



Investment Views

1. Quartal 2017

The background of the slide is a photograph of a modern staircase with light-colored stone steps and a dark metal railing. Overlaid on this are several decorative circles in light blue, dark blue, and orange. A large light blue circle is centered on the slide, containing the title and subtitle. Other circles of various sizes are scattered around the slide, including a medium dark blue circle to the right of the center, a small orange circle above it, a medium orange circle to the left, and several small dark blue circles at the top, bottom, and right edges.

Investment Views

1. Quartal 2017

Einleitung

Zahlen sagen nicht immer alles

Liebe Leserin, lieber Leser

Am Ende eines Jahres, kurz bevor wir es abhaken, stellen wir uns immer dieselbe Frage: Wie wird das sich dem Ende neigende Jahr in die Geschichtsbücher eingehen? In der Finanzwelt richtet sich unser Blick sogleich auf die Indexstände der verschiedenen Anlagesegmente.

Im Anlagejahr 2016 stach kaum eine Performancezahl heraus: Viele Marktsegmente haben sich, zumindest im Vergleich zu den Vorjahren, kaum bewegt. Würde man nur auf diese Zahlen achten, könnte man voreilig daraus schliessen, dass es wohl ein langweiliges und unspektakuläres Jahr gewesen ist. Doch Zahlen sagen eben nicht alles. Gleich zu Jahresbeginn führten Konjunkturrängste zu einer Talfahrt an den Börsen, wie wir es mehrere Jahre nicht mehr erlebt hatten. Der Pessimismus der Marktteilnehmer erwies sich jedoch als übertrieben. Die Märkte gingen gestärkt aus dieser Korrektur hervor, die meisten Segmente erholten sich wieder. Geblieben ist eine enorme Widerstandskraft, die im Jahresverlauf mehrmals herausgefordert wurde.

Die Märkte blicken somit voller Zuversicht, sozusagen «tiefenentspannt», auf das Anlagejahr 2017 – eine Einschätzung, die unserer Ansicht nach nicht für jedes Marktsegment gilt. Auf den nächsten Seiten wollen wir deshalb auf die Aussichten und Risiken der einzelnen Anlageklassen für das Jahr 2017 eingehen. Im «Thema des Monats» fassen wir die wichtigsten Aussagen kompakt zusammen.

Das Handelsgeschehen an den Börsen wird immer kurzfristiger; gleichzeitig wird es immer wichtiger, das «grosse Ganze» im Blick zu behalten. Um dieser Entwicklung Rechnung zu tragen, richten wir den Blick der «Investment Views» stärker auf die zentralen, mittelfristigen Entwicklungen. Die «Investment Views» erscheinen deshalb neu im Quartalsrhythmus. Um Sie dennoch weiterhin über die aktuellen Geschehnisse und Anlagechancen zu informieren, setzen wir vermehrt auf neue, elektronische Publikationsgefässe. Ihre Kundenberaterin oder Ihr Kundenberater stellt Ihnen diese Informationen gerne zur Verfügung.

Wir wünschen Ihnen einen guten Start und viel Erfolg im neuen Jahr!



Bernd Hartmann
Leiter Group Investment Research



Aktuelle Markteinschätzung

Folgende Tabelle fasst die Einschätzung der VP Bank aller Anlageklassen unseres Anlageuniversums zusammen. Die Trendpfeile widerspiegeln die Erwartungen unserer Anlagestrategen und beziehen sich auf die kommenden drei bis sechs Monate.

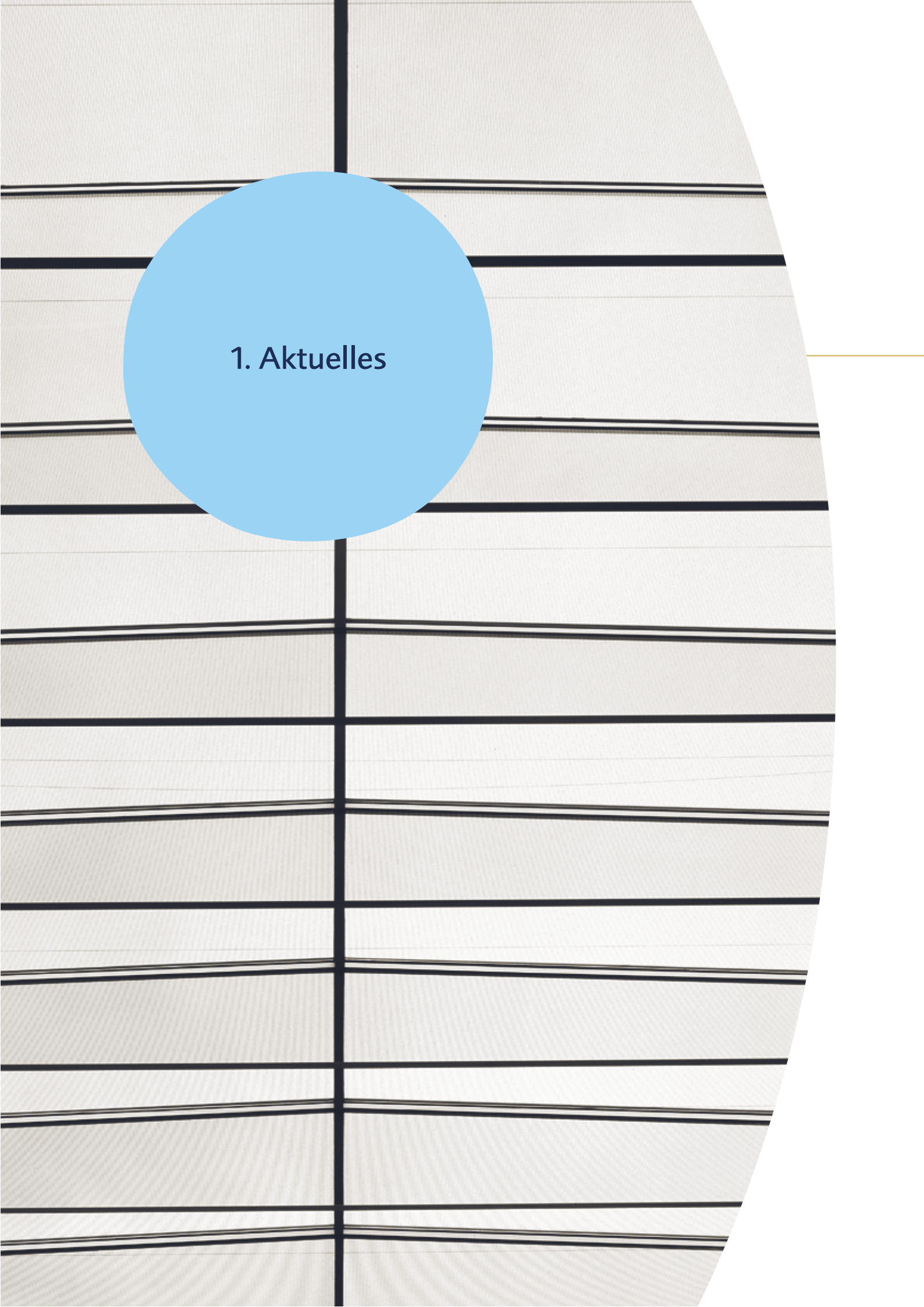
Geldmarkt und Währungen (von Seite 10 bis 13)				
Währungen	Kurs per 20.12.2016	November 2016	Januar 2017	
EUR/USD	1.036	↘	↘	
EUR/CHF	1.069	→	↘	Neu
USD/CHF	1.032	↗	→	Neu
GBP/CHF	1.272	→	→	
USD/JPY	118.10	↗	↗	
AUD/USD	0.723	→	→	
USD/SGD	1.447	↗	↗	
USD/RUB	61.684	→	→	
Leitzinsen				
Schweiz	-0.75 %	→	→	
Europa EWU)	0.00 %	→	→	
USA	0.75 %	↗	↗	

Anleihen/Renditeentwicklung (von Seite 14 bis 17)			
Invest. Grade Staatsanleihen			
Schweiz	→	→	
Europa	→	→	
USA	↗	→	Neu
Invest. Grade Unternehmensanleihen			
Schweiz	→	→	
Europa	→	→	
USA	↗	→	Neu

Anleihen/Total Return (von Seite 14 bis 17)			
Hochverzinsliche Anleihen	November 2016	Januar 2017	
High Yield	→	↘	Neu
Anleihen Schwellenländer			
Hartwährungsanleihen	↗	→	Neu
Lokawährungsanleihen	→	→	

Aktien (von Seite 18 bis 21)		
Schweiz	→	→
Europa	→	→
Nordamerika	→	→
Pazifik	→	→
Schwellenländer	↗	→ Neu

Alternative Anlagen (von Seite 22 bis 25)		
Rohstoffe	→	→
Rohöl	→	→
Gold	↗	→ Neu
Immobilienaktien	→	→
Private Equity	→	→
Wandelanleihen	→	→
Hedge Fonds	→	→

The background of the slide features a photograph of a modern building facade with prominent horizontal lines. A solid blue circle is positioned in the upper left quadrant, containing the text '1. Aktuelles'.

1. Aktuelles



Thema des Monats | Bernd Hartmann

Ausblick 2017: Selektivität zählt

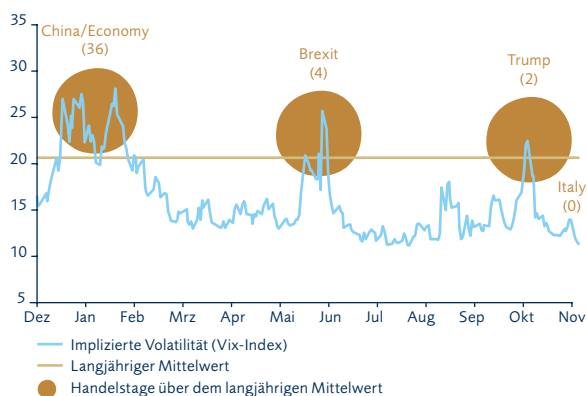
Auch wenn das Anlagejahr 2016 schliesslich ganz versöhnlich endete, war es doch auch ein äusserst ereignisreiches und teilweise auch turbulentes Jahr. In Erinnerung dürften uns dabei vor allem die überraschenden politischen Entscheide in Grossbritannien (Brexit) und den USA (Wahl von Donald Trump) bleiben. Noch erstaunlicher war jedoch die zunehmende Gelassenheit, mit der der Markt diese Überraschungen aufgenommen hat. Denn die Börsen bevorzugen die Kontinuität und das Berechenbare. Neuerungen und Ungewissheiten wird hingegen mit einer gewissen Skepsis begegnet. Anstatt sich, wie während des Wahlkampfes, auf die negativen Befürchtungen zu fokussieren, richtet sich der Blick derzeit primär auf die Chancen und Impulse, die von der Politik des neuen US-Präsidenten ausgehen sollten.

Vom Rücken- zum Gegenwind

Umso interessanter ist daher die Entwicklung des sogenannten «Angstbarometers» der Börsianer, des Volatilitätsindex Vix. Noch zu Jahresbeginn 2016, als Konjunktüängste, ausgehend von China, die Märkte auf Talfahrt schickten, notierte der Indikator ganze 36 Handelstage über seinem langjährigen Mittelwert. Im Zuge des Brexit-Votums hingegen waren es dann nunmehr vier Handelstage. Als im November dann Trump – für die Märkte ebenfalls unerwartet – gewählt wurde, waren es sogar nur noch zwei Handelstage. Nach dem deutlichen Nein zum italienischen Senatsreferendum im Dezember bewegte sich das Angstbarometer schliesslich gar nicht mehr. Diese Entwicklung stellte die Grundlage dafür dar, dass sich die Märkte im Jahresverlauf von der anfänglichen Korrektur erholen konnten. Doch was uns im abgelaufenen Jahr geholfen hat, könnte nun vom Rücken- zum Gegenwind umschlagen. Denn aus der Vergangenheit wissen wir, dass das Angstbarometer die Eigenschaft hat, immer wieder zu seinem langjährigen Durchschnitt zurückzukehren. Dies bedeutet, dass es wahrscheinlicher ist, dass auf Zeiten grosser Verunsicherung eine Periode der Entspannung folgt, als dass die Unsicherheit noch weiter ansteigt.

Im Umkehrschluss gilt aber auch, dass eine zu entspannte Haltung der Investoren negative Überraschungen bereithalten kann. Allein schon das Enttäuschen von Erwartungen kann möglicherweise zu einem bösen Erwachen führen. Insofern kann die aktuell ausgeprägte Gelassenheit auch täuschen, und es ist wieder mit zumindest zeitweisen Perioden erhöhter Volatilität in Form von Zwischenkorrekturen zu rechnen.

Entwicklung des Angstbarometers



Die Luft wird dünner am Anleihenmarkt

Für diese These spricht auch der Umstand, dass beispielsweise der Kreditzyklus bereits weit fortgeschritten ist – zumal sich hier auch widersprüchliche Entwicklungen zeigen. So nimmt etwa in den USA die Verschuldung der Unternehmen sukzessive zu. Dies alleine ist nicht negativ, doch die Unternehmen finanzieren damit nicht primär ihre Investitionen in neue Kapazitäten. Die Mittel werden stattdessen zunehmend für die Finanzierung von aktionärsfreundlichen Massnahmen (wie Dividenden oder Aktienrückkäufe) verwendet. Da die Ausgaben hierfür zuletzt über den operativ erzielten Gewinnen lagen, ist dies ein klares Indiz für die gestiegenen Bilanzrisiken. Es ist wohl dem Anlagenotstand und der expansiven Geldpolitik geschuldet, dass der latente Anstieg der Risiken nicht zu

einer Ausweitung der Kreditaufschläge geführt hat. Für den Anleger bedeutet das, dass eine Investition in Unternehmensanleihen mehr Risiken birgt und zudem schlechter (anstatt besser) entschädigt wird. Daher raten wir im Kreditsegment, besonders bei tiefen Bonitäten, zur Zurückhaltung und empfehlen, den Fokus auf attraktivere Anlageformen zu richten. Mehr dazu lesen Sie in unserem Anleihenbeitrag.

Bewegung im Zinsmarkt

Nachdem die Anleihenrenditen jahrelang nur eine Richtung kannten, gaben sie in den vergangenen Monaten ein kräftiges Lebenszeichen von sich. Dementsprechend dauerte es nicht lange, bis einige Marktbeobachter (wieder einmal) die grosse Zinswende ausgerufen hatten. Auch wir argumentieren bereits seit Längerem, dass die Inflationserwartungen, welche einen festen Bestandteil des Renditeniveaus darstellen, zu tief sind. Der Renditeanstieg beruht nun auf einer Neubewertung der Inflationserwartungen und ist daher aus unserer Sicht gerechtfertigt und nachhaltig. Dennoch sind wir zurückhaltend, was einen weiteren starken Anstieg der Renditen anbelangt. Wir erachten es als wahrscheinlicher und nachhaltiger, wenn zuerst eine Konsolidierung nahe den gegenwärtigen Niveaus erfolgt, bevor dann im Jahresverlauf ein weiterer, jedoch eher moderater Anstieg erfolgt. Wir erwarten dabei aber kein «Ausbrechen» der Renditen, denn viele bremsende Kräfte sind nach wie vor intakt. Dazu zählen zum Beispiel der Sparüberhang gegenüber den Investitionen, die demografische Entwicklung sowie die anhaltend hohe Nachfrage nach sicheren Anleihen, ausgelöst durch die neuen Regulierungen der Banken (Basel III) und Versicherungen (Solvency II).

Aktienmarkt erhält neuen Elan

Im Vergleich zu früheren Zyklen ist auch der Aktienbullenmarkt weit fortgeschritten. Es gab in der US-Börsengeschichte nur eine Periode mit länger ansteigenden Kursen bzw. zwei Phasen mit stärkeren Zugewinnen. Dennoch

attestieren wir dem Aktienmarkt noch weiteres Potenzial. Hierfür ist es jedoch wichtig, dass die Unternehmensgewinne zum Wachstum zurückkehren. Genau dies stellte nämlich bis zuletzt die Achillesferse des Markts dar. Die globalen Unternehmensgewinne weisen für das abgelaufene Jahr 2016 gerade einmal ein Wachstum von 1 % auf. Unter Berücksichtigung der Teuerungsrate bedeutet dies real sogar einen leichten Rückgang.

Doch nun, dank der Verbesserungen in mehreren Sektoren, halten wir eine Rückkehr zu Wachstumsraten im mittleren bis höheren einstelligen Bereich für realistisch. Den gegenwärtigen Optimismus der Einzeltitelanalysten hingegen teilen wir nicht; diese erwarten sogar Steigerungsraten im zweistelligen Bereich.

Innerhalb der Aktienquote erachten wir es – auch aufgrund der fortgeschrittenen Marktphase – für wichtig, in die richtigen Segmente zu investieren. Dies bedeutet, dass wir durch eine selektive und gezielte Auswahl von Sektoren und Themen ein besseres Chance-Risiko-Verhältnis ausmachen als bei einem breiten Indexinvestment. Welche Opportunitäten wir gegenwärtig als interessant erachten, führen wir im Aktienbeitrag auf Seite 20 aus.

Fazit

Sowohl der Kreditzyklus als auch der Aktienbullenmarkt sind weit fortgeschritten. Während die Risiken im Unternehmensanleihensegment angestiegen sind und die Anleger gerade bei schlechter Qualität nicht mehr adäquat entschädigt werden, hat sich die Situation am Aktienmarkt verbessert. Mit der Rückkehr zum Gewinnwachstum wird die Hausse breiter unterstützt, was wir angesichts der bereits lang andauernden Aufwärtsphase auch als notwendig erachten. Grundsätzlich gilt jedoch, dass die Ertragsaussichten aufgrund der angestiegenen Bewertungsniveaus geschmälert werden. Um dennoch attraktive Investmentmöglichkeiten auszumachen, empfehlen wir, bei der Wahl von Anlagen selektiv vorzugehen.



Wirtschaftlicher Ausblick | Dr. Thomas Gitzel

Der flache Zinsball der Notenbanker

War was? Mit Blick auf die Finanzmärkte reibt man sich verwundert die Augen. Weder der Brexit-Entscheidung noch der Wahlsieg von Donald Trump noch das Nein zum italienischen Verfassungsreferendum konnten den Finanzmärkten im Jahr 2016 grösseren Schaden zufügen. Alle drei Ereignisse haben jedoch eines gemeinsam: Die Folgen sind erst im Jahr 2017 vollständig absehbar.

Eurozone: Politische Grossereignisse setzen sich fort

Auch das Jahr 2017 wird für die EU zu einem entscheidenden werden. Noch hat das britische Votum zum Ausstieg aus der EU lediglich theoretischen Charakter. Die Premierministerin des Vereinigten Königreichs, Theresa May, hat das Ausstiegsverfahren nach Artikel 50 des EU-Vertrags bislang nicht eröffnet. Dies soll sich bald ändern. Bis März 2017 will die Regierungschefin in Brüssel mit dem offiziellen Antrag auf einen EU-Austritt vorstellig werden. Im Zuge der dann beginnenden Verhandlungen werden die praktischen und wirtschaftlichen Folgen dies- und jenseits des Ärmelkanals erst sichtbar werden. Aus grauer Theorie wird dann langsam Realität. Im März 2017 stehen auch die Parlamentswahlen in den Niederlanden auf der Agenda. Geert Wilders mit seiner rechtspopulistischen «Partei für die Freiheit» wird Umfragen zufolge die meisten Wählerstimmen auf sich vereinigen können. Wilders möchte ähnlich dem Brexit-Votum ein Nexit-Referendum (Nexit: Kofferwort aus «Netherlands» und «Exit») durchführen. Zwar hat eine Volksbefragung laut niederländischer Verfassung keine rechtlich bindende Wirkung, doch das politische Signal wäre bei einem Anti-EU-Entscheid verheerend. Wichtigstes politisches Ereignis im Jahr 2017 ist aber die französische Präsidentschaftswahl Ende April. Stimmungstests lassen auf eine Stichwahl zwischen der Rechtspopulistin Marine Le Pen und dem konservativen Kandidaten François Fillon am 7. Mai schliessen. Vermutlich muss sich Le Pen dann geschlagen geben. Bei der Bundestagswahl in Deutschland im Herbst dürfte die rechtspopulistische Partei AfD wohl drittstärkste Kraft werden. Allerdings kann eine Regierungsbeteiligung der AfD mit hoher Wahrschein-

lichkeit ausgeschlossen werden. Frankreich und Deutschland sind die zwei zentralen Säulen der EU. Kommt eines der beiden Länder vom politischen Pfad ab, droht das Scheitern des Staatenbündnisses. Es wird also erneut spannend werden, zumal sich auch die italienische Übergangsregierung erst noch beweisen muss. Gerade in Anbetracht der politischen Hürden ist keine allzu grosse wirtschaftliche Euphorie für die Eurozone angesagt: Die Wachstumsrate wird sich im kommenden Jahr vermutlich von 1.6 auf 1.3 % abschwächen.

USA: Überraschungspaket Trump

Donald Trump wurde an den Finanzmärkten mit Vorschusslorbeeren überschüttet. Die Börsen freuen sich auf mehr Staatsausgaben, und an den Zinsmärkten rechnet man mit einer Rückkehr der Inflation. Bislang handelt es sich aber um ein Wunschdenken. Die Trump'sche Politik muss sich erst noch beweisen. Auch wir rechnen mit wachsenden US-Staatsausgaben, doch ob die hohen Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer erfüllt werden können, bleibt offen. Enttäuschungspotenzial ist jedenfalls vorhanden.

Fazit

Konjunkturelle Euphorie ist mit Blick auf die kommenden 365 Tage nicht angebracht. Zwar dürfte das US-Wachstum im künftigen Jahr etwas stärker ausfallen, und auch die ölexportierenden Schwellenländer haben wohl das Schlimmste hinter sich, doch vor allem auf dem europäischen Kontinent gibt es eine Reihe von politischen Tretminen. Auch wenn die Inflationsraten wieder etwas höheren Gefilden entgegenstreben werden, können die grossen Notenbanken keinen allzu restriktiven Kurs fahren. Die US-Notenbank wird ihre Zinserhöhungen vorsichtig fortsetzen. Die Europäische Zentralbank (EZB) wird gezwungen sein, vorerst ihre schützende geldpolitische Hand über den Währungsraum zu halten.

Kompakt

- Die Finanzmärkte steckten die Wahlscheidungen des Jahres 2016 bislang recht locker weg.
- Die Folgen des Brexit, des Wahlsiegs von Donald Trump und des Scheiterns des italienischen Verfassungsreferendums werden erst im Jahr 2017 sichtbar werden.
- Politische Risiken bleiben auch im Jahr 2017 bestehen.

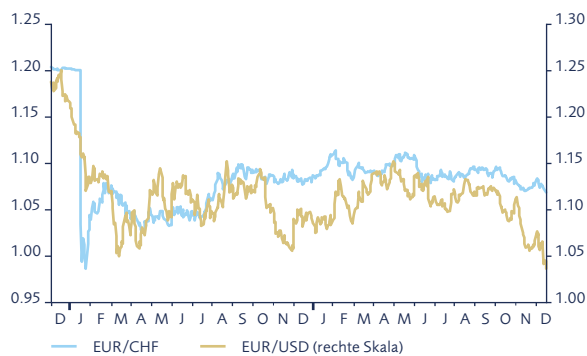
The background of the slide is a close-up photograph of a wood grain, showing diagonal lines and natural textures in shades of brown and grey. A solid gold circle is positioned in the upper left quadrant, containing the text. A gold triangular shape is also visible in the top right corner.

2. Anlageklassen Geldmarkt und Währungen

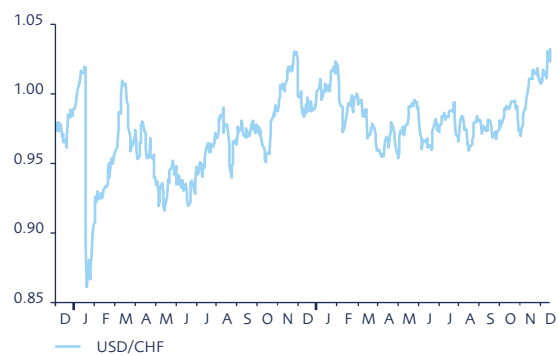
Geldmarkt und Währungen

Märkte im Überblick

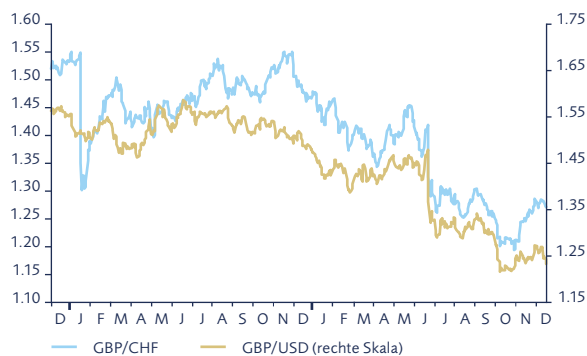
EUR/CHF und EUR/USD: Kursentwicklung seit Dezember 2014



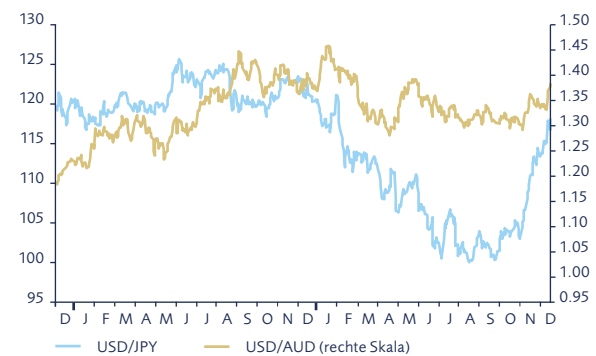
USD/CHF: Kursentwicklung seit Dezember 2014



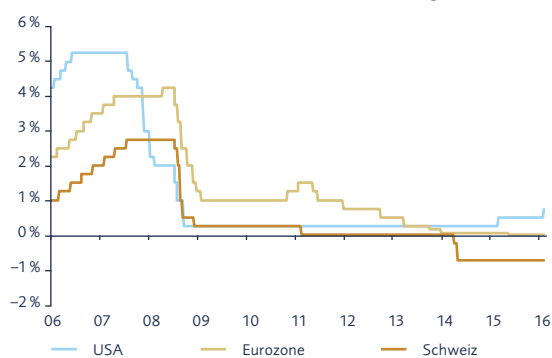
GBP/CHF und GBP/USD: Kursentwicklung seit Dezember 2014



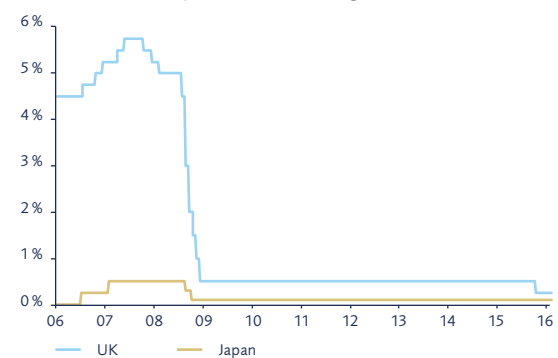
USD/JPY und USD/AUD: Kursentwicklung seit Dezember 2014



Leitzinsen Schweiz, Eurozone, USA: Zinsentwicklung seit Januar 2006



Leitzinsen UK und Japan: Zinsentwicklung seit Januar 2006



Markteinschätzung

Und täglich grüsst die Fed

Die US-Filmkomödie «Und täglich grüsst das Murmeltier» ist fast schon eine Blaupause für die US-Notenbank (Fed). Im Film sitzt der Protagonist in einer Zeitschleife fest und erlebt immer wieder ein und denselben Tag. Auch an den Finanzmärkten rätselt man nahezu täglich über den weiteren Kurs der Fed. Die immer wiederkehrende Frage ist: Wie oft wird die Fed den Leitzins anheben? Und ebenso wiederkehrend sind die weit auseinanderliegenden Meinungen. Die impliziten Markterwartungen, abgeleitet aus den Terminkontrakten der US-Geldmarktsätze, sehen zwei Zinserhöhungen im Jahr 2017 vor. Die von der Nachrichtenagentur Bloomberg befragten Volkswirte prognostizieren im Durchschnitt ebenfalls zwei Zinsschritte um jeweils 25 Basispunkte. Die Spanne reicht dabei aber von keiner weiteren Aktion der Fed bis hin zu vier Straffungen im Zeitraum von Januar bis Dezember 2017. Auch die Fed-Offiziellen selbst geben in regelmässigen Abständen ihre Einschätzungen ab. Die Währungshüter rechnen im Schnitt mit drei Schritten. Der Anleger bekommt also mit Blick auf die an den Finanzmärkten gehandelten Zinsmeinungen keine klare Antwort. Wir wollen uns deshalb an den besser zu prognostizierenden Grössen orientieren und daraus dann Schlussfolgerungen für die Geldpolitik der Fed ziehen.

Die Inflationsraten steigen in den kommenden Monaten weiter an. Hierbei ist keine allzu grosse Prognosekunst erforderlich, denn alleine aufgrund der höheren Ölpreise lässt sich eine relativ treffsichere Vorhersage ableiten. Die US-Inflationsraten werden demnach im ersten Quartal 2017 in Richtung der Marke von 3 % tendieren. Die Zielmarke der Fed von 2 % wird also sogar deutlich übertroffen. Aktuelle Konjunkturfrühindikatoren zufolge ist auch auf Sicht der kommenden zwei Quartale mit einer etwas höheren Wachstumsgeschwindigkeit zu rechnen. Darüber hinaus gilt: Eine Vielzahl von Indikatoren lassen auf höhere Arbeitnehmerentgelte in den bevorstehenden Monaten schliessen. Letzteres wird von den US-Währungshütern

in Washington mit Argusaugen verfolgt. Kurzum: Höhere Teuerungsraten, steigende Löhne und eine solide Wirtschaftsentwicklung zwingen geradezu zu einer geldpolitischen Straffung. Aus diesem Grund erachten wir drei Zinsschritte im Jahr 2017 als realistisch. Der interessierte Kapitalmarktteilnehmer könnte nun kritisch anmerken, dass Janet Yellen und ihre Notenbankkollegen in den vergangenen 365 Tagen übervorsichtig gewesen seien und eine etwas raschere Gangart bei der Geldpolitik einem Paradigmenwechsel gleichkäme. Tatsächlich steht man in Washington auf der behutsamen Seite. Doch im vergangenen Jahr blieb die Inflationsrate im Durchschnitt deutlich unter der von der Fed anvisierten Marke von 2 %, und auch die Lohnentwicklung blieb bis zum Herbst hinter den Erwartungen zurück. Nicht zu vergessen ist auch, dass sich das US-Wachstum im ersten und zweiten Quartal sehr schwach entwickelte. Unter diesem Blickwinkel erweist sich die Zinserhöhung im Dezember 2015 vielmehr als Fehler. Die Zeit für moderat steigende Leitzinsen ist letztlich erst jetzt richtig reif. Daher ist es plausibel, davon auszugehen, dass die US-Notenbanker nun im eigentlichen Zinserhöhungsmodus angekommen sind. Sind die Zinsen einmal erhöht, lässt die Fed üblicherweise mehrere Schritte folgen – ohne allzu langes Pausieren dazwischen. Im Straffungszyklus vom Jahr 2004 bis 2006 erhöhte der damalige Notenbankpräsident Alan Greenspan beispielsweise von Sitzung zu Sitzung den Schlüsselzins.

Implikationen für den Wechselkurs EUR/USD

Die Europäische Zentralbank (EZB) hält derweil an ihrer expansiven Geldpolitik fest. Damit blicken wir auch im Jahr 2017 auf eine äusserst divergente Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks. Die an den Terminmärkten gehandelte Zinsdifferenz zwischen der Eurozone und den USA, die eine gute prognostische Grösse für die künftigen Devisenpreise ist, spricht für Notierungen beim Währungspaar EUR/USD nahe an der Parität. Darüber hinaus stehen eine Reihe von schwergewichtigen Wahlen in der Eurozone

auf der Agenda, was das Vertrauen in die Eurozone weiter belasten könnte. Wir rechnen deshalb auf Sicht der kommenden Monate mit festeren Notierungen um die Parität.

EUR/CHF: Aufwertungsdruck hält an

Der CHF kam in den vergangenen Wochen unter vermehrten Aufwertungsdruck. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hatte über lange Zeit die Marke von 1.08 gegenüber dem EUR verteidigt, nun lassen die eidgenössischen Währungshüter tiefere Niveaus zu. Die SNB hat über lange Zeit erfolgreich auf ihrer inoffiziellen Wechselkursuntergrenze von 1.08 bestanden, jüngst kam es aber nun zu Notierungen nahe 1.07 bzw. sogar unter 1.07. Die wöchentlichen Sichteinlagen der Geschäftsbanken bei der SNB gelten als Indikator für Devisenmarkt eingriffe. Letztere sind seit Anfang September bis Mitte November 2016 nur minimal gestiegen. Erst jüngst kam es wieder zu vermehrten Markteingriffen der eidgenössischen Währungshüter. Mittlerweile scheinen also die Zentralbanker nicht mehr «um jeden Preis» zu intervenieren.

Die SNB sieht sich in einer schwierigen Situation. Einerseits schadet sie aufgrund der fortlaufenden Interventionen und der daraus anwachsenden Überschussliquidität dem eidgenössischen Bankensektor, andererseits möchte sie aber dem heimischen produzierenden Gewerbe einen zu starken Verlust an Wettbewerbsfähigkeit nicht aufbürden. In den vergangenen Monaten haben sich nun aber zumindest aus makroökonomischer Sicht Lichtblicke aufgetan: Der eidgenössische Unternehmenssektor scheint mit der Stärke des CHF mittlerweile einigermaßen zurechtzukommen. Darüber hinaus laufen die preisdämpfenden Effekte der CHF-Aufwertung und der Ölpreise aus. Selbst wenn nun der CHF gegenüber dem EUR bis auf 1.06 aufwertet und die Ölpreise auf ihren gegenwärtigen Niveaus verharren, wird die Inflationsrate im ersten Halbjahr in den positiven Bereich wechseln. Da also die gesamtwirtschaftlichen Bremseffekte einer CHF-Aufwertung geringer werden, könnte das Kalkül der SNB darin bestehen, in den kommenden Wochen einen etwas stärkeren CHF zu tolerieren.

Das aktuelle Verhalten des Wechselkurses EUR/CHF lässt darauf schliessen, dass die eidgenössischen Währungshüter die Marke von 1.07 verteidigen.

Sollte aufgrund der Parlamentswahlen in den Niederlanden bzw. der Präsidentschaftswahl in Frankreich der Aufwertungsdruck auf den CHF hoch bleiben, kann selbst ein Unterschreiten der Marke von 1.07 nicht ausgeschlossen werden.

Fazit

Im kommenden Jahr werden die Politik und die Notenbanken erneut die erste Geige im Währungskonzert spielen. Dabei muss der EUR gegenüber dem USD möglicherweise nochmals Federn lassen. Auch der CHF wird dabei seine starke Position behaupten können. Die SNB muss wohl etwas tiefere Notierungen beim Währungspaar EUR/CHF tolerieren.

Kompakt

- Die Fed wird im kommenden Jahr weitere Zinserhöhungen lancieren. Damit bleibt die Zentralbankpolitik dies- und jenseits des Atlantiks sehr divergent.
- Folglich dürfte der USD zu weiteren Aufwertungen tendieren.
- Der CHF steht unter verstärktem Aufwertungsdruck. Die SNB hält sich zurück und toleriert eine etwas stärkere Währung.

Leitzinsen

Januar 2017

Schweiz
Europa (EWU)
USA

→
→
↗

Bandbreite für unsere Zinsprognose auf drei bis sechs Monate

↑ > +50 Basispunkte ↗ +25 Basispunkte
 ↓ -25 Basispunkte ↓ < -50 Basispunkte
 → keine Veränderung

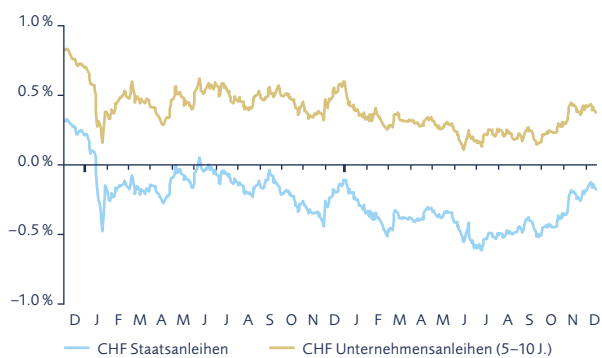
The background of the slide features a close-up, slightly blurred photograph of several dark wooden chair legs. These legs are arranged in a perspective that leads towards the top right of the frame. A large, solid dark blue circle is positioned on the left side of the image, partially overlapping the chair legs. Inside this circle, the text '2. Anlageklassen' is written in a gold-colored sans-serif font, and 'Anleihen' is written below it in a white sans-serif font. In the top right corner of the slide, there is a solid gold-colored triangular shape that points towards the center.

2. Anlageklassen Anleihen

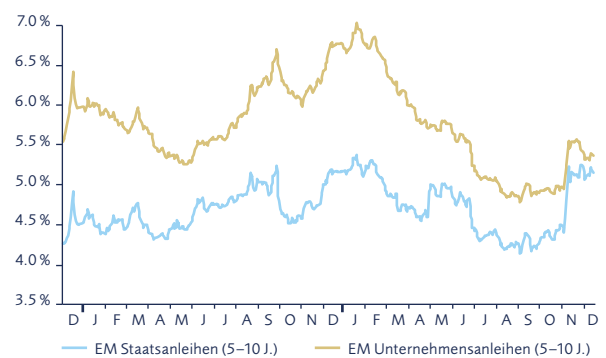
Anlageklasse Anleihen

Renditen im Überblick

Schweiz: Renditeentwicklung seit Dezember 2014



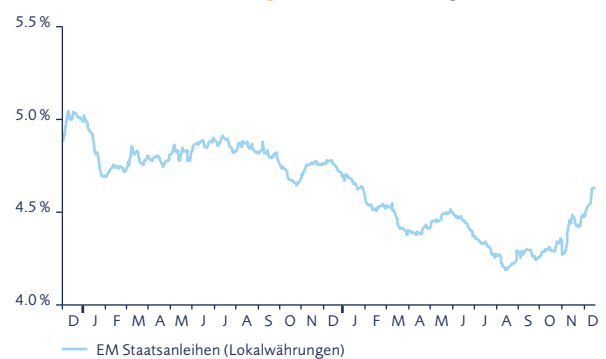
Schwellenländer (Hartwährung): Renditeentwicklung seit Dezember 2014



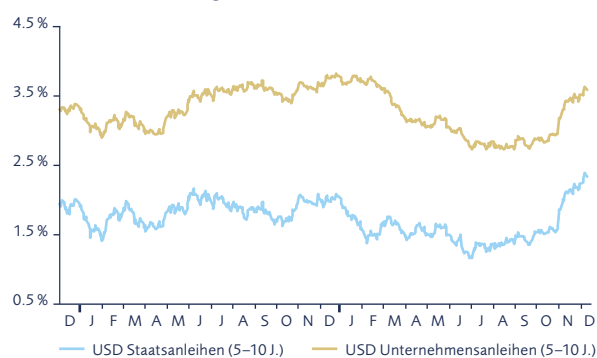
Europa: Renditeentwicklung seit Dezember 2014



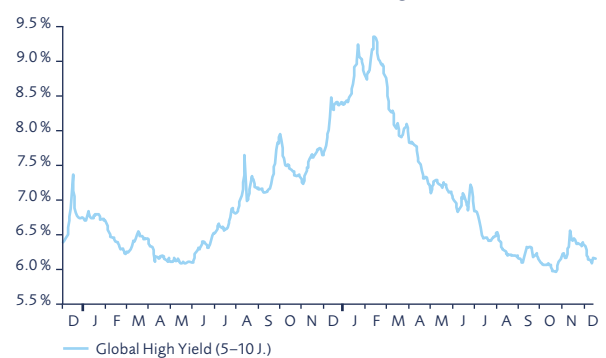
Schwellenländer (Lokalwährung): Renditeentwicklung seit Dezember 2014



USA: Renditeentwicklung seit Dezember 2014



Hochverzinsliche Anleihen: Renditeentwicklung seit Dezember 2014



Anlageklasse Anleihen | Dr. Thomas Gitzel, Bernhard Allgäuer

Markteinschätzung

Langlaufende Renditen setzten ihre Aufwärtsbewegung fort. Die Bewegung ist beachtlich – auch im historischen Vergleich. Manch ein Marktteilnehmer hegt schon den Verdacht, dass nun ein langfristiger Trendwechsel eingeläutet wurde.

Steigende Inflationserwartungen

Die Wahl Donald Trumps zum neuen US-Präsidenten schürte das Zinsfeuer. Zum Kalkül der Marktteilnehmer gehört, dass der neue Herr im Weissen Haus die Staatskasse öffnet und somit die US-Konjunktur stärker in Fahrt bringt, als es bislang der Fall war. Eine höhere wirtschaftliche Dynamik wiederum führt zu höheren Inflationsraten und in weiterer Folge auch eine schärfere Gangart der US-Notenbank (Fed). Bislang kann aber nur darüber spekuliert werden, wie gross der fiskalische Stimulus ausfallen wird. Es ist deshalb nicht gesichert, ob und wie weit Trump die Inflationsraten nach oben treiben wird. Zunächst einmal gilt: Auch ohne zusätzliche öffentliche Ausgaben werden die Teuerungsraten ansteigen. Dafür sorgen schon alleine die auslaufenden preisdämpfenden Ölpreiseffekte des Jahres 2016. Ein darüber hinausgehender Preisauftrieb lässt sich bislang nicht ableiten. Laut unseren Kalkulationen dürfte zwar das BIP im kommenden Jahr etwas stärker zulegen, doch mit einem erwarteten Zuwachs von 2.3 % kann nach wie vor nicht von Dynamik gesprochen werden. Aus diesem Blickwinkel ist mit keinem «Überschiessen» der Inflationsraten zu rechnen.

Übergeordnete Entwicklung nicht vergessen

Für einen nachhaltigen Trendwechsel an den Anleihemärkten fehlt es letztlich an den nötigen Zutaten. Dies gilt auch, wenn übergeordnete Faktoren in Betracht gezogen werden. Der seit den 80er-Jahren stattfindende Verfall des langlaufenden Renditenniveaus geht Hand in Hand mit einer gleichzeitig steigenden Sparquote. Nach Angaben des Internationalen Währungsfonds lag der Anteil der weltweiten Ersparnisse, gemessen am weltweiten BIP Anfang der 80er-Jahre, bei knapp über 21 %. Dies vergleicht sich

mit aktuell 26 %. Da sich über den betrachteten Zeitraum am Investitionsverhalten per saldo aber nur relativ wenig verändert hat, liegt mittlerweile ein Sparüberschuss vor, das heisst, der Betrag, der aus globaler Sicht auf die hohe Kante gelegt wird, ist höher als derjenige, der in Investitionen fließt. Dieses überschüssige Kapital wird meistens in sichere Anlagen investiert, was entsprechend zu steigenden Kursen sicherer Staatstitel bzw. zu sinkenden Renditen führt. Da sich an der dieser Konstellation mit Blick auf das Jahr 2017 nur wenig ändern wird, ist auch nicht davon auszugehen, dass langlaufende Renditen deutlich höheren Niveaus entgegenstreben werden. Sollte allerdings die Fed ihren Zinserhöhungskurs fortsetzen, wovon wir ausgehen, könnte zumindest im Laufe des nächsten Jahres eine etwas höhere Rendite – dies gilt sowohl für die USA als auch für die Eurozone und die Schweiz – auf den Kurszetteln stehen.

Unternehmensanleihen: Über dem Zenit

«TINA – there is no alternative» war die Parole der britischen Premierministerin Margaret Thatcher. Für Anleiheninvestoren schien es in den vergangenen Jahren keine Alternative zu geben, ausser mehr Risiko einzugehen, um gewohnte Renditen zu erzielen. Mehr Risiko bei Anleihen bedeutet, entweder die Laufzeiten (Duration) zu strecken oder mehr Emittentenrisiko bzw. Ausfallrisiko zu nehmen. Diese Strategie hatte sich in den letzten Jahren zwar bewährt, trotzdem raten wir derzeit davon ab. Besonders anfällig sind Junk-Bonds bzw. High-Yield-Anleihen. Sie sind relativ illiquide – denn wenn alle zum Ausgang drängen, wird die Türe schnell zu eng.

Variante 1: Laufzeiten strecken

Die «risikofreien» Renditen von Staatsanleihen liegen schon längere Zeit unter den fundamental gerechtfertigten Niveaus. Trotzdem suchen Investoren immer längere Laufzeiten. Durch die Streckung der Duration ergibt sich ein enormer Hebel auf das Zinsänderungsrisiko, was folgendes Beispiel verdeutlicht: Österreich legte am 25. Oktober 2016

eine siebzigjährige Anleihe mit 1.5 % Coupons auf. Zwei Tage später sind die Renditen um 0.14 % gestiegen, die Anleihe verlor damit satte 5 %. Würden die Renditen bis Ende des nächsten Jahres um 1 % steigen, ergäbe sich daraus ein Kursverlust von 33 %. In jüngster Vergangenheit sind immer mehr Staaten dazu übergegangen, Anleihen mit ultralangen Laufzeiten zu emittieren. Da schon leicht höhere Renditeniveaus die Coupons von mehreren Jahren egalisieren, raten wir dringend davon ab, Laufzeiten zu strecken.

Variante 2: Ausfallrisiko erhöhen

Wir haben in der Vergangenheit daher das Ausfallrisiko bevorzugt. Je schlechter die Bewertung, umso sensibler reagieren die Anleihenurse auf Konjunkturzyklen. Ein Konjunkturaufschwung erhöht die Wahrscheinlichkeit einer Rückzahlung und erhöht die Chance einer Verbesserung der Bewertung (Rating-Upgrade). Rund 80 % des High-Yield-Markts entfällt auf die USA; dementsprechend stark profitierte High-Yield vom Konjunkturaufschwung in den USA, welcher nun schon genau 89 Monate andauert und somit der drittlängste Aufschwung in diesem Jahrhundert ist. Obwohl noch kein Abschwung in Sicht ist, sind per Dezember 2016 schon 148 Unternehmen in Zahlungsverzug geraten (Vorjahr: 113). Die Ausfallquote ist mit 4.3 % auf den höchsten Stand seit dem Jahr 2009 gestiegen. Die Ratingagentur Standard & Poor's erwartet im nächsten Jahr einen Anstieg auf 5.6 %. Gleichzeitig ist die Entschädigung für dieses Risiko, der Zinsaufschlag, seit Februar 2016 von 8.5 % auf zuletzt 4.8 % gefallen. Auch die Rückgewinnungsrate (Recovery-Rate) ist bei Zahlungsausfällen auf rekordtiefe 23 % gefallen. Die gegenwärtige Entschädigung ist daher angesichts des gestiegenen Risikos zu gering, Liquidität von High-Yield unter Stress problematisch. Ein weiteres Problem stellt die Liquidität von High-Yield-Anleihen in Stressphasen dar.

Die Einführung von Retailprodukten (Fonds und Exchange-traded Funds, ETFs) ermöglichte es Privatanlegern, diversifiziert in Anlagen mit den tiefsten Emittentenbonitäten zu investieren. Allein das Volumen der sechs grössten ETFs ist

seit dem Jahr 2011 um 25 Milliarden angestiegen. Dies erhöht aber wiederum das Risiko für den Markt, wenn viele Investoren gleichzeitig verkaufen möchten. Ende Oktober 2016 wurde mit USD 1.1 Mrd. die grösste Rücknahme an einem einzelnen Tag verzeichnet. Bei länger anhaltendem Verkaufsdruck würde die Liquidität schnell versiegen. ETFs (bzw. deren Emittenten) müssten entweder mit grossen Abschlägen verkaufen oder die Rücknahme sperren. In einem solchen Umfeld ist es für einen Verkauf meist zu spät.

Fazit

Da der Kreditzyklus weit fortgeschritten ist, erachten wir es als kontraproduktiv, wenn Anleiheninvestoren künftig (noch) mehr Risiken eingehen. Zusätzliches Ausfallrisiko wird vorerst nicht (mehr) zu einer besseren Performance führen. Ein besseres Rendite-Risiko-Verhältnis orten wir im Geldmarkt bei inflationsgeschützten Anleihen (Treasury Inflation-protected Securities, TIPS), Versicherungsverbriefungen (Insurance-linked Securities, ILS) und Schwellenländeranleihen in Hartwährungen.

Kompakt

- In den USA spricht vieles für einen begrenzten weiteren Anstieg der Renditen.
- Die bisherige übergeordnete, langfristige Entwicklung spricht aber nach wie vor gegen einen nachhaltigen Trendwechsel an den Zinsmärkten. Gleichwohl sprechen Zinserhöhungen der Fed für moderat ansteigende Renditen.
- Der Kreditzyklus ist weit fortgeschritten. Zusätzliches Kreditrisiko wird vorerst nicht (mehr) zu einer besseren Performance führen.

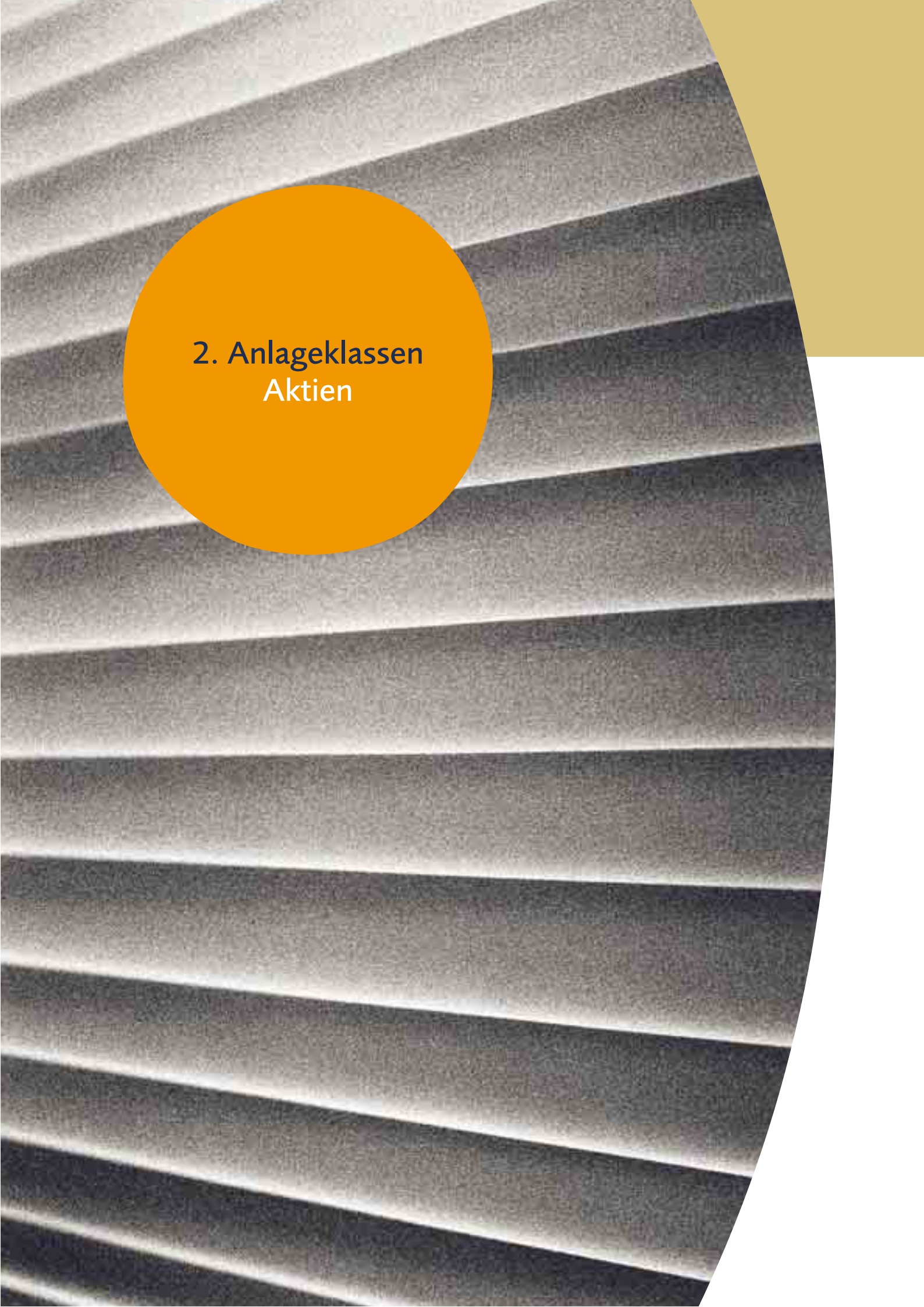
Benchmark

	Januar 2017	% YTD ¹
Staatsanleihen Schweiz ²	→	1.17 %
Staatsanleihen Europa (EUR) ²	→	3.09 %
Staatsanleihen USA ²	→	0.41 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Schweiz ²	→	1.11 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Europa (EUR) ²	→	4.37 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen USA ²	→	5.23 %
High-Yield-Anleihen ³	↘	14.58 %
Anleihen Emerging Markets (Hartwährungen) ³	→	9.24 %
Anleihen Emerging Markets (Lokalwährungen) ³	→	9.87 %

¹ Daten per 20.12.2016

² Rendite

³ Total Return



2. Anlageklassen Aktien

Anlageklasse Aktien

Aktienindizes im Überblick

Schweiz: Kursentwicklung seit Dezember 2014 (indexiert)



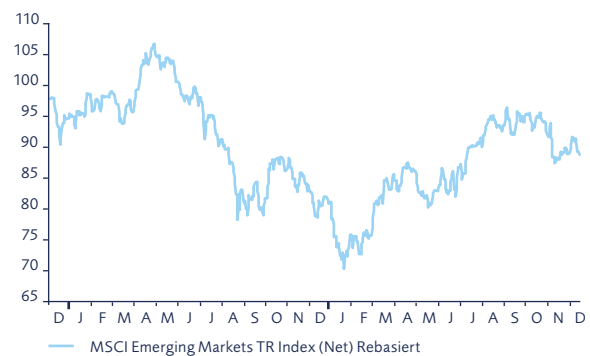
Pazifik: Kursentwicklung seit Dezember 2014 (indexiert)



Europa: Kursentwicklung seit Dezember 2014 (indexiert)



Schwellenländer: Kursentwicklung seit Dezember 2014 (indexiert)



Nordamerika: Kursentwicklung seit Dezember 2014 (indexiert)



Grossbritannien: Kursentwicklung seit Dezember 2014 (indexiert)



Anlageklasse Aktien | Rolf Kuster

Markteinschätzung

2017 – Bessere Voraussetzungen als Anfang 2016

Beim Blick auf den Jahresbeginn 2016 dürfte vielen Anlegern noch die Angst in den Knochen stecken. Von China ausgehende Konjunktursorgen schickten weltweit die Börsen auf Talfahrt. Selbst der als defensiv geltende Schweizer Aktienmarkt büsste in den ersten sechs Wochen rund 18 % ein. Doch die Befürchtungen erwiesen sich als übertrieben, und die Märkte erholten sich sukzessive. Anders zeigt sich die aktuelle Situation: Die globalen Vorlaufindikatoren deuten sowohl für das verarbeitende Gewerbe wie auch für den Dienstleistungssektor auf einen verbesserten Geschäftsgang hin. Diese zyklische Aufhellung hat an den Aktienmärkten zu wohlwollenden Reaktionen geführt. Dass die Zugewinne in den letzten beiden Monaten besonders in den USA stark ausgefallen sind, ist ein klares Indiz dafür, dass der Markt Vorschusslorbeeren an den neuen US-Präsidenten verteilt. Die Börse erwartet fiskalpolitische Impulse und Steuererleichterungen. Die genaue Ausgestaltung des Regierungsprogramms von Donald Trump wird für das Jahr 2017 entscheidend sein. In der Zwischenzeit gilt es aber abzuwarten, welche konkreten Massnahmen der neue Präsident nun umsetzen wird bzw. umsetzen kann. Schon jetzt wirkt Trump durchaus überlegter und staatsmännischer als in der heissen Phase des Wahlkampfes.

Auch wenn die Trump-Administration politisch bisher wenig Konkretes verlautbaren liess, dürften die Anleger wohl von einer weiteren mittelfristigen wirtschaftlichen Aufhellung profitieren. Die gesamtwirtschaftlichen US-Wachstumsraten bleiben zwar moderat, wichtige Vorlaufindikatoren und Einkaufsmanagerindizes haben sich seit einigen Monaten jedoch stetig verbessert. Die Arbeitslosigkeit liegt mittlerweile auf dem tiefsten Stand seit beinahe zehn Jahren und die in den vergangenen Jahren oft aufgekommene Angst vor einer Deflationsspirale scheint vorerst vergessen zu sein. Höhere Inflationsraten werden sowohl von der Mehrheit der Ökonomen als auch durch den Markt der inflationsgeschützten Anleihen prognostiziert. Für den Aktienmarkt wirkt eine solche Entwicklung unterstützend.

Einerseits beflügelt das ökonomische Momentum mittelfristig die Umsätze, andererseits führen ansteigende Inflationsraten auch zu einer Umschichtung aus Anleihen (Deflationsschutz) in Aktien (Inflationsschutz).

Mittelfristig interessieren sich Anleger aber besonders für eines: Gewinnwachstum. Nachdem die Unternehmensgewinne (pro Aktie) im vergangenen Jahr gerade einmal bei 1 % (MSCI World) lagen, galt das verhaltene Gewinnwachstum weitläufig als die Achillesferse des ohnehin hoch bewerteten Aktienmarkts.

Für das Fiskaljahr 2017 zeichnet sich hier eine positive Trendwende ab. Aktuell rechnet die Analystengemeinde mit einem Gewinnzuwachs von 12 %. Dies erscheint selbst bei einem optimistischen Szenario etwas gar ambitioniert und wird wohl in den nächsten Wochen entsprechend nach unten angepasst werden. Letztendlich dürfte sich das erwartete Gewinnwachstum pro Aktie für das Gesamtjahr 2017 dann im mittleren einstelligen Bereich einpendeln (5 bis 7 %).

Der Grund für den Gewinnanstieg liegt bei den Sektoren. Im vergangenen Jahr belasteten insbesondere der Energie-, Rohstoff- und Finanzsektor. Dank tendenziell höherer Rohstoffpreise und einem leichten Zinsanstieg werden die Gewinnbeiträge dieser Sektoren im laufenden Jahr, sondern positiv ausfallen.

Ein besseres ökonomisches Momentum und positive Anzeichen bei der Gewinnentwicklung sollten jedoch nicht über die weiterhin existierenden latenten Risiken hinwegtäuschen. Die globalen Aktienbewertungen liegen mittlerweile deutlich über ihren langjährigen Vergleichswerten, was auf einen fortgeschrittenen Zyklus hindeutet. Gleichzeitig stehen aufgrund des aufkeimenden Inflationsdrucks weitere Zinserhöhungen der US-Notenbank (Fed) vor der Tür. Anstehende Wahlen in Europa und mögliche Bestrebungen, den freien Handel einzuschränken, erhöhen die politischen Risiken. Der aktuelle Blick des Markts richtet sich aber eher auf die Chancen als auf die Risiken. Volatilitäts- und Stimmungsindikatoren lassen derzeit nicht die geringste Unsicherheit erkennen. Dies wird sich im Jahr

2017 wohl ändern. Es ist zwischenzeitlich mit einer deutlich höheren Volatilität zu rechnen.

Selektives Vorgehen – Sektoren, Styles und Regionen

Grundsätzlich gilt: Je weiter fortgeschritten der Konjunktur- und Börsenzyklus ist, desto selektiver sollte die Auswahl der Investitionsmöglichkeiten erfolgen. Durch die Wahl von Donald Trump hat diese Investorenregel weiter an Brisanz gewonnen.

Innerhalb der US-Aktienquote sollte besonders auf Werte gesetzt werden, die einen möglichst grossen Umsatzanteil innerhalb der USA erwirtschaften. Diese sind weniger von einer drohenden Währungsaufwertung betroffen und partizipieren gleichzeitig von angedachten Konjunktur- und Infrastrukturprogrammen. Im Umfeld steigender Zinsen sollten Anleger jedoch zwingend stark verschuldete Unternehmen wie beispielsweise aus dem Versorgungs- oder Telekommunikationssektor meiden.

Ein klassischer US-Sektor, der hingegen von einem steigenden US-Zinsumfeld profitiert, sind US-Finanzwerte, insbesondere Banken. Höhere Zinsen bergen höhere Margen und mehr Kommissionen, was letztendlich zu der ersehnten Gewinnerholung führen sollte. Der lange geächtete und gering bewertete Sektor erfreut sich schon jetzt einer Kehrtwende im Anlegersentiment, was zu entsprechenden Zuflüssen führt.

Für den europäischen Aktienmarkt gibt es hingegen kein allgemeingültiges Rezept. Hier sind die Unterschiede zwischen den verschiedenen Ländern und Regionen schlichtweg zu gross. Während die Aktienmärkte der Eurozone weiterhin von einer expansiven Geldpolitik, einer vergleichsweise geringen Bewertung und einem positiven Gewinnmomentum profitieren, schwebt über dem britischen Aktienmarkt das Damoklesschwert des Brexit. Die durch die GBP-Abwertung ausgelöste Rally von exportorientierten britischen Large Caps findet durch die Stabilisierung der Währung ein Ende; gleichzeitig wird sich der Nachrichtenfluss mit dem Beginn der Austrittsverhandlungen verschlechtern. Erst im Jahresverlauf wird sich zeigen, welche

konkreten Folgen die Verhandlungen über den britischen EU-Ausstieg nach sich ziehen werden. Folglich ist aus Risikoüberlegungen heraus etwas Zurückhaltung angebracht.

Auch für die Schweiz ist etwas Vorsicht nicht schädlich. Die Bewertung ist schon seit Längerem (auch sektorbedingt) vergleichsweise hoch und das Gewinnwachstum schwach. Zudem dürften sich einige internationale Investoren bei Schweizer Werten zurückhaltend zeigen. Schliesslich ist die Eidgenossenschaft als offene und kleine Volkswirtschaft der zunehmend ablehnenden Haltung gegenüber der Globalisierung oder gar allfälligen Handelshemmnissen besonders ausgesetzt. Der stärkere CHF tut ein Übriges. Dennoch orten wir auch in der Schweiz Chancen. Für Anleger mit Schweizer Fokus bieten mittelkapitalisierte Unternehmen eine interessante Alternative zu ihren grosskapitalisierten Konkurrenten. Kleinere Unternehmen gelten als spätzyklisch und sind meist international weniger stark verbandelt sowie weniger stark von taktischen Umschichtungen über Exchange-traded Funds (ETFs) oder Futures betroffen.

Kompakt

- Im laufenden Jahr dürften höhere Unternehmensgewinne wieder eine wichtigere Rolle spielen.
- Anstatt in den Gesamtmarkt sollten Anleger vermehrt eine Stufe tiefer in ausgewählte Sektoren oder Styles investieren.
- In den USA bevorzugen wir unter anderem Finanzwerte und in Europa die Eurozone vor Grossbritannien und der Schweiz.

Benchmark

	Januar 2017	% YTD ¹
Schweiz	→	–3.36 %
Europa	→	–1.94 %
Nordamerika	→	12.63 %
Pazifik (inklusive Japan)	→	5.19 %
Emerging Markets	→	9.47 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate

↑ > +5 %	↗ +2 % bis +5 %	→ –2 % bis +2 %
↘ –5 % bis –2 %	↓ < –5 %	

¹ Daten per 20.12.2016

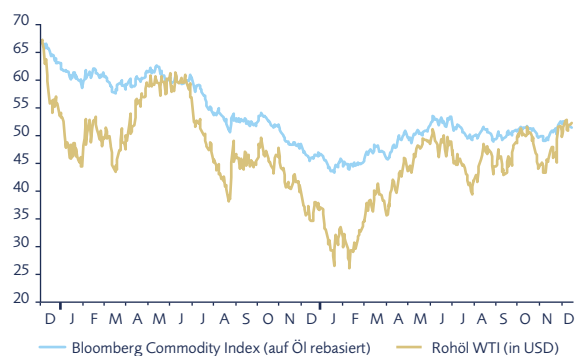
The background of the slide is a photograph of a forest floor, showing several light-colored tree trunks and dark, textured ground. A large, solid gold circle is positioned in the upper left quadrant, containing the text. In the top right corner, there is a gold shape consisting of a rectangle and a quarter-circle, partially overlapping the white background.

2. Anlageklassen Alternative Anlagen

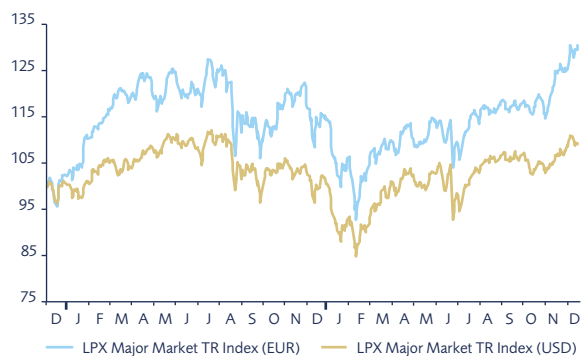
Anlageklasse Alternative Anlagen

Überblick Alternative Anlagen

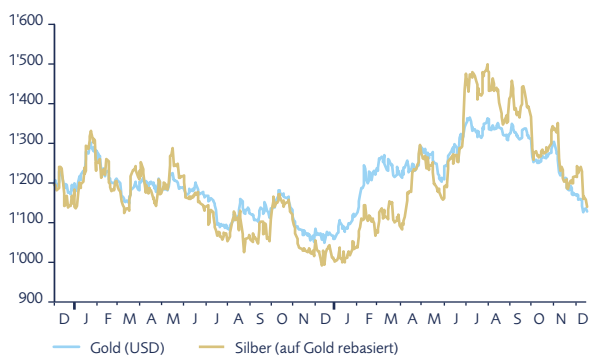
Rohstoffe: Kursentwicklung seit Dezember 2014



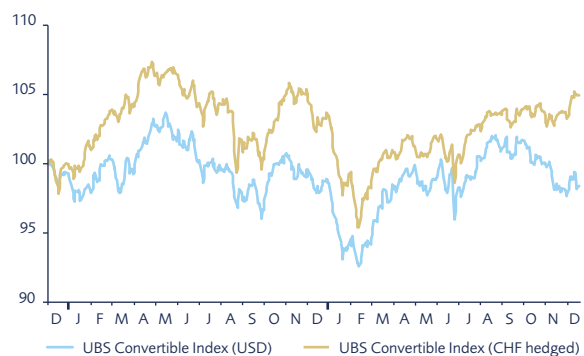
Private Equity: Kursentwicklung seit Dezember 2014 (indexiert)



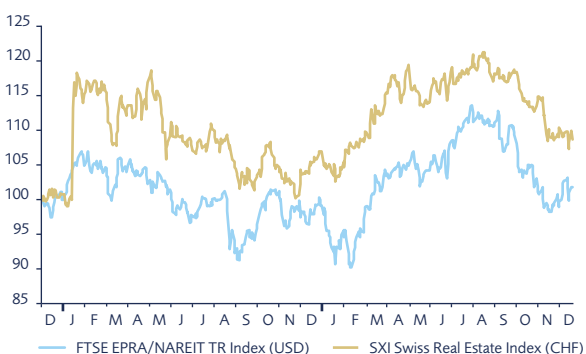
Gold: Kursentwicklung seit Dezember 2014



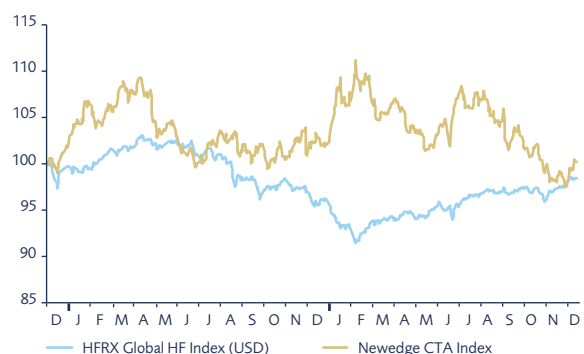
Wandelanleihen: Kursentwicklung seit Dezember 2014 (indexiert)



Immobilien: Kursentwicklung seit Dezember 2014 (indexiert)



Hedgefonds: Kursentwicklung seit Dezember 2014 (indexiert)



Anlageklasse Alternative Anlagen | Rolf Kuster

Markteinschätzung

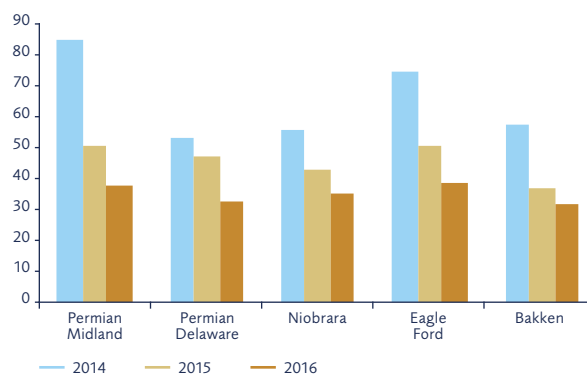
Für Rohstoffinvestoren war das abgelaufene Jahr das erste positive nach einer fünf Jahre andauernden Durststrecke. Der Bloomberg Commodity Index verzeichnete bis zum Redaktionsschluss ein Plus von rund 12 %. Innerhalb des Sektors gab es jedoch im Jahresverlauf mehrere Favoriten. Während zu Beginn des Jahres besonders Rohöl im Fokus der Anleger stand, erfreute sich Gold dank des Brexit zur Jahresmitte neu aufkeimender Beliebtheit. Zu guter Letzt profitierten Industriemetalle, allen voran Kupfer. Donald Trumps Versprechen, mit gewaltigen staatlichen Investitionen einerseits die heimische Infrastruktur zu verbessern und andererseits die Wirtschaft zu beleben, liess den Kupferpreis alleine im November 2016 um 18.9 % ansteigen.

Energie: Schieferöl kehrt zurück

Der Preis von Rohöl wird derzeit klar durch die Angebotsseite bestimmt. Die Nachfrage bleibt hingegen relativ stabil und prognostizierbar und spielt daher in der aktuellen Preisfindung eine untergeordnete Rolle. Deutlich stärker fallen Spekulationen über das Angebot ins Gewicht. Mit allen zur Verfügung stehenden Mitteln versucht die OPEC (Organisation der Erdöl exportierenden Länder), über diesen Marktmechanismus die Macht über die Rohölpreise zurückzugewinnen. Es fällt auf, dass angedachte Förderkürzungen oder eine verstärkte Absprache mit Russland (dem weltweit grössten Rohölförderer) nur noch kurzfristig positive Preiseffekte entfalten können. Ein Umstand, der (bereits seit Längerem) auf das US-Schieferöl zurückzuführen ist. Der Plan der traditionellen Förderländer, die neue Konkurrenz aus den USA «auszuhungern», ist bis jetzt nicht aufgegangen. Es ist zwar richtig, dass sowohl die Investitionen des US-Energiesektors als auch die effektive US-Schieferölförderung seit Jahresbeginn gefallen sind. Die Gesamtrohölversorgung des Markts ist jedoch aufgrund einer wiedererstarteten Produktion aus dem Iran kaum kleiner geworden. Erschwerend kommt hinzu, dass sich die US-Schieferölindustrie zusehends mit dem tieferen Preisniveau abfindet. Laut Rystad Energy sollen die Investitionen ab dem Jahr 2017 wieder zunehmen. Die effektive Produktion

von Schieferöl ist bereits seit diesem September wieder angestiegen. Noch im Jahr 2014 beliefen sich die Herstellungskosten eines Fasses Rohöl im kostengünstigen Schieferölfeld Bakken auf rund USD 58, im Jahr 2016 kann bereits bei einem Rohölpreis von rund USD 32 kostendeckend produziert werden.

Schieferöl-Produktionskostenentwicklung



Im Schnitt sind die Kosten für die Herstellung eines Fasses Rohöl seit 2013 im Jahr um rund 22 % gesunken. Eine Dynamik, welche angesichts eines schieferölfreundlichen US-Präsidenten weiter anhalten dürfte.

Für das Jahr 2017 erwarten wir keinen nennenswerten Preisdruck für Rohöl. Der Preis bleibt durch die stetig sinkenden Herstellungskosten für Schieferöl gedämpft. Eine Wiedereinführung einer OPEC-Förderquote hätte höchstens kurzfristige Preiseffekte zur Folge, würde aber den Marktanteil der Saudis weiter schmälern.

Edelmetalle: Zur Diversifikation nutzen

Edelmetalle, insbesondere Gold, erfreuen sich des Nimbus als sicherer Hafen, letztes akzeptiertes Zahlungsmittel bei Katastrophen und sicheres Wertaufbewahrungsmittel in Zeiten erhöhter Inflation. Angesichts eines kommenden Inflationsanstiegs, erhöhter politischer und wirtschaftlicher Unsicherheiten und einer politisch gewollten Einschrän-

kung des Bargelds spricht einiges für das gelbe Metall. Das ansteigende Zinsniveau, aber auch ein tendenziell stärkerer USD werden einen allzu starken Anstieg im Jahr 2017 jedoch verhindern. Wir bleiben angesichts der bestehenden Unsicherheiten im Jahr 2017 weiterhin verhalten optimistisch, empfehlen Gold jedoch primär zur risikosenkenden und damit diversifizierenden Beimischung.

Agrargüter: Hohe Lagerbestände und gute Ernte

Einer der Haupttreiber hinter dem Preis für Agrargüter ist das Wetter. Dürren oder Wetterphänomene wie «El Niño» spielen eine entscheidende Rolle und können nur schwer vorhergesagt werden. Kommt es zu keinen unvorhergesehenen Wetterereignissen, spricht wenig für Agrarrohstoffe. Die globalen Lagerbestände von Weizen, Mais oder Soja sind vergleichsweise hoch, die Ernte ist in gutem Zustand, und auch die Inputkosten wie beispielsweise Dünger sind dank der tiefen Rohölnotierungen vergleichsweise gering. Der starke und stetige Produktivitätsanstieg sorgt dafür, dass selbst bei steigender Nachfrage kein Preisanstieg folgen muss. Wir bleiben bei Agrargütern vorsichtig und rechnen mit keinen nennenswerten Veränderungen im Jahr 2017.

Industriemetalle: Trump und China als Treiber

Die aktuellen Fundamentaldaten sprechen kaum für einen weiteren Anstieg der Industriemetallpreise. Laut dem World Bureau of Metal Statistics fällt das Nachfragewachstum weiterhin schwach aus. Besonders in China schwächelt die Industriemetallnachfrage seit einigen Jahren. Mit rund 50 % der globalen Nachfrage bleibt China weiterhin der mit Abstand wichtigste Konsument von Industriemetallen. Die niedrige Nachfrage hat zu einem allgemeinen Angebotsüberschuss geführt. Zwar werden vermehrt Förderkapazitäten abgebaut, insgesamt bleiben die Lager aber gut gefüllt. Von der Nachfrageseite könnte es aber dennoch positive Anstösse geben. Neue Infrastrukturinvestitionen in China, aber auch das angedachte Konjunkturprogramm von Donald Trump dürften für zusätzliche

Nachfrageimpulse sorgen. Der Markt reagierte im November 2016 auch mit entsprechenden Kurssprüngen, welche jedoch meist durch Spekulanten ausgelöst wurden. Die effektive Nachfrage nach Kupfer muss nun den hohen implizierten Erwartungen erst noch gerecht werden. Wir bleiben somit bei Industriemetallen verhalten optimistisch und rechnen mit leicht höheren Preisen im Verlauf des Jahres 2017.

Wird 2017 nun ein Rohstoffjahr?

Auch wenn die allgemeinen Rohstoffpreise auf den ersten Blick weiterhin tief erscheinen, bleiben wir mit positiven Prognosen zurückhaltend. Höhere Zinsen, ein stärkerer USD sowie ein generell herrschender Angebotsüberhang wirken belastend. Ansteigende Inflationsraten, politische Risiken sowie potenzielle Konjunkturprogramme könnten zwar bei Gold oder Industriemetallen für positive Nachfrageimpulse sorgen, die Überversorgung bei Erdöl und Agrargütern dürfte jedoch anhalten. Ausserdem belasten bei vielen Rohstoffen die Rollkosten den potenziellen Gesamtertrag.

Kompakt

- Im laufenden Jahr dürften höhere Unternehmensgewinne wieder eine wichtigere Rolle spielen.
- Anstatt in den Gesamtmarkt sollten Anleger vermehrt eine Stufe tiefer in ausgewählte Sektoren oder Styles investieren.
- In den USA bevorzugen wir unter anderem Finanzwerte und in Europa die Eurozone vor Grossbritannien und der Schweiz.

Benchmark

	Januar 2017	% YTD ¹
Rohstoffe	→	10.30 %
Rohöl	→	18.53 %
Gold	→	6.46 %
Immobilienaktien	→	2.69 %
Private Equity	→	13.53 %
Wandelanleihen	→	-0.21 %
Hedgefonds	→	2.48 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate

↑ > +5 % ↗ +2 % bis +5 % ↓ -2 % bis +2 %
 ↘ -5 % bis -2 % ↓ < -5 %

¹ Daten per 20.12.2016



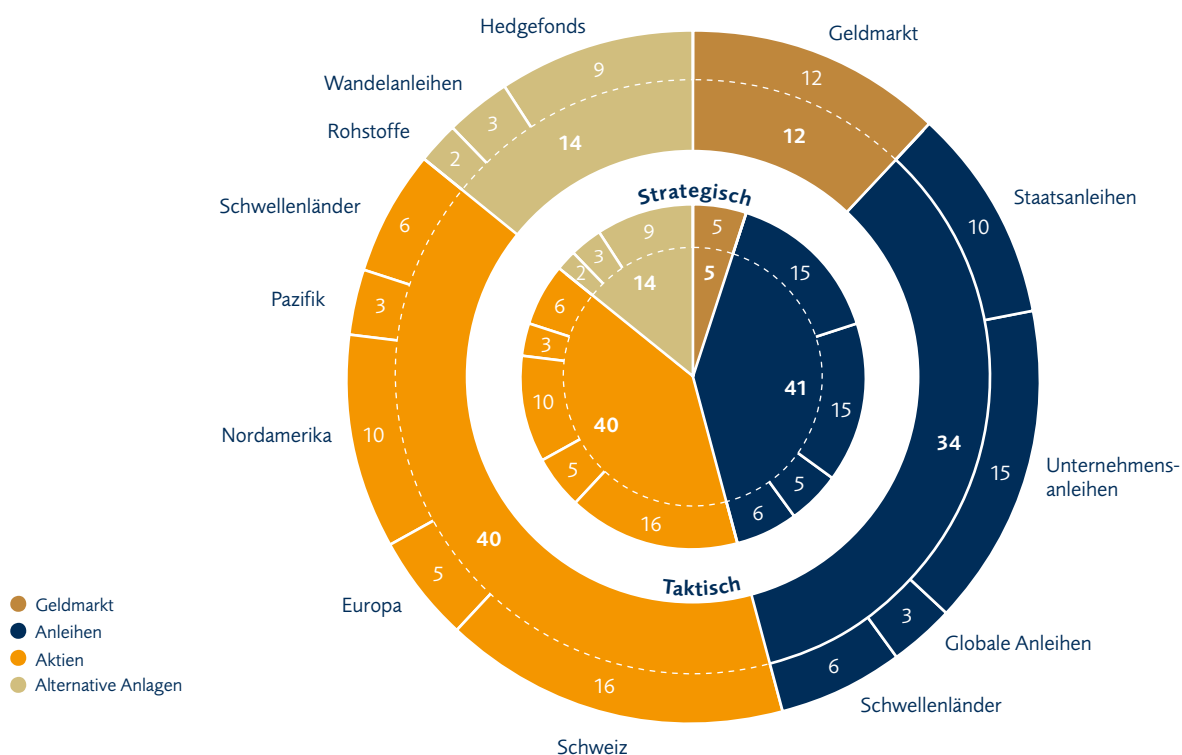
3. Investment Management



Investment Management | Aurelia Schmitt, Christoph Boner

Vermögensverwaltung

Strategische und taktische Allokation – Ausgewogen CHF (in %)



VP Bank Strategiefonds

Produktname	Whg.	ISIN	NAV-Datum	NAV	Ausschüttung	Whg.-gesichert	YTD (in %)
VP Bank Strategiefonds Konservativ (CHF)	CHF	LI0017957502	13.12.2016	1'036.52	nein	ja	-0.25 %
VP Bank Strategiefonds Konservativ (EUR)	EUR	LI0017957528	13.12.2016	1'388.05	nein	ja	1.99 %
VP Bank Strategiefonds Konservativ (USD)	USD	LI0100145379	13.12.2016	1'313.66	nein	ja	1.94 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (CHF)	CHF	LI0014803709	13.12.2016	1'514.15	nein	ja	0.16 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (EUR)	EUR	LI0014803972	13.12.2016	959.83	nein	ja	1.93 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (USD)	USD	LI0014804020	13.12.2016	1'451.27	nein	ja	3.34 %

Für detaillierte Informationen zu unseren Vermögensverwaltungsmandaten wenden Sie sich bitte an Ihren persönlichen Berater.

Investment Management

Aktuelle Anlagetaktik

Die Erholung an den Aktienmärkten setzt sich weiter fort. Das Programm der künftigen US-Regierung sieht im Wesentlichen Veränderungen in der Steuerpolitik, in der Finanzregulierung und in der Aussenwirtschaftspolitik vor. Am US-Anleihenmarkt führten diese Ankündigungen und mit ihnen einhergehende höhere Inflationserwartungen unverzüglich zu Kursverlusten. Somit scheint man am Markt dem Versprechen der neuen Regierung, sich für mehr Wachstum einzusetzen, Glauben zu schenken. In Europa hat die Wahl in Italien nur eine kurzfristige Belastung dargestellt. Ein Grund hierfür dürfte die Ankündigung der Europäischen Zentralbank (EZB) zur Verlängerung des Anleihenkaufprogramms über den März 2017 hinaus gewesen sein.

Für die Mehrzahl der Marktteilnehmer war der markante Renditeanstieg bei langlaufenden Anleihen die grösste Überraschung in den vergangenen Wochen. Durch unser Untergewicht in Staatsanleihen haben wir im relativen Vergleich profitiert. Der Renditeanstieg dürfte sich im Jahr 2017 weiter fortsetzen – wenn auch mit geringerem Momentum.

An den Aktienmärkten stehen unseres Erachtens Regionen- und Sektorrotationen im Vordergrund. Die Aktienmärkte befinden sich seit Ende der Finanzkrise in einem Zyklus, in dem vor allem Wachstumswerte bevorzugt werden. Bedingt durch die Erwartung höherer Wachstums- und Inflationsraten ist es denkbar, dass wir nun vor einem Favoritenwechsel hin zu mehr «value» stehen. Innerhalb der Eurozone ist der Euro Stoxx 50 eher «value-lastig» und zeigt eine relativ tiefe Bewertung.

Mit Blick auf das Jahresende 2016 halten wir an unserer Positionierung fest: Wir bleiben bei Anleihen untergewichtet und auf der Aktienseite neutral.

Anleihen

Aktuell sehen wir eine Verbesserung der globalen Konjunkturindikatoren, und die Inflationserwartungen steigen weiter an. Folglich sind die Anleihenrenditen zuletzt gestiegen. Wir halten an unserer Positionierung fest und bleiben mit

der Duration in sämtlichen Referenzwährungen unter dem jeweiligen Benchmarkniveau. Die Positionierung in den anderen Rentenanlageklassen bleibt unverändert; Staatsanleihen sowie globale Anleihen sind untergewichtet. Inflationsgeschützte Anleihen erachten wir als attraktiv.

Aktien

In den USA erwarten wir für das Jahr 2017 ein etwas höheres Gewinnwachstum als im vergangenen Jahr und zudem positive Effekte aus den fiskalpolitischen Massnahmen. Wir haben die Gewichtung der US-Aktien auf neutral erhöht und unser Übergewicht in den Schwellenländern reduziert. Die höhere Bewertung des US-Aktienmarkts ist unseres Erachtens durch ein höheres Gewinnwachstum gerechtfertigt. Im relativen Vergleich sind die Bewertungen in Europa und in den Schwellenländern tiefer. In den Schwellenländern kann eine Veränderung der US-Aussenwirtschaftspolitik belasten.

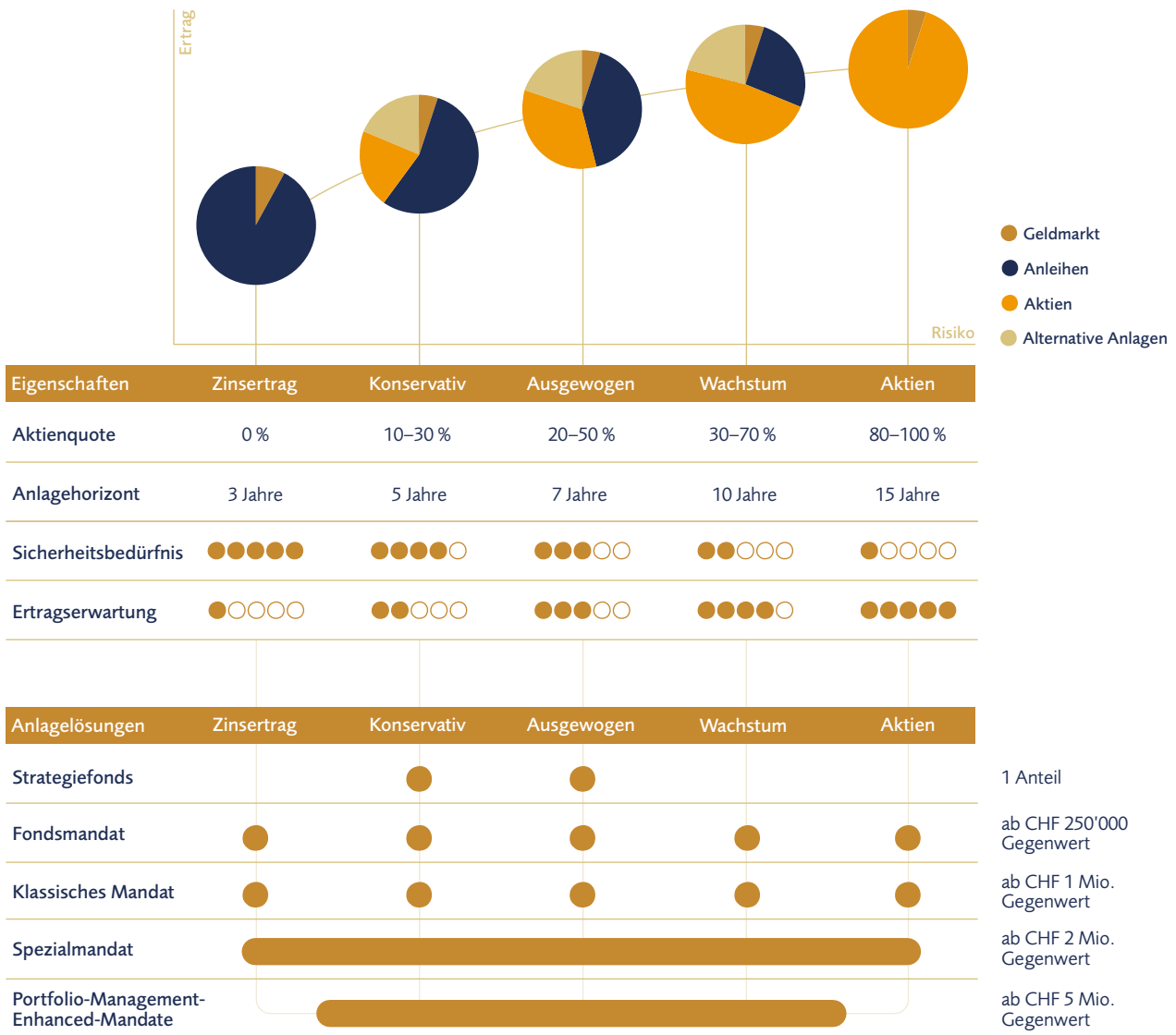
In Italien hatte das Referendum zur Senatsreform nur bedingten Einfluss auf die Aktienmärkte. Mit Blick auf das Jahr 2017 bleiben politische Risiken in Europa hoch.

Alternative Anlagen und Währungen

Die Anlageklasse der Alternativen Anlagen wie Rohstoffe, Wandelanleihen und Hedgefonds sind unter dem Gesichtspunkt der Risikostreuung neutral gewichtet. In unseren EUR-Mandaten halten wir eine offene USD-Position. Ansonsten sichern wir die wichtigsten Industrieländerwährungen weiterhin ab.

Investment Management

Unser Angebot





4. Anhang

Glossar

Allokation

Strategisch Langfristige Zusammensetzung des Portfolios bezüglich der verschiedenen Anlageklassen (Geldmarkt, Anleihen, Aktien, Alternative Anlagen) je Anlagestrategie. Die Gewichtung innerhalb der strategischen Allokation wird halbjährlich überprüft und gegebenenfalls angepasst.

Taktisch Konkretisierung der strategischen Allokation. Als taktische Allokation bezeichnet man die Aufteilung des Vermögens in verschiedene Anlageklassen mit dem Ziel, eine überdurchschnittliche Rendite zu erzielen.

Benchmark Referenzgrösse, z.B. ein Aktienindex oder ein Indexportfolio, die als Vergleichsmassstab für die Performanceanalyse eines Portfolios dient.

Dividendenrendite Kennzahl der Rentabilität einer Aktienanlage, die sich aus der Höhe der Dividende im Vergleich zum jeweiligen Aktienkurs bestimmen lässt und einen Vergleich mit der am übrigen Kapitalmarkt erzielbaren Verzinsung ermöglicht.

Drittfonds Fonds, die im Auftrag eines Dritten emittiert wurden und die auch von einem Dritten verwaltet werden.

Duration Bindungsdauer des in einem festverzinslichen Wertpapier oder Wertpapiervermögen angelegten Kapitals. Fallen Couponzahlungen an, ist die Duration kürzer als die Restlaufzeit und durch zwischenzeitliche Zinszahlungen auf das angelegte Kapital bedingt. Bei einem Zerobond entspricht die Duration exakt der Restlaufzeit.

EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) Zinssatz für Termingelder in Euro, den sich erstklassige Banken untereinander belasten.

Exchange Traded Commodities (ETC) Unbefristete, besicherte Schuldverschreibungen, die an der Wertentwicklung eines oder mehrerer Rohstoffe gekoppelt sind.

Exchange Traded Fund (ETF) Indexfonds, der sich in seiner Zusammensetzung an die Gewichtung eines Index bindet und jederzeit ohne Ausgabeaufschlag gehandelt werden kann.

Exchange Traded Notes (ETN) Sind Schuldverschreibungen. ETNs sind keine Fonds, besitzen jedoch ähnliche Eigenschaften, da beide Strukturen in der Regel an die Rendite eines Benchmarkindex gekoppelt sind und an der Börse gehandelt werden. Besondere Arten von ETNs sind Exchange Traded Certificates (börsengehandelte Zertifikate) und Exchange Traded Commodities (börsengehandelte Rohstoffe).

Festgeld Geld, das der Kunde der Bank für eine im Voraus fixierte Dauer zu einem bestimmten Zinssatz zur Verfügung stellt. Festgeld wird ab einem Mindestbetrag (oft CHF 100'000) mit einer Laufzeit von einem bis zwölf Monaten entgegengenommen.

Fund-of-Funds Fonds, die ihrerseits ausschliesslich in andere Fonds investieren.

Hedgefonds Die Anlage erfolgt in sogenannte Alternative Anlagen, d.h., der Fondsmanager kann diverse Anlagetechniken wie Leverage, Short Selling und Derivate einsetzen.

Immobilienfonds Anlagefonds, der sein Vermögen nach dem Prinzip der geographischen und objektmässigen Risikostreuung in bebaute und unbebaute Grundstücke sowie unter Umständen in Beteiligungen und Forderungen an Immobilien-gesellschaften investiert.

Investment Grade Grobeinteilung der Bonitätseinstufungen BBB bis AAA, die besagt, dass Wertpapiere von befriedigender bis sehr guter Qualität sind.

ISIN Internationale Valorenkennnummer (International Securities Identification Number).

Kassenobligation In der Schweiz: von Banken laufend ausgegebene Obligation mit einer Laufzeit von zwei bis acht Jahren.

Kursdaten/Kursindikation Als Kursdaten dienen die Schlusskurse des jeweiligen Datums (siehe Impressum). In dieser Publikation werden Nettokurse am Erstellungsdatum berücksichtigt, also ohne Abwicklungskosten. Aktuelle Kurse erhalten Sie von Ihrer Kundenberaterin bzw. Ihrem Kundenberater der VP Bank.

LIBOR (London Interbank Offered Rate) Zinssatz, den sich Banken in London für kurzfristige Geldanlagen untereinander belasten.

Lombardkredit Der Lombardkredit ist ein Kredit gegen Verpfändung von Depotwerten, Bankkontoguthaben, Edelmetallen und Ansprüchen aus Lebensversicherungspolice. Er kann als Darlehen oder als Kontokorrentkredit für private und kommerzielle Zwecke gewährt werden.

NAV (Nettoinventarwert) Wert eines Fondsanteils, der dem Verkehrswert des Fonds an einem bestimmten Stichtag entspricht, vermindert um die Verpflichtungen und geteilt durch die Anzahl ausstehender Anteile.

Open end Es gibt keine Laufzeitbegrenzung.

Perf. % YTD Die Wertentwicklung (Performance) des Fonds im laufenden Kalenderjahr.

Private Equity-Fonds Die Anlage erfolgt vorwiegend in (noch) nicht an einer Börse notierte Anlagen, vorwiegend Aktien. Die Liquidität des Fonds kann dementsprechend sehr eingeschränkt sein.

Rating Ein Rating ist eine systematische, qualitative Bewertung von Emittenten hinsichtlich ihrer Bonität. Es wird durch kodierte Bonitätsstufen ausgedrückt. Bekannte Agenturen, die Ratings durchführen, sind z.B. Standard & Poor's und Moody's.

Rendite Effektivverzinsung der Anleihe nach der ISMA-Methode.

Strategiefonds Eine Strategiefondsfamilie mit unterschiedlichen Risikokategorien. Es wird immer die dazugehörige Assetallokation der VP Bank umgesetzt.

Treuhandanlage Geldmarktgeschäft, welches in Form von Festgeldern bei ausländischen Banken getätigt wird. Treuhandanlagen erfolgen zu einem festen Verfalltermin, festen Betrag und festen Zinssatz (oder als Treuhand-Callanlagen mit 48 Stunden Kündigungsfrist). Die Anlage wird im Namen der Bank, aber auf Rechnung und Gefahr des Kunden getätigt.

Volatilität Bezeichnet einen Schwankungsbereich während eines bestimmten Zeitraums von Wertpapierkursen, Rohstoffpreisen, Zinssätzen oder auch Investmentfonds-Anteilen. Sie ist eine mathematische Grösse (annualisierte Standardabweichung) für das Mass des Risikos einer Kapitalanlage. Je grösser diese Schwankungsbreite ist, desto volatil und damit risikoreicher ist ein Fonds. Für das Risiko ist z.B. der maximale Verlust eine weitere Messgrösse.

Währungssicherung Massnahme, die eine Investition ausserhalb des eigenen Währungsraums von der Entwicklung des Wechselkurses unabhängig macht. Anleger oder Emittenten schliessen hierzu Devisentermingeschäfte ab. Währungsverluste werden damit ebenso ausgeschlossen wie Währungsgewinne.

Wandelanleihenfonds Anlagefonds, der sein Vermögen hauptsächlich in Wandelanleihen investiert.

Wandelprämie Preisunterschied zwischen dem Erwerb einer Aktie via Wandel einer Wandelobligation und dem direkten Erwerb der entsprechenden Aktie an der Börse zum Aktienkurs. Die Wandelprämie bringt zum Ausdruck, um wie viele Prozent Aktien teurer zu stehen kommen, wenn sie durch Kauf und anschliessende Umwandlung von Wandelobligationen erworben werden.

Wandelpreis Bei der Emission von Wandelobligationen festgelegter Wandelpreis für den Umtausch von Wandelobligationen in Aktien oder Partizipationsscheine.

YTD Bezeichnet den Zeitraum seit Jahresanfang bis zum aktuellen Zeitpunkt («year-to-date»).

Wichtige rechtliche Hinweise (Disclaimer)

Wesentliche Informationsquellen / keine Gewährleistung:

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend: VP Bank) aufgrund von Informationsquellen erstellt, die als zuverlässig eingestuft werden.

Wesentliche Informationsquellen für diese Dokumentation sind:

- Sekundärresearch: Finanzanalysen spezialisierter Broker/Analysten;
- Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Bloomberg, Thomson Financial Datastream, Reuters u.a.);
- öffentlich verfügbare Statistiken.

Obwohl bei Erstellung dieser Dokumentation grösstmögliche Sorgfalt angewandt wurde, übernimmt die VP Bank keine Gewährleistung für die Vollständigkeit, Aktualität oder Richtigkeit des Inhalts dieser Dokumentation. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu Finanzinstrumenten oder deren Emittenten. Die in dieser Dokumentation geäusserten Meinungen geben die Ansichten der VP Bank zum Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder. Die VP Bank und/oder ihre Gruppengesellschaften haben möglicherweise in der Vergangenheit Dokumentationen veröffentlicht oder werden möglicherweise in Zukunft Dokumentationen veröffentlichen, die Informationen und Meinungen enthalten, die mit der vorliegenden Dokumentation nicht übereinstimmen. Die VP Bank und/oder ihre Gruppengesellschaften sind nicht verpflichtet, den Empfängern dieser Dokumentation solche abweichenden Dokumentationen zukommen zu lassen.

Eignung / kein Angebot: Die Angaben in dieser Dokumentation stellen weder eine Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf der dargestellten Finanzinstrumente noch eine Rechts-, Finanz-, Buchführungs- oder Steuerberatung noch irgendeine Form von persönlicher Beratung dar. Insbesondere können in dieser Dokumentation behandelte Finanzinstrumente für einen Anleger je nach dessen Anlageziel, Zeithorizont, Risikobereitschaft, Risikofähigkeit, finanziellen Verhältnissen sowie weiteren persönlichen Umständen als auch aufgrund von mit dem Finanzinstrument verbundenen Verkaufsbeschränkungen ungeeignet sein. Die Informationen in dieser Dokumentation ersetzen daher in keiner Weise weder die individuelle Beratung durch eine hinsichtlich der oben genannten Themen qualifizierte Fachperson noch das Studium der von den Emittenten und Vertriebssträgern der Finanzinstrumente zur Verfügungen gestellten Dokumentationen (z.B. Emissionsprospekte, Termsheets, bei Anlagefonds den vollständigen und vereinfachten Prospekt). Die vorliegende Dokumentation stellt insbesondere weder eine Offerte bzw. Aufforderung zur Offertstellung noch ein öffentliches Inserat, das zu Transaktionen mit den beschriebenen Finanzinstrumenten auffordert, noch eine Aufforde-

rung zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäfts dar. Die VP Bank sowie ihre Gruppengesellschaften lehnen jegliche Haftung für sämtliche Schäden bzw. Verluste, die auf Grundlage der in dieser Dokumentation enthaltenen Informationen geltend gemacht werden, ausdrücklich ab.

Risikohinweise: Die in dieser Dokumentation erwähnten Anlagen können in ihrem Kurs und Wert sowie in den erzielten Erträgen sowohl steigen als auch sinken. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen zusätzlich Währungsschwankungen. Einem Anleger kann nicht zugesichert werden, dass er die angelegten Beträge wieder zurückerhält. Die bisherige Performance einer Anlage ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Performance. Dasselbe gilt für Performanceprognosen. Die dargestellte Performance lässt etwaige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen an Anlagefonds erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Kommissionen und Kosten wirken sich nachteilig auf die Performance aus. Jede in dieser Dokumentation erwähnte Anlage kann mit den nachfolgenden, nicht abschliessend aufgezählten Risiken behaftet sein: Emittenten- (Bonitäts-), Markt-, Kredit-, Liquiditäts-, Zins- und Währungsrisiko sowie wirtschaftliches und politisches Risiko. Besonders Anlagen in Schwellenländern (Emerging Marktes) sind spekulativ und diesen Risiken besonders stark ausgesetzt.

Eigengeschäfte: Die VP Bank und/oder ihre Gruppengesellschaften und/oder deren Mitarbeitende können sich im Rahmen der gesetzlichen Bestimmungen an anderen Finanzgeschäften mit den Emittenten der in dieser Dokumentation erwähnten Anlagen beteiligen. Sie können in diese Emittenten investieren oder Dienstleistungen für diese erbringen, Aufträge von diesen akquirieren sowie Positionen in deren Anlagen oder Optionen auf diese halten, Transaktionen mit diesen Positionen durchführen oder ein sonstiges erhebliches Interesse hinsichtlich der Emittenten der in dieser Dokumentation erwähnten Anlagen haben. Dies kann auch bereits früher der Fall gewesen sein.

Grundlegende methodische Ansätze zur Finanzanalyse: Die VP Bank hat folgende grundlegende methodische Ansätze der Finanzanalyse festgelegt:

- Die Aktienauswahlliste basiert auf einem globalen, quantitativen Screeningmodell. Dieses rangiert Aktien anhand von Faktoren, die langfristig die höchsten Performancebeiträge liefern.
- Die Bondselektion berücksichtigt pro Währung ausschliesslich Anleihen ohne spezielle Klauseln (Bullet Bonds). Es handelt sich dabei um Eurobonds mit Investment Grade Rating ohne erhöhte Risikoaufschläge. Weiteres Augenmerk wird auf die Handelbarkeit gelegt, bevor in die Segmente Staats- bzw. Unternehmensanleihen unterteilt wird.
- Die ETF-Selektion erfolgt anhand eines quantitativen Scorings und einer qualitativen Analyse.

- Die Fondsselektion erfolgt nach dem «Best in Class»-Ansatz. Der mehrstufige Analyseprozess beinhaltet unter anderem quantitative und qualitative Elemente.

Anlagehorizont: Die Empfehlungen bauen auf gut diversifizierten Portfolios auf. Die empfohlenen Anlagehorizonte liegen bei ausgewogenen Portfolios bei fünf bis zehn Jahren, bei Aktienportfolios in der Regel bei über zehn Jahren.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention von Interessenkonflikten: Die VP Bank und deren Gruppengesellschaften haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offenzulegen.

Erläuterung von Interessenkonflikten: Mögliche Interessenkonflikte sind mittels nachfolgenden Ziffern beim Emittentenamen wie folgt gekennzeichnet: Die VP Bank und/oder deren Gruppengesellschaften

1. sind am Emittenten mit mehr als fünf Prozent beteiligt,
2. haben bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf den Emittenten,
3. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte,
4. sind ein Market Maker in den Finanzinstrumenten des Emittenten,
5. haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Dienstleistungen geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten,
6. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zur Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Hinweise zum Vertrieb dieser Dokumentation: Der Zugang zu den in dieser Dokumentation enthaltenen Informationen bzw. den darin beschriebenen Finanzinstrumenten (insbesondere Anlagefonds) kann durch nationale Gesetze beschränkt sein. Der Inhalt dieser Dokumentation bzw. die darin beschriebenen Finanzinstrumente (insbesondere Anlagefonds) sind somit nicht für Personen oder Gesellschaften bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die den Zugang zu diesen Informationen bzw. den Erwerb der beschriebenen Finanzinstrumente (insbesondere Anlagefonds) verbietet oder von einer Bewilligung abhängig macht (sei es aufgrund der Nationalität der betreffenden Person, ihres Wohnsitzes oder aus anderen Gründen). Personen, in deren Besitz diese Dokumentation gelangt bzw. die darin beschriebene Finanzinstrumente (insbesondere Anlagefonds) erwerben wollen, müssen sich daher über örtliche Gesetze und etwaige Beschränkungen

informieren und diese einhalten. Der Inhalt dieser Dokumentation ist urheberrechtlich geschützt, und ihre Verwendung ausser zum privaten Gebrauch bedarf der vorgängigen Zustimmung der VP Bank.

British Virgin Islands: Diese Informationen wurden von der VP Bank (BVI) Ltd, VP Bank House, 156 Main Street, Road Town, Tortola VG1110, Britische Jungferninsel, verteilt. Die VP Bank (BVI) Ltd untersteht der Bewilligung und Aufsicht durch die British Virgin Islands Financial Services Commission.

Hong Kong: Diese Informationen wurden von der VP Wealth Management (Hong Kong) Ltd, 33/F, Suite 3305, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Central, Hong Kong, verteilt.

Singapur: Diese Dokumentation wurde von der VP Bank (Singapore) Ltd, 8 Marina View, #27-03 Asia Square Tower 1, Singapur 018960, Singapur, verteilt, die von der Monetary Authority of Singapore als «Merchant Bank» zugelassen ist.

Liechtenstein: Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG, Aeulestrasse 6, 9490 Vaduz, Liechtenstein, erstellt und verteilt. Die VP Bank AG untersteht der Zulassung und Regulierung durch die Finanzmarktaufsicht (FMA) Liechtenstein.

Luxemburg: Diese Informationen wurden von der VP Bank (Luxembourg) SA, 26, Avenue de la Liberté, L-1930 Luxembourg, Luxemburg, verteilt. Die VP Bank (Luxembourg) SA untersteht der Zulassung und Regulierung durch die Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Schweiz: Diese Informationen wurden von der VP Bank (Schweiz) AG, Bahnhofstrasse 3, 8001 Zürich, Schweiz, verteilt. Die VP Bank (Schweiz) AG untersteht der Zulassung und Regulierung durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA.

USA/Kanada: Weder die vorliegende Dokumentation noch Kopien davon dürfen an Personen abgegeben werden, die ihren Wohnsitz in den USA oder Kanada haben oder die Staatsangehörigkeit eines dieser Staaten oder beider Staaten besitzen.

Die VP Bank Gruppe

Die VP Bank AG ist eine in Liechtenstein domizilierte Bank und untersteht der Finanzmarktaufsicht (FMA) Liechtenstein, Landstrasse 109, Postfach 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein, www.fma-li.li

VP Bank AG	Aeulestrasse 6 9490 Vaduz · Liechtenstein T +423 235 66 55 · F +423 235 65 00 info@vpbank.com · www.vpbank.com MwSt.-Nr. 51.263 · Reg.-Nr. FL-0001.007.080-0
VP Bank (Schweiz) AG	Bahnhofstrasse 3 8001 Zürich · Schweiz T +41 44 226 24 24 · F +41 44 226 25 24 · info.ch@vpbank.com
VP Bank (Luxembourg) SA	26, Avenue de la Liberté L-1930 Luxembourg · Luxembourg T +352 404 770-1 · F +352 481 117 · info.lu@vpbank.com
VP Bank (BVI) Ltd	VP Bank House · 156 Main Street · Postfach 2341 Road Town · Tortola VG1110 · Britische Jungferninseln T +1 284 494 11 00 · F +1 284 494 11 44 · info.bvi@vpbank.com
VP Bank (Singapore) Ltd	8 Marina View · #27-03 Asia Square Tower 1 Singapur 018960 · Singapur T +65 6305 0050 · F +65 6305 0051 · info.sg@vpbank.com
VP Wealth Management (Hong Kong) Ltd	33/F · Suite 3305 · Two Exchange Square 8 Connaught Place · Central · Hongkong T +852 3628 99 00 · F +852 3628 99 11 · info.hkwm@vpbank.com
VP Bank AG Repräsentanz Hongkong	33/F · Suite 3305 · Two Exchange Square 8 Connaught Place · Central · Hongkong T +852 3628 99 99 · F +852 3628 99 11 · info.hk@vpbank.com
VP Bank (Schweiz) AG Repräsentanz Moskau	World Trade Center · Office building 2 · Entrance 7 · 5 th Floor · Office 511 12 Krasnopresnenskaya Embankment · 123610 Moskau · Russische Föderation T +7 495 967 00 95 · F +7 495 967 00 98 · info.ru@vpbank.com
VP Fund Solutions (Luxembourg) SA	26, Avenue de la Liberté · L-1930 Luxembourg · Luxembourg T +352 404 770-260 · F +352 404 770-283 fundclients-lux@vpbank.com · www.vpfundsolutions.com
VP Fund Solutions (Liechtenstein) AG	Aeulestrasse 6 · 9490 Vaduz · Liechtenstein T +423 235 67 67 · F +423 235 67 77 fundsetup@vpbank.com · www.vpfundsolutions.com

