letzten Jahren im Zuge einer massiven Verlagerung von Industriearbeitsplätzen aus den USA und Europa in einzelnen Sektoren schlicht zu grosse Kapazitäten geschaffen. Wie die Rangliste der Länder mit dem höchsten Kreditwachstum zeigt, ist die Weltwirtschaft in den letzten Jahren als Folge eines eigentlichen Kredit-Hyperzyklus in einem Tempo gewachsen, das schlicht nicht nachhaltig war (vgl. Tabelle 1). Als Konstante zeigt sich, dass diejenigen Länder mit dem höchsten Kreditwachstum fast ausnahmslos die grössten wirtschaftlichen Probleme haben. Pech ist, dass sich jetzt gewissermassen ein negativer Konjunkturzy-

klus und die Schwächen im internationalen Kreditsystem überlagern. So dürfte der Welthandel in diesem Jahr um rund 12 bis 14% einbrechen, was vor allem die exportorientierten Industriestaaten wie etwa Deutschland und die Schweiz besonders stark zu spüren bekommen. Entsprechend überrascht es wenig, dass die Industrieproduktion in Deutschland auf Jahresbasis um ca. 20% eingebrochen ist.

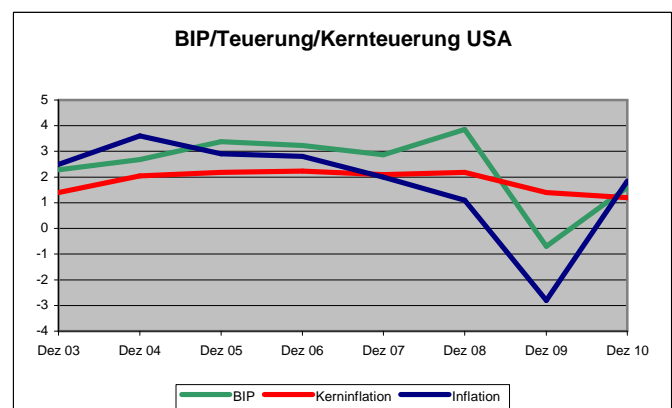
Tabelle 1: Länder mit höchstem Kreditwachstum (2000 – 2007)

Weissrussland	6138 %
Kasachstan	4110 %
Ukraine	3000 %
Rumänien	1900 %
Russland	1730 %
Island	750 %
Vietnam	325 %
Indien	300 %
Irland	277 %
Spanien	256 %
Brasilien	230 %
China	175 %
England	125 %
USA	80 %

Quelle: Turner Graham, 2008

Konjunktur findet langsam Boden

Die schlechte Nachricht ist, dass wir uns unzweifelhaft in der grössten wirtschaftlichen Rezession seit der Grossen Depression zu Beginn der Dreissiger Jahre befinden. Die gute Nachricht geht dahin, dass die Abwärtsspirale einer rückläufigen Wirtschaft mit Investoren und Konsumenten, die ihren Gürtel immer enger schnallen, nicht zuletzt durch die in einzelnen Ländern massiven Konjunkturstützungsprogramme und der Nullzinspolitik der Notenbanken durchbrochen werden konnte. Zwar nehmen die Arbeitslosenzahlen wie immer in der Spätphase eines Abschwunges in den meisten Ländern weiter zu.



Graphik 1, Quelle: Bloomberg (Schätzungen für 2009, 2010)

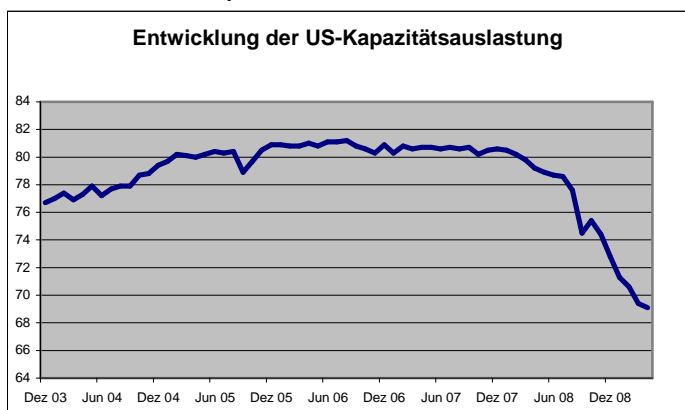
Konjunkturelle Frühindikatoren wie Unternehmer- und Konsumentenvertrauen weisen jedoch in den USA, Japan und etwas abgemindert auch in Europa seit Kurzem wieder steigende Tendenz auf.

Wegen den Altlasten des Kredit-Superzyklus müssen wir uns allerdings auf eine eher verhaltene wirtschaftliche Erholung gefasst machen. In Ländern wie den USA werden die Konsumenten, deren Ausgaben fast 70% des Bruttoinlandproduktes ausmachen, ihre Gürtel enger schnallen und dafür mehr sparen müssen. Nachdem die Amerikaner während rund zwei Jahrzehnten über ihren Verhältnissen gelebt haben, ist die US-Sparquote seit Beginn der Krise von 0% auf etwa 8% gestiegen. Aufgrund der hohen Wertvernichtung des Immobilienbesitzes und des dadurch notwendig gewordenen Entschuldungsprozesses ist nicht damit zu rechnen, dass sich an diesem neuen Trend bald etwas ändern wird. Aber auch in den stärker exportorientierten Ländern Europas darf nicht damit gerechnet werden, dass sich Welthandel und Exporte schon bald wieder auf neue Höchststände schwingen werden. In zahlreichen Industriezweigen wie beispielsweise der Textil- und Automobilindustrie bestehen weltweit hohe Überkapazitäten, die vorerst wieder ausgelastet werden müssen, bevor Neuinvestitionen getätigt werden.

Inflation noch lange kein Thema

Die Notenbanken haben in den letzten Quartalen unter Führung des amerikanischen FED die Geldschleusen in einem noch nie gesehenen Ausmass aufgemacht. Umgekehrt ist die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes massiv eingebrochen. Gleichzeitig haben die schwache Konjunktur und rückläufige Erdöl- und Nahrungsmittelpreise seit dem Höchst im Sommer 2008 in einzelnen Ländern zu negativen Teuerungsraten geführt (vgl. Graphik 1). Angesichts der zurückhaltenden Vergabe von Krediten und dem massiven konjunkturellen Gegenwind überwiegt aktuell die Angst vor deflationären Tendenzen, sodass weiterhin mit einer expansiven Geldpolitik gerechnet werden kann.

Zahlreiche Beobachter und Konjunkturauguren befürchten nun aber, dass insbesondere aufgrund der weltweit massiv angewachsenen Staatsverschuldung über kurz oder lang die Versuchung gross sein könnte, die Schuldenlast durch hohe Inflationsraten zu mildern. Auch wird befürchtet, dass es den Notenbanken nicht gelingen wird, rechtzeitig wieder auf die Bremse zu stehen, wenn die Konjunktur Tritt fasst.



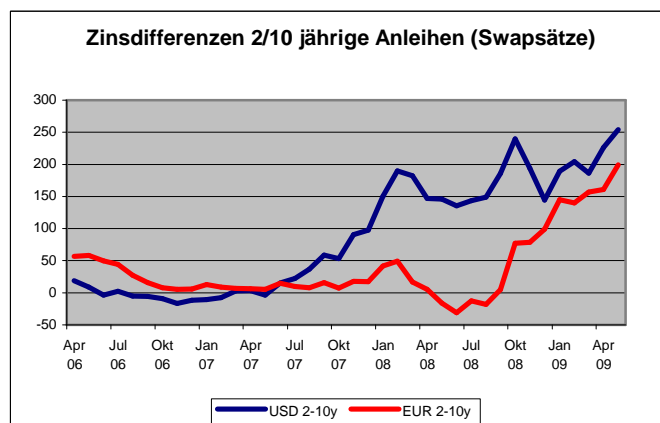
Graphik 2, Quelle: Bloomberg

Es gibt allerdings einige Faktoren, die darauf hinweisen, dass zumindest in den entwickelten Volkswirtschaften nicht so schnell mit einem starken Wiederanstieg der Inflation gerechnet werden muss. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie ist aktuell – wie das Beispiel USA zeigt – weit unter dem langjährigen Mittel (siehe Graphik 2). Entsprechend haben die Produzenten in einem internationalen Wettbewerbsumfeld wenig Macht, ihre Preise und Margen anzuheben. Hinzu kommen die zurückhaltende Konsumnachfrage und die wachsenden Arbeitslosenzahlen, welche kaum exzessive Lohnforderungen zulassen. Wie das

historische Beispiel Japan zeigt, ist es dem Land im Nachgang zum Platzen der Immobilien- und Börsenblase trotz expansiver Geld- und Budgetpolitik während 20 Jahren nicht gelungen, die deflationären Tendenzen zu überwinden und die Wirtschaft wieder auf einen rasanteren Wachstumspfad zu bringen.

Vorsicht bei Staatsanleihen

Insbesondere in den USA sind die Kurse der Staatsanleihen in den letzten Monaten stark unter Druck geraten. Diese Entwicklung hat vor allem zwei Ursachen: Zum einen dürfte die Flucht in sichere Anlagen und die damit verbundene hohe Nachfrage die Renditen vorübergehend auf ein schlicht zu tiefes Niveau gedrückt haben. Da der US-Staat mit den Mammut-Programmen zur Rettung der Banken und Stützung der Konjunktur bislang die Hauptlast zur Verhinderung einer neuen Grossen Depression getragen hat, fragen sich immer mehr Investoren, wie diese Budgetlast langfristig zu finanzieren ist. Umgekehrt haben sich aufgrund der Stabilisierung des Finanzsystems und der ersten konjunkturellen Aufhellungen die Unternehmensanleihen dank sinkender Renditedifferenzen weit besser als Staatsanleihen entwickelt. Entsprechend empfehlen wir wie schon anfangs Jahr an der Übergewichtung der Unternehmensanleihen festzuhalten, wobei insbesondere Obligationen von Firmen mit gesunden Bilanzstrukturen und geringer Konjunktursensitivität der Vorrang zu geben ist. Allgemein haben sich die Zinsdifferenzen zwischen kurzen und langen Anleihen stark ausgeweitet, eine Entwicklung die auch als Vorbote einer wirtschaftlichen Erholung interpretiert werden kann (vgl. Graphik 3).



Graphik 3, Quelle: Bloomberg

Aktienholung mit zeitlichem Vorlauf

Gut beraten war im bisherigen Jahresverlauf, wer seine Aktienpositionen durchgehalten hat, zumal sich viele Märkte seit ihren Tiefstständen im März rasant nach oben entwickelt haben (vgl. Graphiken Seite 4). Im Monat Juni hat an den meisten Aktienmärkten eine Konsolidierung eingesetzt und manch einer mag sich nun fragen, ob angesichts der sehr verhaltenen Konjunkturaussichten die gegenwärtigen Bewertungen nicht etwas viel Optimismus vorausnehmen. Im aktuellen Umfeld ist es durchaus möglich, dass der Kursabschwung noch etwas weiter geht, wobei wir jedoch nicht damit rechnen, wieder in die Nähe der Niveaus von Mitte März zu kommen. Die damaligen Kurse widerspiegeln Ausverkaufspreise, die auf Panikverkäufe und Liquiditätsgänge zurückgingen. Da sich die Gewinnsituation bei vielen Unternehmen mittlerweile stabilisiert hat, kann es sich lohnen, an den bestehenden Aktienpositionen festzuhalten und mit Zeithorizont Jahresende auf eine konjunkturelle Erholung und höhere Kurse zu setzen.

MR/30.6.09

Empfehlung Anlagefonds: NPB Asia (ex. Japan) Aktienfonds**Produktbeschreibung**

Die NPB hat bereits vor gut sechs Jahren einen Aktienfonds für Asien (ohne Japan) lanciert. Im Vorfeld dieser Lancierung wurde dabei ein geeignetes Management mit entsprechender Expertise und vorhandenem Erfolgsausweis, vorzugsweise zudem direkt in Asien ansässig, gesucht. In einem intensiven und strengen Selektionsverfahren überzeugte schliesslich die Pheim Asset Management PTE Ltd. aus Singapur. Folgende Gründe haben zu diesem Entscheid geführt:

- In Singapur ansässig und somit in der gleichen Zeitzone wie die Firmen, in die investiert wird
- Zentrale Lage in Asien ermöglicht Firmenbesuche innert kurzer Zeit ohne lange Reisezeiten
- Präsenz in Asien ermöglicht direkten Einblick in Politik und Wirtschaft und somit frühzeitige Erkennung von Trends
- Anlagephilosophie (Value Ansatz) entspricht dem von der NPB bevorzugten Anlagestil
- Vorhandener Erfolgsausweis/Track Record

Der Fokus des Fonds-Managements liegt vorab auf kleinkapitalisierten Unternehmen in ganz Asien (ohne Japan). Durch eine breite Diversifikation über etliche Länder, Branchen und Firmen hinweg werden Kursschwankungen minimiert. Per Ende Juni ist der Fonds in 70 verschiedene Firmen investiert. Detaillierte Angaben zur aktuellen Positionierung werden jeweils im monatlichen Bericht publiziert. Dieser kann auf dem Internet (www.npb-bank.ch) heruntergeladen oder bei uns angefordert werden.

Performance

Der Fonds hat die folgenden Resultate per 30.06.09 erzielt:

Seit Auflage:	+121.15%
2009:	+ 53.35%

Ausblick

Aktuell steht Asien wieder im Rampenlicht. Die Krise traf die Region zwar auch recht heftig, allerdings sind bereits Zeichen einer Erholung zu sehen. Ein grosser Vorteil liegt darin, dass viele Firmen in Asien einen regen Handel untereinander betreiben. Dies hat den Vorteil, dass die Abhängigkeit von der Wirtschaftstätigkeit in den USA oder Europa, die deutlich stärker unter der aktuellen Krise leiden, nur gering ist. Viel grösseren Einfluss hat für die gesamte asiatische Region das Wirtschaftswachstum in China. Dieses ist zwar ebenfalls rückläufig gewesen, jedoch mit 6% und mehr weiterhin deutlich höher als im Rest der Welt. Die meisten Firmen in Asien profitieren daher immer noch von ansehnlichem Wachstum. Das Interventionsprogramm des chinesischen Staats zur Verbesserung der Infrastruktur sorgt für zusätzliche positive Impulse. Sobald auch die USA und Europa ebenfalls wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren, gibt dies weiteren Schub für Asien, von denen der NPB Asia (ex. Japan) Fonds dank seinen sorgfältig ausgewählten Beteiligungen profitieren können.

Eckwerte des Fonds

Lancierung:	7.01.2003
Erstausgabepreis:	USD 100.-
Aktueller Preis (30.06.09):	USD 221.15
Liquidität:	täglich
Fondsleitung:	NPB (SICAV)
Verwalter:	Pheim Asset Mgmt (Asia) Ltd.
Depotbank:	DZ Bank International AG
Vertreter/Zahlstelle CH:	NPB Neue Privat Bank AG
Revision:	KPMG

MW

Empfehlung strukturiertes Produkt: 7.00% Callable Range Accrual Note**Produktbeschreibung**

Anleger, die aktuell in festverzinsliche Anlagen investieren wollen sehen sich mit sehr bescheidenen Renditen konfrontiert. Die unfreundliche Wirtschaftslage bzw. die ursprüngliche Kreditkrise hat die Notenbanken veranlasst, ihre Zinsen auf rekordtiefe Niveaus zu senken. Aus diesem Grund liegen die Zinsen für alle Anlagen sehr tief und es werden sogar für kurzfristige Anlagen (Festgelder) teilweise überhaupt keine Zinsen mehr bezahlt. Und auch mit Laufzeiten für 5 oder mehr Jahre sind die erzielbaren Renditen aktuell sehr beschränkt (10 Jahre in USD ca. 3.7%). Höhere Zinsen lassen sich mit strukturierten Zinsprodukten erzielen. Die NPB hat sich entschlossen, ein neues Produkt zu lancieren. Damit ein attraktiver Zinscoupon erzielt werden kann, muss eine klare Marktmeinung gefasst und entsprechend umgesetzt werden. Beim hier präsentierten Produkt wurde der USD 3 Monats LIBOR als Basiswert ausgewählt. Solange sich dieser Wert unter 7% bewegt, hat der Investor Anrecht auf einen Zins von 7.00% pro Jahr. Die Berechnung erfolgt auf Tagesbasis, d.h. für jeden Tag, an dem die Bedingung erfüllt ist, wird der Zins aufgerechnet. Somit erhält der Investor immer noch die Chance auf einen hohen Coupon, auch wenn der USD 3 Monats LIBOR kurzzeitig die Schwelle von 7% überschreiten sollte. Der aktuelle Satz des USD 3 Monats LIBOR beträgt rund 0.6%. Die wirtschaftlichen Aussichten in den USA sind noch nicht all zu rosig, weshalb wir nicht von einer deutlichen Erhöhung des USD LIBOR in nächster Zukunft ausgehen. Die Marke von

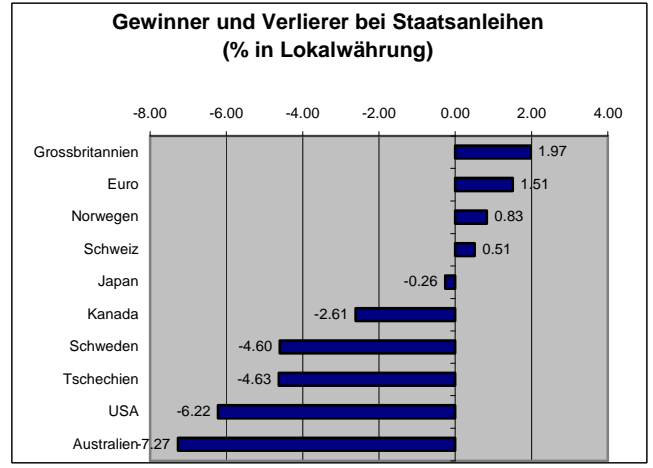
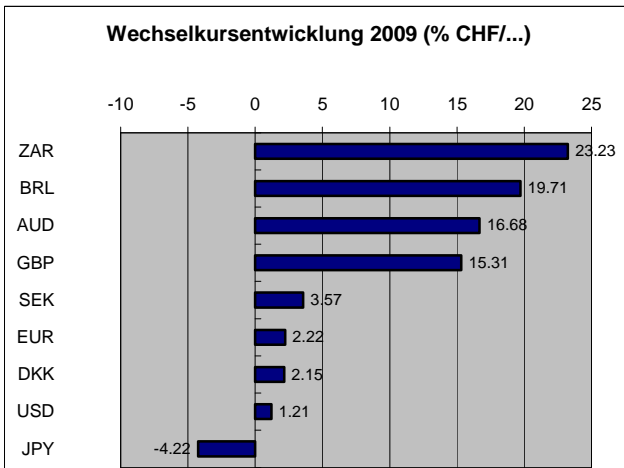
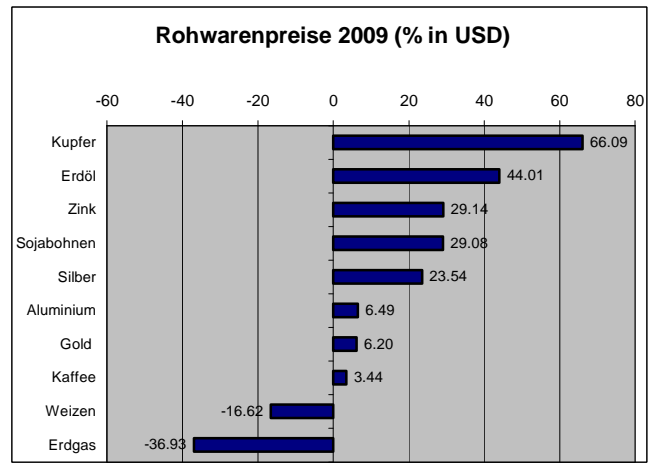
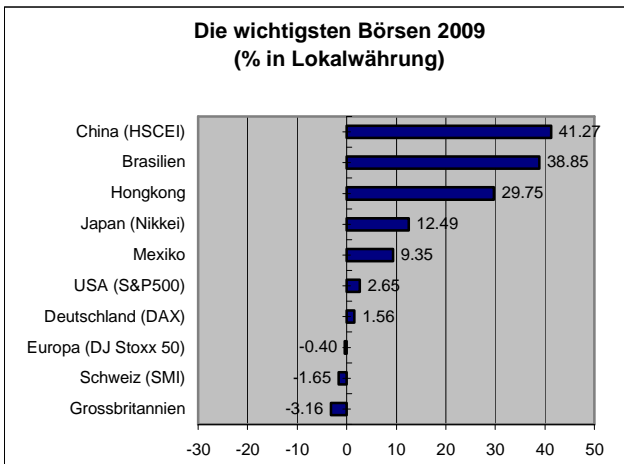
7% wurde letztmals im Januar 1991 erreicht. Aufgrund des momentanen Zinsumfelds und des doch substantiell höheren möglichen Zinscoupon dieses Produkts hat der Emittent das Recht, das Produkt vorzeitig zu kündigen und zu 100% zurück zu zahlen. Eine Kündigung kann dabei quartalsweise, erstmals bereits per 30.09.2009, mit einer Ankündigungsfrist von 5 Arbeitstagen erfolgen.

Eckwerte der Emission

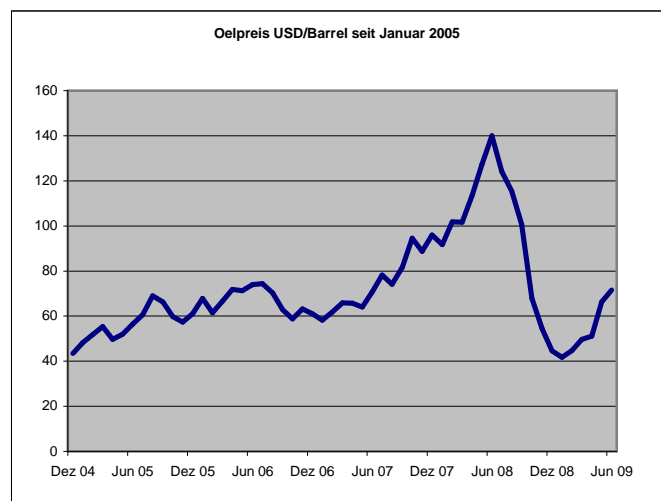
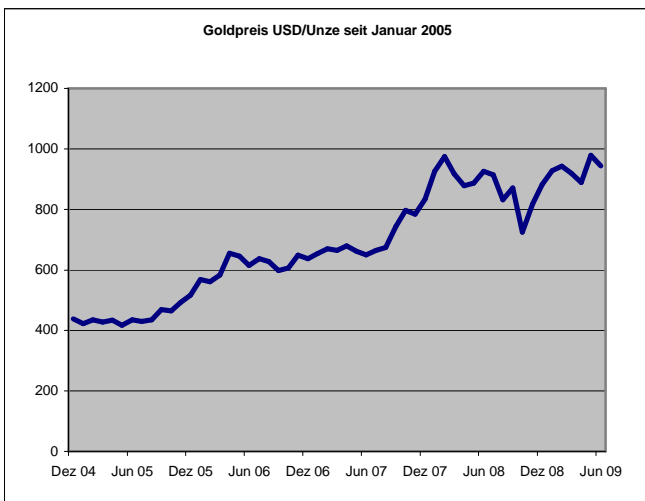
Emittentin:	Internationale Investmentbank
Rating:	Aa3/AA- (Moody's / S&P)
Währung:	USD
Lancierung:	10.07.2009
Ablaufdatum:	10.07.2019
Ausgabepreis:	100%
Rücknahmepreis:	100%
Coupontermine:	vierteljährlich
Coupon:	7.00% pro Jahr, berechnet für jeden Tag, an dem der USD 3 Monats LIBOR unter 7.00% notiert
Kündigung:	Die Emittentin hat das Recht, die Note vierteljährlich mit einer Anzeigefrist von 5 Arbeitstagen zu 100% zurück zu zahlen noch nicht bekannt
Valor/ISIN:	

MW

Entwicklung der Märkte im 1. Halbjahr 2009



Interessante Charts



Quelle: Bloomberg